

## Edizione di sabato 28 maggio 2016

### CASI CONTROVERSI

#### [Il super ammortamento nel caso dell'appalto a terzi](#)

di Comitato di redazione

### BILANCIO

#### [Il meccanismo della leva finanziaria](#)

di Federica Furlani

### ADEMPIMENTI

#### [La verifica del riconoscimento delle Op](#)

di Luigi Scappini

### ENTI NON COMMERCIALI

#### [La nuova legge delega sul terzo settore. Prima parte](#)

di Guido Martinelli

### CONTABILITÀ

#### [Risparmio energetico in azienda: rilevazioni contabili o no?](#)

di Viviana Grippo

### FOCUS FINANZA

#### [La settimana finanziaria](#)

di Direzione Finanza e Prodotti - Banca Esperia S.p.A.

## CASI CONTROVERSI

---

### ***Il super ammortamento nel caso dell'appalto a terzi***

di Comitato di redazione

La **circolare dell'Agenzia delle entrate n. 23/E** di ieri l'altro ha percorso l'intera disciplina del super ammortamento fornendo alcune interessanti precisazioni relativamente all'**ambito temporale**.

Nulla di nuovo sul fatto che l'agevolazione trova applicazione per gli investimenti **effettuati dal 15 ottobre 2015 al 31 dicembre 2016**, tuttavia, in alcuni casi individuare la corretta imputazione della spesa può essere un'operazione tutt'altro che agevole.

Sappiamo che il criterio di ordine generale è quello della **competenza fiscale** regolato dall'articolo 109, commi 1 e 2, del Tuir. Secondo questa disposizione le spese di acquisizione dei beni mobili si considerano sostenute alla data della **consegna o spedizione**.

Pertanto, se il bene strumentale acquistato è stato consegnato dal 15 ottobre al 31 dicembre 2016 il relativo costo è sicuramente agevolabile mediante il calcolo della super quota di ammortamento.

Il criterio si applica anche per i costi imputabili a **beni realizzati in economia**. Al riguardo, rilevano le spese **sostenute** durante il periodo agevolato indipendente che i lavori siano iniziati o ultimati in una data, rispettivamente, precedente o successiva.

La circolare affronta anche il caso in cui l'investimento è realizzato mediante un **contratto di appalto a terzi**. In linea di principio, in ossequio al criterio della competenza, i relativi costi si considerano sostenuti dall'impresa committente alla data di **ultimazione della prestazione**.

Tuttavia, qualora siano previsti dal contratto di appalto **stati di avanzamento lavori**, ai fini dell'imputazione temporale dell'investimento, si deve tener conto della data in cui la **porzione dell'opera è accettata dal cliente**. In particolare, il super ammortamento si calcola sui **corrispettivi liquidati in via definitiva** tra il 15 ottobre 2015 e il 31 dicembre 2016 in base ai SAL.

Potrebbero emergere alcune complicazioni nel caso in cui l'opera venisse eseguita **a cavallo d'anno**, con inizio dei lavori nel novembre 2015 e chiusura degli stessi nel 2016. Atteso che probabilmente l'intero investimento sarebbe agevolabile, sarebbe però necessario determinare la corretta **ripartizione** dei costi tra i due periodi d'imposta interessati.

Per prima cosa, l'impresa committente dovrebbe individuare i corrispettivi definitivamente

liquidati entro la fine dell'esercizio 2015 corrispondenti alla quota-parte dell'opera accettata.

A questo punto ci sarebbe da chiedersi se il committente possa fruire del super ammortamento **già nel 2015 anche se solo per parte dell'investimento.**

La risposta sarebbe evidentemente **negativa** poiché il bene in costruzione non è ancora entrato in funzione. Mancando alla base il presupposto civilistico e fiscale per fruire dell'ammortamento ordinario non può essere a maggior ragione calcolata e dedotta la super quota.

Sul punto, la circolare fa bene a evidenziare che non bisogna confondere il **momento di effettuazione dell'investimento**, che serve per verificare la spettanza dell'agevolazione, **con l'esercizio dal quale è possibile fruire del beneficio**, che va invece individuato con quello di entrata in funzione del bene.

Pertanto, con riguardo al caso prospettato, ipotizzando che l'opera sia definitivamente e interamente liquidata entro il 31 dicembre 2016,

- l'intero investimento sarà **civilisticamente ammortizzabile** dal 2016 se il bene sarà, entro la fine dell'anno, pronto all'uso;
- l'ammortamento contabile potrà essere dedotto se il bene, oltre ad essere pronto all'uso, entrerà in funzione entro il 31 dicembre 2016,
- inoltre, potrà altresì essere dedotto nel 2016 il **super ammortamento** applicando la maggiorazione del 40% all'intero costo sostenuto e, poi, la corrispondente aliquota fiscale di ammortamento.

## BILANCIO

---

### ***Il meccanismo della leva finanziaria***

di Federica Furlani

Nella scelta delle fonti di finanziamento da utilizzare per realizzare un investimento, ossia nella scelta tra **capitale proprio** o **capitale di debito**, uno degli elementi da considerare è la c.d. **leva finanziaria**.

Conviene finanziarsi con capitale proprio o indebitarsi? Qual è il *mix* ottimale tra fonti interne e fonti esterne di finanziamento?

La leva finanziaria aiuta a **fornire una risposta sulla base della relazione che lega il ROE (return on equity)**, che misura la redditività del capitale proprio, **al ROI (return on investment)**, che misura la redditività del capitale investito, **al costo dell'indebitamento (i)** e all'**indice di indebitamento** e, quindi, alla struttura finanziaria prescelta.

In particolare la formula di disaggregazione del ROE che esprime la leva finanziaria è la seguente:

$$\text{ROE} = [\text{ROI} + (\text{ROI} - i) * \text{Debiti finanziari / Capitale proprio}] * (1 - \text{aliquota fiscale})$$

dove:

ROE = risultato d'esercizio/capitale proprio;

ROI = risultato operativo/capitale investito.

Analizzando pertanto la relazione tra ROI e costo dell'indebitamento (i) è possibile determinare l'effetto, positivo, negativo o nullo, che un **maggior indebitamento** determina sulla **redditività** del capitale proprio (ROE).

In caso di ROI pari al costo dell'indebitamento (i), la scelta tra fonti esterne ed interne non produce alcun effetto sul ROE; mentre nel caso in cui il rendimento dell'investimento sia inferiore al costo dell'indebitamento, conviene **limitare** il ricorso al capitale di terzi perché il suo aumento provoca un effetto moltiplicatore negativo sul ROE.

Se invece il **ROI è maggiore** del costo sopportato per ottenere capitale da terzi, **l'effetto leva è positivo (ROI > i)**: conviene ricorrere al capitale di terzi per finanziare l'investimento perché ciò determina un effetto moltiplicativo sul ROE, tenendo conto che il rapporto debiti finanziari/capitale proprio aumenta. E **tanto più elevato è lo spread tra ROI ed i, tanto**

## **maggiore è l'effetto positivo sul ROE.**

Se ad esempio il rendimento operativo previsto per un investimento è pari al 7% contro un costo dell'indebitamento pari al 3%, ho convenienza a finanziarmi all'esterno per realizzare l'investimento alla luce *spread* positivo del 4%.

Oltre tutto più aumenteranno i debiti finanziari, più elevato sarà l'indice di indebitamento (debiti finanziari/capitale proprio) e quindi maggiore sarà l'**effetto moltiplicativo** sulla redditività dell'*equity*.

Un esempio aiuterà a capire il concetto.

Supponiamo di dover realizzare un investimento di 1.000.000 € per il quale ci si attende un ROI del 20%.

Il tasso di interesse applicato dalla banca disposta a finanziare l'investimento è pari al 6% e l'aliquota fiscale per semplicità viene fissata al 50%.

La prima ipotesi prevede l'acquisto con capitale proprio: l'effetto sul ROE sarà il seguente.

Posto che il risultato operativo sarà pari a 200.000 € (20% di 1.000.000 €), in assenza di oneri finanziari, in quanto l'investimento è finanziato ineramente con capitale di rischio, il risultato d'esercizio (al netto delle imposte) sarà pari a 100.000 €, **con un ROE (100.000€/1.000.000€) che si attesta pertanto al 10%**.

Se si decide, invece, di finanziare l'investimento per l'80% (800.000 €) con capitale di terzi e per il 20% (200.000 €) con capitale proprio, il risultato d'esercizio risentirà degli oneri finanziari (6%\*800.000 €) e dell'aliquota d'imposta, attestandosi a 76.000 €. Il **ROE risulterà pertanto pari al 38%** (76.000 €/200.000 €).

Se invece lasciamo invariati tutti i termini tramite il ROI atteso, che lo fissiamo al 10%, nel primo caso (finanziamento con capitale proprio) il ROE sarà pari al 5%, nel secondo al 13%.

Il tutto era prevedibile anche solo osservando la formula sopra espressa, ed evidenzia che in presenza di *spread* positivo (14% o 4%), aumentare il ricorso al debito consente di incrementare il ROE (dal 10% al 38% nella prima ipotesi, dal 5% al 13% nella seconda), e tanto maggiore è lo scarto tanto l'aumento del ROE è significativo.

Come tutte le leve a disposizione è bene non sfruttare al massimo lo *spread* potenziale e **mantenere un certo livello di sicurezza**: è sempre meglio evitare il ricorso esclusivo al debito.

L'incremento dell'esposizione verso terzi produrrà infatti un deterioramento del profilo di rischio dell'azienda, che si troverà ad avere una **struttura finanziaria meno solida**, un peggioramento del *rating*, che si tradurrà molto probabilmente in un incremento del costo

dell'indebitamento, e quindi del tasso di interesse applicato (i).

All'aumentare del costo del denaro lo *spread* si riduce e potrebbe arrivare a superare la redditività operativa degli investimenti, che si può comunque modificare nel tempo, portando la leva finanziaria a funzionare in termini esattamente **opposti**, con un effetto **boomerang** negativo sul ROE.

L'aumento dell'indebitamento produce oltretutto un rischio anche dal punto di vista economico, con un aumento degli oneri finanziari, e quindi un impatto sul risultato d'esercizio.

## ADEMPIMENTI

---

### ***La verifica del riconoscimento delle Op***

di Luigi Scappini

In un [\*\*precedente intervento\*\*](#) sono state individuate le **caratteristiche** e **regole** che devono avere le **Op** (Organizzazioni di produttori) per poter essere **riconosciute**.

Proseguiamo l'analisi analizzando le **procedure** di **richiesta** di **riconoscimento**, nonché le **modalità** di **controllo** del rispetto dei requisiti.

La **richiesta** di riconoscimento deve essere **presentata** alla/e **Regione/i** competenti e, nell'ipotesi di organizzazioni transnazionali, al **Mipaaf**.

L'ente competente attiva l'**istruttoria** che deve essere ultimata nel termine di **120 giorni**.

Per quanto concerne le **Op** riconosciute come tali in ragione di una **normativa precedente**, e il cui riconoscimento è stato successivamente adeguato al Regolamento, nel caso in cui soddisfino le condizioni attualmente richieste dal **D.M. 3 febbraio 2016**, **possono mantenere** la qualifica di Op ed essere conseguentemente iscritte nell'elenco.

A tal fine, **tuttavia**, nel **termine** di 90 giorni dalla pubblicazione in Gazzetta Ufficiale del citato decreto, e quindi entro il prossimo **15 giugno**, devono **trasmettere** alla Regione di competenza la **documentazione necessaria** per attestare il possesso dei nuovi requisiti e condizioni richieste.

Importante è evidenziare come, ai fini del riconoscimento, devono essere presi a riferimento i **parametri** specifici individuati dalle singole **Regioni**, in funzione anche del **settore** di riferimento.

Sul punto, si evidenzia come sia data **facoltà** alle singole Regioni di **incrementare i parametri** relativi al **numero** minimo di **associati** richiesti nonché al **volume d'affari** generato e "garantito". In tal caso è fatto obbligo alla Regione di darne formale comunicazione al Ministero.

Proprio in riferimento al parametro della **produzione**, l'articolo 4 del decreto stabilisce che esso:

1. in **fase di riconoscimento** della Op è ricavato dal bilancio e dagli altri documenti contabili della persona giuridica richiedente, o dalla documentazione dei soci in caso di persona giuridica di nuova costituzione, inerente l'ultimo esercizio sociale

antecedente l'anno in cui è effettuata la presentazione dell'istanza di riconoscimento, mentre

2. in **fase di controllo** e verifica, si ricava dal bilancio e dagli altri documenti contabili della Op riconosciuta inerente l'esercizio sociale antecedente l'anno in cui è effettuato il controllo.

Abbiamo visto come la Op deve garantire una **commercializzazione di prodotti** costituiti in **prevalenza** da cessioni o conferimenti eseguite dai soci. Ai fini del **rispetto** di tale **parametro, non rileva il prodotto**:

1. reimpiegato nelle attività dell'azienda del socio;
2. destinato al consumo proprio del socio;
3. acquistato da terzi sia da parte della Op medesima che dai soci che la compongono;
4. che l'organizzazione rivende ai propri soci a meno che esso abbia subito un processo di trattamento, trasformazione o confezionamento a opera della Op.

I **requisiti** richiesti per la qualifica di Op devono **sussistere** anche **successivamente** al **primo riconoscimento** e a tal fine, l'articolo 8 del decreto prevede il rispetto di Linee guida emanate dal Mipaaf.

Il **controllo**, in ipotesi di Op con soci aventi sede in **Regioni** diverse, sono **coordinati** dalla **Regione di riferimento** e svolti da ciascuna Regione interessata, per la parte di competenza.

È assegnato il compito alle Regioni di procedere, oltre alla **verifica formale** dei parametri, anche ad **effettuare** almeno **una volta a triennio**, una **visita ispettiva** presso la Op.

Nel caso di Op operante in più regioni, se il parametro del volume d'affari non viene rispettato per tre anni consecutivi nella Regione che ha operato il riconoscimento, si verifica il trasferimento della sede legale nella Regione in cui si è realizzato il maggior volume o produzione commercializzata.

È prevista la **decadenza** dalla qualifica di Op nei seguenti casi:

1. **perdita** di almeno uno dei **requisiti dimensionali** richiesti;
2. **mancato rispetto** delle norme **statutarie**;
3. **mancata trasmissione** dei **dati** e delle informazioni richiesti ai fini del controllo o legati ad adempimenti di natura legislativa.

Al verificarsi di una delle cause di decadenza, nel termine di **60 giorni** dal relativo accertamento, l'Amministrazione competente ne deve dare **formale comunicazione** alla Op, stabilendo altresì le eventuali misure correttive che devono, eventualmente, essere poste in essere a cura della Op.

Se i criteri non sono soddisfatti allo scadere del periodo di sospensione stabilito, si procede

alla **revoca del riconoscimento** con effetto dalla data in cui le condizioni del riconoscimento non erano più soddisfatte o, se non è possibile determinare tale data, dalla data in cui l'inosservanza è stata accertata.

## ENTI NON COMMERCIALI

### **La nuova legge delega sul terzo settore. Prima parte**

di Guido Martinelli

È stata **approvata** dal Parlamento, in via definitiva, **la legge delega di riforma del terzo settore**. Se appare indubbio che il giudizio complessivo sulla manovra potrà essere dato solo quando si potranno esaminare anche i decreti attuativi del provvedimento, qualche **considerazione** sul testo della legge già può essere svolta.

Sicuramente non si può fare a meno di partire da quella che appare essere la prima definizione in “positivo” di terzo settore: (articolo 1 comma 1) *“Per terzo settore si intende il complesso degli enti privati costituiti per il perseguitamento senza scopo di lucro, di finalità civiche, solidaristiche, e di utilità sociale e che in attuazione del principio di sussidiarietà e in coerenza con i rispettivi statuti o atti costitutivi promuovono e realizzano attività di interesse generale mediante forme di azione volontaria e gratuita o di mutualità o di produzione e scambio di beni o servizi”*. **Il primo dubbio è se, in tale definizione, siano ricomprese anche le prestazioni sportive**. La risposta affermativa, oltre che dalle affermazioni dei relatori del provvedimento, può ricavarsi dalla previsione indicata all'articolo 4, comma 1, lett. b), laddove si indica che debbano essere individuate le attività che costituiscono requisito per l'accesso alle agevolazioni e viene indicato che esse verranno ricercate *“sulla base dei settori di attività già previsti dal decreto legislativo 4 dicembre 1997 n. 460”*. La disciplina citata, che ricordiamo riguarda le **Onlus**, prevede anche lo sport dilettantistico, anche se, in questo caso, solo se rivolto alle categorie disagiate.

Quattro appaiono i **capisaldi** della riforma (articolo 1 comma 2):

- la revisione della disciplina sugli enti senza scopo di lucro di cui al primo libro del codice civile;
- la redazione di un testo unico del terzo settore che comprenda anche la disciplina tributaria applicabile a tali enti;
- la revisione della disciplina in materia di impresa sociale;
- la revisione della disciplina in materia di servizio civile nazionale.

La riscrittura della disciplina civilistica degli enti dovrà essere indirizzata a:

- semplificare il procedimento per il riconoscimento della **personalità giuridica**;
- definire le informazioni obbligatorie da inserire negli **statuti**;
- definire gli obblighi di **trasparenza** attraverso *“forme di pubblicità dei bilanci”*, anche con la pubblicazione sul sito internet istituzionale.

Alle associazioni e fondazioni che esercitano stabilmente attività di impresa si applicano le

norme sull'impresa del quinto libro del codice civile.

Non vi è dubbio che **la semplificazione dell'iter per il riconoscimento, per le associazioni, della personalità giuridica, appare finalità da perseguire con assoluto vigore**. I diversi atteggiamenti assunti dalle singole Regioni sulla materia e il diverso ammontare del patrimonio associativo richiesto producono una **disparità geografica** del tutto ingiustificata e un ricorso a forme più evolute (ma per gli enti anche più costose quali possono essere ritenute, per le sportive, le società di capitali o cooperative) al solo fine di ottenere la responsabilità limitata (basti confrontare l'irrilevanza del patrimonio necessario a costituire una cooperativa sportiva rispetto agli oltre ventimila euro mediamente richiesti per il riconoscimento in capo ad una associazione).

Lo stesso dicasì per i contenuti degli statuti. **La disciplina civilistica contiene indicazioni obbligatorie per gli statuti degli enti difformi da quanto richiesto, ad esempio, dall'articolo 148 del Tuir per gli enti associativi che intendano defiscalizzare i corrispettivi specifici versati dagli associati.** Creare clausole *standard* che possano valere, sia ai fini della iscrizione nei registri delle associazioni di promozione sociale, che nel registro Coni delle sportive e che, come tali, diano titolo alle agevolazioni fiscali, appare percorso virtuoso e del tutto praticabile.

**Deve essere visto in termini positivi anche il riferimento alla pubblicità dei bilanci.** Assodato che ne risulta obbligatoria la compilazione, la circostanza che, come già accade per le società di capitali e cooperative sportive, anche le associazioni lo debbano **trasmettere al registro imprese** di riferimento costituisce efficace strumento di trasparenza sul presupposto che solo la corretta redazione di questo documento ci consente di poter verificare il corretto rispetto dell'**assenza di scopo di lucro**.

Inoltre, sotto il profilo civilistico viene prevista la necessità di:

- disciplinare il regime di **responsabilità limitata** degli enti riconosciuti come persone giuridiche e la responsabilità degli amministratori, tenendo anche conto del rapporto tra il patrimonio netto e il complessivo indebitamento degli enti medesimi;
- disciplinare il diritto dei soci alla informazione, partecipazione e impugnazione degli atti deliberativi e il rispetto delle prerogative dell'assemblea, prevedendo limiti alla raccolta delle deleghe;
- prevedere la possibilità di **trasformazione tra associazione e fondazione**.

## CONTABILITÀ

### ***Risparmio energetico in azienda: rilevazioni contabili o no?***

di Viviana Grippo

L'articolo 2 del D.M. 19.2.2007 stabilisce che la **detrazione d'imposta del (55/)(65)%** spetta indifferentemente:

- alle persone fisiche,
- agli enti
- e ai soggetti di cui all'articolo 5 del TUIR, non titolari di reddito d'impresa,

qualora sostengano spese per l'esecuzione di interventi su edifici esistenti, su parti di edifici esistenti o su unità immobiliari esistenti, nonché

- ai soggetti titolari di reddito d'impresa che sostengono spese per interventi su edifici esistenti, parti di edifici esistenti o su unità immobiliari esistenti,

**a prescindere dalla categoria catastale**, dal titolo di possesso o detenzione.

È necessario, tuttavia, ai fini del diritto all'agevolazione, che gli interventi siano realizzati su edifici **dotati di impianto di riscaldamento**.

Hanno diritto all'agevolazione anche i **professionisti** i quali, in caso di utilizzo promiscuo del bene, potranno fruire della detrazione anche se le spese sono dedotte nella determinazione del reddito di lavoro autonomo professionale.

Diversamente, l'Agenzia ha chiarito che la detrazione non spetta per gli interventi su beni costituenti l'oggetto e non lo strumento dell'attività aziendale.

Gli interventi agevolabili e le relative spese massime agevolabili/sostenibili sono elencate nella tabella che segue:

INTERVENTO	DETRAZIONE 65%	SPESA MASSIMA
Riqualificazione energetica di edifici esistenti	€ 100.000,00	€ 153.846,15
Involucro edifici (pareti, finestre, compresi gli infissi, su edifici esistenti)	€ 60.000,00	€ 92.307,69
Installazione di pannelli solari	€ 60.000,00	€ 92.307,69
Sostituzione degli impianti di	€ 30.000,00	€ 46.153,85

climatizzazione invernale

Dal punto di vista contabile si sono succedute **due diverse interpretazioni**.

La prima sostiene che le aziende debbano iscrivere la spesa sostenuta in bilancio/contabilità rilevando il credito verso l'Erario come fosse un **credito di imposta**.

Aderendo a questa prima teoria, ipotizzando che l'azienda X sostenga costi per la riqualificazione energetica di un edificio avente i requisiti previsti per euro 200.000, occorrerà svolgere le seguenti considerazioni preliminari.

Innanzi tutto confrontare la spesa con il **limite**, cioè i 200.000 euro con il limite di euro 153.846,15; dal confronto emerge che l'agevolazione compete solo per l'importo massimo di euro 153.846,15. Stabilita la cifra massima occorrerà comprendere quale sia l'importo della spesa **agevolato**; nel nostro caso il credito sarà pari a euro 100.000, ovvero il 65% di euro 153.846,15.

A questo punto la scrittura contabile da eseguirsi sarà la seguente:

<b>Credito per risparmio energetico</b>	a	Ires	100.000,00
---	---	------	------------

Come si nota, nonostante il credito possa essere fruito solo in 10 rate e non in un'unica soluzione, secondo questa prima linea di pensiero, esso andrà iscritto per il **totale nell'anno di sostenimento delle spese**.

Nei singoli 10 anni successivi in cui si usufruirà della agevolazione il credito andrà **stornato** con abbattimento del debito verso l'Erario:

Erario c/Ires	a	Credito per risparmio energetico	10.000,00
---------------	---	----------------------------------	-----------

La seconda teoria, ad avviso dello scrivente assolutamente **da preferire**, sostiene che l'agevolazione non origini un credito di imposta ma solo una **detrazione d'imposta**, per cui il credito non dovrà essere rilevato in contabilità ma dovrà concorrere alla formazione del risultato fiscale attraverso apposita **variazione in dichiarazione**.

A sostegno di questa tesi anche un aspetto pratico, ovverosia l'**incertezza** dell'utilizzo della detrazione che potrà anche risultare impossibile per mancanza di imposte. Questa "incertezza", rappresenta proprio il dirimente per **distinguere** la detrazione dal credito di imposta: al credito è permesso il protrarsi nel tempo da una dichiarazione all'altra fino al possibile utilizzo; la **detrazione decade se non interamente fruìta dal contribuente**.

## FOCUS FINANZA

---

### ***La settimana finanziaria*** di Direzione Finanza e Prodotti - Banca Esperia S.p.A.



#### **1. Executive Summary**

Settimana di mercati particolarmente positivi, specie in Europa e negli Usa, complici i rialzi del petrolio che tocca la soglia dei \$50 a barile per la prima volta quest'anno. Se negli Stati Uniti gli operatori hanno iniziato a digerire la concreta eventualità di una stretta monetaria già quest'estate, prendendo poi atto dei dati macro che sembrano confermare la crescita del paese, l'Europa si dibatte tra l'avvicinarsi del referendum sulla cosiddetta Brexit e l'esito delle presidenziali austriache, che scongiura l'avvento dell'estrema destra alla guida del paese. A incoraggiare i mercati arriva poi lo sbloccarsi dell'impasse tra Germania e IMF legato al debito greco: mercoledì, infatti, i ministri finanziari dell'Eurogruppo hanno liberato una tranche da €10.3 mld di nuovi fondi per Atene, raggiunta un'intesa – se pur condizionata – su un alleggerimento del debito ellenico nel 2018 e discusso sull'accettazione dei titoli di stato greci come collaterale. Trend positivo anche per i mercati asiatici, se pur più contrastati: in Giappone il focus è ancora sulle oscillazioni della divisa – dopo lo scontro con gli Usa su possibili interventi di Tokyo per calmierare la forza dello yen, avvenuto durante il G7 dello scorso weekend.

#### **Europa**

Stoxx Europe 600 +3.30%, Euro Stoxx 50 +3.86%, Ftse MIB +1.92%

#### **Stati Uniti**

S&P 500 +2.45%, Dow Jones Industrial +2.25%, Nasdaq Composite +4.02%

## Asia

Nikkei +0.59%, Hang Seng +3.65%, Shanghai Composite -0.16%, ASX +1.02%

## 2. Indicazioni macroeconomiche

## Europa

Settimana dell'Eurozona concentrata sui numeri preliminari delle indagini Markit Pmi: leggermente al di sotto delle stime le letture preliminari di maggio, rispettivamente a 51.5, 53.1 e 52.9 punti per gli indici Manifatturiero, Servizi e Composto. Sulla fiducia, scendono le aspettative sulla crescita economica misurate dal sondaggio Zew, che si ferma a maggio a 16.8 punti dai precedenti 21.5, mentre scende – meno delle stime di -9.0 – la fiducia al consumo, a -7.0 punti.

Sondaggio aspettative Zew in netto calo anche in Germania, a 6.4 punti a fronte dei 12.0 stimati, mentre la lettura finale del Pil del Q1 rimane del +0.7% su trimestre.

## Stati Uniti

Oltre alla seconda lettura Pil del Q1 appena sotto i dati preliminari, le altre pubblicazioni della settimana riguardano il mercato immobiliare: rialzi più consistenti del previsto per richieste di mutui e prezzi delle case, e un incremento del 5.1% mensile delle vendite in corso di abitazioni. Bene poi per aprile gli ordini di beni durevoli, che salgono del 3.4%, ben oltre le attese di +0.5%. Con riguardo al mercato del lavoro, le nuove richieste di disoccupazione settimanali tornano sotto le 270k, sui minimi ciclici del dato. Tuttavia, a destare timori, è la lettura degli ordini di beni capitali non legati al settore della difesa, aeronautica a parte: il dato, osservato con attenzione per quanto riguarda la pianificazione del business spending, cala dello 0.8% mensile dopo il precedente -0.1%, rivelandosi così in declino per il terzo mese consecutivo e suggerendo una persistente debolezza nel manifatturiero. Al momento di scrivere siamo ancora in attesa del discorso del Presidente Fed Janet Yellen.

## Asia

Indicazioni poco rilevanti in arrivo dalla Cina. Nuovi segnali di debolezza giungono invece dall'economia giapponese: ad aprile le esportazioni hanno mostrato la peggiore flessione da tre mesi, a -10.1% su base annua dai -6.8% a marzo, con importazioni in calo del 23.5% dal -14,9% di marzo. Ne consegue un surplus commerciale a 823.5 mld di yen, il terzo avanzo mensile consecutivo. L'attività manifatturiera si è inoltre contratta al ritmo più intenso da oltre tre anni a maggio, per effetto del crollo dei nuovi ordini, secondo i numeri preliminari del Pmi manifatturiero di Markit: l'indice è sceso a 47.6 punti dai 48.2 di aprile, approfondendo il calo sotto la soglia critica dei 50 punti. Di conseguenza, l'indice Tankan, barometro della fiducia delle imprese manifatturiere, è sceso a maggio a +2 da +10 di aprile, segnando il minimo da 3 anni.

### 3. Newsflow societario

#### Europa

Settimana incentrata ancora una volta sul settore **bancario**, specie in Italia: osservato speciale **Unicredito**, dopo le indiscrezioni che si succedevano ormai da settimane sul cambio ai vertici. Al Cda straordinario di martedì arrivano le dimissioni del Ceo Federico Ghizzoni, lasciando spazio a molti rumors sul suo successore. Non c'è per il momento nessun nome ufficiale e potrebbe volerci almeno un mese, secondo molti, ma Francesco Gaetano Caltagirone ha detto che per la guida della banca serve un grande banchiere retail, secondo quanto riporta Il Sole 24-Ore. L'Istituto ha intanto lanciato una nuova emissione obbligazionaria Tier2 da € 750 mln, che ha raccolto ordini per € 1.7 mld, sfruttando il momento positivo in Borsa vissuto in questi giorni dalla banca. Secondo alcune fonti, l'accordo stretto tra UniCredit e **Santander** per l'integrazione delle attività di asset management, a partire da Pioneer, resta congelato in attesa del nuovo Ceo. Il newsflow si sposta poi su **Veneto Banca**, che forse non riuscirà a raggiungere l'obiettivo di utile fissato per il 2018, secondo quanto evidenziano gli studi di due delle banche sottoscrittrici dell'emissione azionaria da € 1 mld, all'avvio del premarketing per la quotazione. In Europa di rilevo la notizia secondo cui la sesta maggiore banca spagnola, **Banco Popular**, ha annunciato giovedì un aumento di capitale di circa € 2.5 mld allo scopo ufficiale di rafforzare il patrimonio, migliorare la profitabilità e sostenere la politica dei dividendi.

Nelle **telecomunicazioni**, sembra ormai sempre più certo che Cdp intenda scegliere **Enel** come acquirente di **Metroweb** e respingere la proposta di **Telecom Italia**; secondo una fonte, il Cda di Cassa Depositi e Prestiti avrebbe già dato mandata a Presidente e AD di avviare le trattative in esclusiva. E' probabile che Telecom cercherà di difendersi appellandosi al regolatore per ottenere libertà d'offerta nelle zone in cui il concorrente è già operativo, scrive il Sole, che sottolinea il rischio di deprezzamento della rete e prevede uno stop alla cessione di **Inwit** e alla quotazione di **Sparkle**.

Nel **settore edilizio**, al centro dell'attenzione **Salini Impregilo**, che nel nuovo piano industriale 2016-2019 prevede che il gruppo possa raggiungere fra tre anni €9mld di ricavi, di cui circa il 30% negli Stati Uniti, un margine Ebitda oltre il 10% e un portafoglio ordini di €39 mld. La società, dopo essersi aggiudicata nuove commesse per oltre €4mld nei primi quattro mesi dell'anno, prevede di realizzare nel 2016 oltre €6.1mld di ricavi, con un margine Ebitda superiore al 9% e un indebitamento netto in linea con quello di fine 2015, escluso il finanziamento per l'acquisizione di Lane. Siglerà inoltre, in joint venture con la turca Limak Construction, un contratto da un \$1mld per il progetto di costruzione di una strada e altre infrastrutture in Kuwait.

Nella **chimica**, dopo alcune indiscrezioni, fallisce per il momento il deal tra **Bayer** e **Monsanto**. Il management di Monsanto ha rigettato l'offerta di \$62mld di Bayer ritenendola non adeguata, ma, secondo alcune fonti, vorrebbe incoraggiare la società tedesca a proseguire le discussioni; appare comunque difficile ipotizzare rialzi da parte del gruppo tedesco, che ha già ricevuto critiche da parte dei propri azionisti.

Nel settore **alimentare**, infine, arriva il via libera delle autorità antitrust europee alla fusione tra **AbInbev** e **SabMiller**: l'operazione si farà, ma le condizioni imposte dalla Commissione europea sono dure e impongono Ab Inbev di vendere praticamente tutte le attività di SabMiller in Europa. Dopo la cessione di Peroni e Grolsch ai giapponesi di Asahi, i marchi principali da dismettere restano la polacca Tyskie, la romena Ursus e, soprattutto, la ceca Pilsner Urquell, uno dei fiori all'occhiello di SabMiller nonché la prima lager della storia.

## Stati Uniti

Focus sul **farmaceutico**: **Sanofi** ha proposto la nomina di otto nuovi membri del board di **Medivation**, nel tentativo di rimpiazzare l'intero consiglio d'amministrazione della società e ottenere un approccio amichevole all'offerta d'acquisizione. Il nuovo CEO di **Valeant** ha invece dichiarato di voler ridurre il debito della società per almeno il 5% entro la fine del 2016, nel tentativo di bloccare eventuali azioni da parte dei creditori del gruppo.

Nel settore **alimentare**, la trimestrale di **Campbell Soup**, pur con utili superiori alle attese, ha registrato ricavi in calo del 2% annuo e inferiori alle attese degli analisti, a causa di una stagione debole per le zuppe e della fornitura di alcune materie prime che ha risentito di condizioni climatiche negative.

Tra i **retailer**, risultati di **Best Buy** hanno superato le attese, ma le azioni della società hanno registrato forti ribassi a causa del taglio della guidance per il secondo trimestre fiscale che risentirà di problemi di fornitura dal Giappone, legati al terremoto, e investimenti in servizi lanciati lo scorso settembre. Sul fronte discount, sia **Dollar Tree** che **Dollar General** riportano risultati trimestrali superiori alle attese degli analisti grazie a maggiori ricavi, contenimento dei costi sul personale e una tassazione favorevole. Per entrambi i gruppi, il fatturato è

cresciuto grazie a un maggior numero di presenze nei negozi e una spesa media in crescita. Delude invece le attese **Abercrombie & Fitch**, con il tredicesimo trimestre di fatturato in calo, impattato da un minor "traffico" nei propri negozi: prosegue quindi il momento difficile dei retailer nell'abbigliamento, situazione che ha portato al fallimento di **Aeropostale** e **American Apparel**.

Nel **lusso**, **Tiffany** ha riportato il più forte calo annuo nel fatturato trimestrale dalla crisi finanziaria del 2008, impattata dagli scarsi acquisti di turisti sul territorio americano, a causa del dollaro forte, e dal calo della domanda in Asia.

Nel mondo **finanziario**, la società d'investimento **Ares Capital** annuncia l'acquisizione della rivale **American Capital** in un deal per cassa da \$3.4mld, nel tentativo di acquisire massa critica nei finanziamenti alla media impresa statunitense. Il miliardario cinese Chen Tianqiao, tramite la controllata **Shanda Group**, ha rilevato invece una partecipazione dell'11.7% nella società di prestiti peer to peer **Lending Club**, dopo i problemi avuti su un pacchetto di prestiti erogati e la fuga di alcuni azionisti dalla compagine societaria. Tra le banche, **Wells Fargo** ha tagliato le stime di redditività sul 2016 a causa di interessi ancora vicini ai minimi e requisiti di capitalizzazione in aumento; la banca ha poi annunciato tagli nei prestiti al settore energia.

Nel comparto **tecnologico**, **Microsoft** annuncia tagli sugli investimenti per \$950mln e 1,850 licenziamenti nella propria divisione di telefonia mobile, la maggior parte dei quali in Finalndia, appena due anni dopo aver acquisito **Nokia** nel tentativo di contrastare **Samsung** e **Apple**. **AT&T** avrebbe presentato un'offerta per la divisione Internet di **Yahoo**, oggetto di valorizzazione ormai da alcuni mesi, con una mossa che la porterebbe a competere con **Verizon**.

#### 4. The week ahead

#### Europa

Attesa il prossimo giovedì per i tassi ufficiali Bce, stimati invariati rispetto a quelli attuali. Per l'Eurozona nel suo complesso, saranno disponibili il tasso di disoccupazione di aprile e l'inflazione di maggio, con il Cpi base e stimato su base annua; la fiducia finale dei consumatori per il mese in corso aiuterà a meglio comprendere il sentimento degli investitori.

#### Stati Uniti

Focus sui dati relativi al mercato del lavoro di maggio, con la variazione dei salari non agricoli

attesa a 168k e quella del settore privato a 180k, dopo i rispettivi 160k e 156k di aprile. A dare indicazioni sulla ripresa dei consumi, i redditi e le spese personali di aprile, con queste ultime attese in netto rialzo. Infine, disponibili le letture finali dei tre indici Markit Pmi per il mese corrente.

## Asia

Dalla Cina, in arrivo la lettura dell'Indice Principale e i tre indici Pmi per maggio rilasciati da Caixin. In Giappone, a parte la lettura degli indici Nikkei Pmi, tra i dati più rilevanti il tasso di disoccupazione e il rapporto tra impieghi e candidati di aprile, attesi invariati. Disponibili inoltre i dati relativi alla produzione industriale, commercio e vendite al dettaglio.

FINESTRA SUI MERCATI											27/5/16 12.38										
AZIONARIO			Performance %								AZIONARIO			Performance %							
DEVELOPED	Days	Last	1day	5days	1M	YTD	2014	2015	EMERGING	Days	Last	1day	5days	1M	YTD	2014	2015				
<i>Il presente articolo è basato su dati e informazioni ricevuti da fonti esterne ritenute accurate ed attendibili sulla base delle informazioni attualmente disponibili, ma delle quali non si può assicurare la completezza e correttezza. Esso non costituisce in alcun modo un'offerta di stipula di un contratto di investimento, una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di qualsiasi strumento finanziario né configura attività di consulenza o di ricerca in materia di investimenti. Le opinioni espresse sono attuali esclusivamente alla data indicata nel presente articolo e non hanno necessariamente carattere di indipendenza e obiettività. Conseguentemente, qualunque eventuale utilizzo – da parte di terzi – dei dati, delle informazioni e delle valutazioni contenute nel presente articolo avviene sulla base di una decisione autonomamente assunta e non può dare luogo ad alcuna responsabilità per l'autore.</i>																					
MSCI World Adm	1,321	1,321	+0.1%	+1.6%	+1.1%	+1.1%	+1.1%	+1.1%	MSCI EEM Asia	1,320	1,320	+0.1%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%				
Nasdaq 100	1,321	1,321	+0.2%	+3.8%	+1.4%	+2.2%	+17.3%	+1.4%	EMERGING	1,320	1,320	+0.1%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%				
S&P 500	1,321	1,321	+0.1%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	EMERGING	1,320	1,320	+0.1%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%				
Hang Seng	1,321	1,321	+0.1%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	EMERGING	1,320	1,320	+0.1%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%				
Hang Seng	1,321	1,321	+0.1%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	EMERGING	1,320	1,320	+0.1%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%				
Hang Seng	1,321	1,321	+0.1%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	EMERGING	1,320	1,320	+0.1%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%				
Hang Seng	1,321	1,321	+0.1%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	EMERGING	1,320	1,320	+0.1%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%				
Hang Seng	1,321	1,321	+0.1%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	EMERGING	1,320	1,320	+0.1%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%				
Hang Seng	1,321	1,321	+0.1%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	EMERGING	1,320	1,320	+0.1%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%				
Hang Seng	1,321	1,321	+0.1%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	EMERGING	1,320	1,320	+0.1%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%				
Hang Seng	1,321	1,321	+0.1%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	EMERGING	1,320	1,320	+0.1%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%				
Hang Seng	1,321	1,321	+0.1%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	EMERGING	1,320	1,320	+0.1%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%				
Hang Seng	1,321	1,321	+0.1%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	EMERGING	1,320	1,320	+0.1%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%				
Hang Seng	1,321	1,321	+0.1%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	EMERGING	1,320	1,320	+0.1%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%				
Hang Seng	1,321	1,321	+0.1%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	EMERGING	1,320	1,320	+0.1%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%				
Hang Seng	1,321	1,321	+0.1%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	EMERGING	1,320	1,320	+0.1%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%				
Hang Seng	1,321	1,321	+0.1%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	EMERGING	1,320	1,320	+0.1%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%				
Hang Seng	1,321	1,321	+0.1%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	EMERGING	1,320	1,320	+0.1%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%				
Hang Seng	1,321	1,321	+0.1%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	EMERGING	1,320	1,320	+0.1%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%				
Hang Seng	1,321	1,321	+0.1%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	EMERGING	1,320	1,320	+0.1%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%				
Hang Seng	1,321	1,321	+0.1%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	EMERGING	1,320	1,320	+0.1%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%				
Hang Seng	1,321	1,321	+0.1%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	EMERGING	1,320	1,320	+0.1%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%				
Hang Seng	1,321	1,321	+0.1%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	EMERGING	1,320	1,320	+0.1%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%				
Hang Seng	1,321	1,321	+0.1%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	EMERGING	1,320	1,320	+0.1%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%				
Hang Seng	1,321	1,321	+0.1%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	EMERGING	1,320	1,320	+0.1%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%				
Hang Seng	1,321	1,321	+0.1%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	EMERGING	1,320	1,320	+0.1%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%				
Hang Seng	1,321	1,321	+0.1%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	EMERGING	1,320	1,320	+0.1%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%				
Hang Seng	1,321	1,321	+0.1%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	EMERGING	1,320	1,320	+0.1%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%				
Hang Seng	1,321	1,321	+0.1%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	EMERGING	1,320	1,320	+0.1%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%				
Hang Seng	1,321	1,321	+0.1%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	EMERGING	1,320	1,320	+0.1%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%				
Hang Seng	1,321	1,321	+0.1%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	EMERGING	1,320	1,320	+0.1%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%				
Hang Seng	1,321	1,321	+0.1%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	EMERGING	1,320	1,320	+0.1%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%				
Hang Seng	1,321	1,321	+0.1%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	EMERGING	1,320	1,320	+0.1%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%				
Hang Seng	1,321	1,321	+0.1%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	EMERGING	1,320	1,320	+0.1%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%				
Hang Seng	1,321	1,321	+0.1%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	EMERGING	1,320	1,320	+0.1%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%				
Hang Seng	1,321	1,321	+0.1%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	EMERGING	1,320	1,320	+0.1%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%				
Hang Seng	1,321	1,321	+0.1%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	EMERGING	1,320	1,320	+0.1%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%				
Hang Seng	1,321	1,321	+0.1%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	EMERGING	1,320	1,320	+0.1%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%				
Hang Seng	1,321	1,321	+0.1%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	EMERGING	1,320	1,320	+0.1%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%				
Hang Seng	1,321	1,321	+0.1%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	EMERGING	1,320	1,320	+0.1%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%				
Hang Seng	1,321	1,321	+0.1%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	EMERGING	1,320	1,320	+0.1%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%				
Hang Seng	1,321	1,321	+0.1%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	EMERGING	1,320	1,320	+0.1%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%				
Hang Seng	1,321	1,321	+0.1%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	EMERGING	1,320	1,320	+0.1%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%				
Hang Seng	1,321	1,321	+0.1%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	EMERGING	1,320	1,320	+0.1%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%				
Hang Seng	1,321	1,321	+0.1%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	EMERGING	1,320	1,320	+0.1%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%				
Hang Seng	1,321	1,321	+0.1%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	EMERGING	1,320	1,320	+0.1%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%				
Hang Seng	1,321	1,321	+0.1%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	EMERGING	1,320	1,320	+0.1%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%				
Hang Seng	1,321	1,321	+0.1%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	EMERGING	1,320	1,320	+0.1%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%				
Hang Seng	1,321	1,321	+0.1%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	EMERGING	1,320	1,320	+0.1%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%				
Hang Seng	1,321	1,321	+0.1%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	EMERGING	1,320	1,320	+0.1%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%				
Hang Seng	1,321	1,321	+0.1%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	EMERGING	1,320	1,320	+0.1%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%				
Hang Seng	1,321	1,321	+0.1%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	EMERGING	1,320	1,320	+0.1%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%				
Hang Seng	1,321	1,321	+0.1%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	EMERGING	1,320	1,320	+0.1%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%				
Hang Seng	1,321	1,321	+0.1%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	EMERGING	1,320	1,320	+0.1%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%				
Hang Seng	1,321	1,321	+0.1%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	EMERGING	1,320	1,320	+0.1%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%				
Hang Seng	1,321	1,321	+0.1%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	EMERGING	1,320	1,320	+0.1%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%				
Hang Seng	1,321	1,321	+0.1%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	EMERGING	1,320	1,320	+0.1%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%				
Hang Seng	1,321	1,321	+0.1%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	EMERGING	1,320	1,320	+0.1%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%				
Hang Seng	1,321	1,321	+0.1%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	EMERGING	1,320	1,320	+0.1%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%				
Hang Seng	1,321	1,321	+0.1%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	+1.5%	EMERGING	1,320	1,320	+0.1%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%	+2.6%				
Hang																					