

Edizione di sabato 28 luglio 2018

OPERAZIONI STRAORDINARIE

Sul concetto di azienda nell'ambito della cessione

di **Fabio Landuzzi**

CRISI D'IMPRESA

Fallisce l'ex imprenditore agricolo

di **Luigi Scappini**

DICHIARAZIONI

Il quadro RX nel modello Redditi SC 2018

di **Federica Furlani**

ADEMPIMENTI

Assegni e clausola di non trasferibilità

di **Viviana Grippo**

IMPOSTE SUL REDDITO

I compensi degli amministratori

di **EVOLUTION**

FINANZA

La settimana finanziaria

di **Mediobanca S.p.A.**

OPERAZIONI STRAORDINARIE

Sul concetto di azienda nell'ambito della cessione

di **Fabio Landuzzi**

È **spesso controverso**, nell'ambito delle operazioni di cessione e di conferimento di beni, distinguere in modo chiaro le fattispecie nelle quali si configura un **trasferimento di un'azienda** (o di un ramo d'azienda) da quelle in cui il trasferimento ha invece per oggetto un **complesso di beni atomisticamente considerati** in quanto **non funzionali** nel loro insieme a rappresentare lo strumento destinato all'esercizio di una **attività economica di impresa** (l'azienda).

Di recente, la **Commissione Tributaria Regionale della Lombardia**, [sentenza n. 1812/5/18 del 19.04.2018](#), nel confermare il giudizio di primo grado, ha affrontato il caso della **cessione della proprietà superficaria di un impianto fotovoltaico** realizzato sul lastrico di un fabbricato industriale, completo di **accessori ed impianti** idonei all'allacciamento alla rete elettrica, con **titolarità della convenzione** con il Gestore dei servizi energetici.

Le parti, in atti, avevano espressamente convenuto che si trattasse di **cessione di un immobile** non abitativo, ed avevano quindi **assoggettato la cessione ad Iva, imposta di registro in misura fissa, ed imposte ipo-catastali proporzionali**.

L'**Ufficio delle Entrate** aveva invece contestato la **configurazione di una cessione di azienda**, nel presupposto che non si trattasse solo del trasferimento di un singolo bene, bensì di un **complesso unitario** composto da **attrezzature, diritti e benefici** rivenienti dalla titolarità della convenzione con il Gestore dei servizi energetici; aveva di conseguenza accertato un maggior **valore venale dell'azienda** trasferita, inclusivo del **valore dell'avviamento**, ed infine assoggettato l'atto ad **imposta di registro proporzionale**.

Per la **nozione civilistica di azienda** occorre come noto riferirsi all'[articolo 2555 cod. civ.](#), ai sensi del quale è azienda *"il complesso dei beni organizzati dall'imprenditore per l'esercizio dell'impresa"*.

Nel definire l'azienda, la dottrina e la giurisprudenza hanno in particolare evidenziato la concorrenza quantomeno di **due elementi** fondamentali:

- un **elemento oggettivo**: il **complesso di beni**;
- un **elemento finalistico**: l'**organizzazione**.

Quest'ultimo, in particolare, si sostanzia nell'opera dall'imprenditore volta a realizzare, partendo da un insieme di beni e di risorse di diversa natura, uno **strumento idoneo**

all'esercizio di un'attività economica d'impresa.

L'organizzazione è perciò un **carattere distintivo** dell'azienda e va intesa come la **destinazione strumentale dei beni** al compimento di una attività economica, la quale si distingue dal **mero godimento** statico dei frutti prodotti dai beni, come pure dal solo **compimento di occasionali atti** di disposizione del patrimonio.

C'è allora **organizzazione** dove si realizza una **relazione sistematica tra i beni e le risorse** impiegate che rende beni e risorse non più valevoli e visibili nella loro individualità, bensì nel loro **complesso unitario**, insieme ad altri elementi, ad altre risorse e ad altri rapporti giuridici, tutti tesi a fungere da strumento per **conseguire il fine economico** dell'imprenditore.

Ed è proprio per via dell'**assenza, nel caso di specie, dell'elemento organizzativo**, che la **CTR Lombardia** ha confermato la sentenza di primo grado.

Ha infatti colto nell'oggetto del contratto, e nella volontà delle parti contraenti, il **trasferimento di un impianto** che, seppure sofisticato, non necessita per il suo funzionamento e per la produzione dei suoi frutti, di alcun **intervento organizzativo** che conferisca agli impianti stessi una dimensione unitaria che vada oltre quella tecnicamente implicita nel loro stesso funzionamento.

Non avendo ritenuto sussistente **l'elemento indispensabile dell'organizzazione**, la **CTR Lombardia** ha perciò ritenuto **corretta la qualificazione fornita in atti dalle parti** all'oggetto della cessione, escludendo che potesse configurarsi un'azienda.



Master di specializzazione

**LE PERIZIE DI STIMA E LA VALUTAZIONE D'AZIENDA
NELLE OPERAZIONI STRAORDINARIE**

Scopri le sedi in programmazione >

CRISI D'IMPRESA

Fallisce l'ex imprenditore agricolo

di **Luigi Scappini**

Come noto, una delle caratteristiche dell'**imprenditore agricolo** consiste nella sua **non fallibilità**, che si determina per via indiretta in quanto **non rientra** tra i **soggetti** che attualmente, ai sensi dell'**articolo 1 L.F.**, il Legislatore ritiene fallibili.

A essi si rende, conseguentemente, **applicabile** l'istituto del **sovraindebitamento** come disciplinato dalla **L. 3/2102**.

La **non fallibilità** dell'imprenditore agricolo ha una propria **efficacia** sintantoché vi sia la **copertura** dell'[articolo 2135 cod. civ.](#), a **prescindere dalla dimensione** che il soggetto può assumere.

Ormai innumerevoli le sentenze sia di merito, sia di legittimità che depongono in questo senso: da ultimo [ordinanze numero n. 17343/2017](#) e [n. 9788/2016](#) e [sentenza n. 24995/2010](#), con le quali i Supremi giudici evidenziano come sia sempre **necessario indagare** se sussistano o meno le caratteristiche di **agrarietà** delle attività svolte.

Infatti, se per le **attività agricole** cosiddette *ex se* questa problematica, tendenzialmente, non si pone mai così non è quando il nostro "**imprenditore agricolo**" svolge anche le cosiddette **attività connesse**, attività che nascono come commerciali e che al rispetto di determinati requisiti perdono tale caratteristica originaria per essere assimilate alle agricole.

Ma, affinché ciò accada, come anticipato, si devono manifestare **3 requisiti** fondamentali.

In primis, le attività devono essere **svolte** da chi è **imprenditore agricolo** e quindi da un soggetto che di per sé esercita un'attività agricola, ovvero, alternativamente, la **coltivazione del fondo**, la **selvicoltura** o l'**allevamento di animali**.

Inoltre, tali attività devono essere **coerenti** e **compatibili**, da un punto di vista di **comparto economico**, con l'attività agricola principale esercitata. In altri termini, tale potrà essere sicuramente la produzione di marmellate di albicocche se l'imprenditore svolge, quale attività principale, la coltivazione di alberi da frutta. Al contrario, lo stesso non può dirsi nel caso in cui l'attività principale sia quella di allevatore di animali.

Ultimo requisito imprescindibile affinché l'attività sia considerata connessa è che sia rispettato il parametro della **prevalenza**, elemento innovativo introdotto a seguito della riforma del 2001.

L'attività dovrà sempre utilizzare prevalentemente prodotti ottenuti dalla propria **attività principale**.

Ma **quali sono le attività connesse?** Ai sensi dell'[articolo 2135, comma 3, cod. civ.](#), sono tali le attività *“dirette alla manipolazione, conservazione, trasformazione, commercializzazione e valorizzazione che abbiano ad oggetto prodotti ottenuti **prevalentemente** dalla coltivazione del fondo o del bosco o dall'allevamento di animali”* a cui si aggiungono *“le attività dirette alla fornitura di beni o servizi mediante l'utilizzazione **prevalente** di attrezzature o risorse dell'azienda normalmente impiegate nell'attività agricola esercitata, ivi comprese le **attività di valorizzazione del territorio** e del patrimonio rurale e forestale, ovvero di ricezione ed ospitalità come definite dalla legge”*.

Al rispetto di questi requisiti, l'**imprenditore**, essendo tale da un punto di vista civilistico, **non può essere assoggettato** alla disciplina del **fallimento**, a **prescindere** dalla **dimensione** che assume in termini di **volume di affari**, nonché dalla **tipologia di reddito** che **produce**.

Tale ultima precisazione deriva dalla circostanza che fiscalmente è possibile che il nostro **imprenditore dichiari** un **reddito di impresa** in quanto non rispetta i parametri richiesti esplicitamente dal Legislatore fiscale. Questo è il caso, ad **esempio**, dell'imprenditore agricolo che svolge l'**attività di allevamento** superando i limiti dettati dall'[articolo 32, comma 2, lett. b\), Tuir](#): da un punto di vista fiscale dichiarerà fino a copertura un **reddito agrario** e per l'eccedenza, a seconda della forma giuridica con cui esercita l'attività, un reddito ai sensi dell'[articolo 56, comma 5, Tuir](#) o ai sensi dell'[articolo 55 Tuir](#), ma pur sempre un **reddito di impresa**. Tuttavia, per quanto qui di nostro interesse, egli è e rimane un **imprenditore agricolo** in quanto l'[articolo 2135 cod. civ.](#) non pone limiti in termini di rapporto capi allevati/terreno posseduto e/o condotto.

Ma ritornando alle attività connesse, l'**assenza di un'attività agricola ex se** comporta la **mancanza** di attivazione della ***fictio iuris*** per l'attività **“connessa”** eventualmente svolta, la quale mantiene quindi la sua natura originaria di **attività commerciale**, con la conseguenza della fallibilità del soggetto che la esercita.

Tale è il caso oggetto della recente **sentenza n. 25 della Corte di appello di Trento**, sezione staccata di **Bolzano**, con cui è stato dichiarato **fallito** un imprenditore che aveva cessato di esercitare l'attività ortoflorovivaistica, limitandosi all'acquisto e importazione di partite di prodotti agricoli ai fini della successiva **rivendita**.

Per approfondire questioni attinenti all'articolo vi raccomandiamo il seguente master di specializzazione:

Master di specializzazione

LE PROCEDURE CONCORDSUALI NELLA CRISI D'IMPRESA

[Scopri le sedi in programmazione >](#)

DICHIARAZIONI

Il quadro RX nel modello Redditi SC 2018

di **Federica Furlani**

La **sezione II** del **quadro RX** è deputata ad accogliere **le eccedenze ed i crediti relativi al periodo d'imposta precedente che non possono confluire nel quadro corrispondente a quello di provenienza**, al fine di consentirne l'utilizzo con l'indicazione degli stessi nella presente dichiarazione.

Ad esempio, nella presente sezione devono essere indicati i crediti e le eccedenze nei **seguenti casi**:

- quando il contribuente non è più tenuto alla presentazione di uno o più quadri che compongono il modello Redditi, che aveva o avevano chiuso a credito, e quindi **non trova collocazione il riporto dell'eccedenza e del relativo utilizzo**;
- quando la dichiarazione precedente è soggetta a **rettifica a favore** del contribuente per **versamenti eccedenti**, ma il quadro non prevede il riporto del credito, come avviene prevalentemente per le imposte sostitutive (ad esempio, per le imposte sostitutive di cui al quadro RQ in cui non è contemplata la formazione di eccedenze);
- quando vi è la presenza di **eccedenze di versamento rilevate** dal contribuente **dopo la presentazione del modello Redditi 2017** o comunicate dall'Agenzia delle Entrate a seguito di **controllo automatizzato** della dichiarazione, sempre a condizione che il relativo credito non possa essere riportato nel quadro di riferimento.

La **sezione II** deve essere compilata anche nel caso in cui gli importi a credito e le eccedenze di versamento relativi al precedente periodo d'imposta, richiesti in compensazione, **siano stati integralmente compensati alla data di presentazione della dichiarazione Redditi 2018**, ed anche nel caso di indicazione nel **quadro DI** di crediti relativi a imposte per le quali non è prevista l'esposizione nella **sezione I** del **quadro RX**.

SEZIONE II Crediti ed eccedenze risultanti dalle precedenti dichiarazioni	Codice tributo	Eccedenza o credito precedente	Importo compensato nel Mod. F24	Importo di cui si chiede il rimborso	Importo residuo da compensare	Importo trasferito al consolidato
RX40	1	2	3	4	5	6
		,00	,00	,00	,00	,00
RX41		,00	,00	,00	,00	,00
RX42		,00	,00	,00	,00	,00

La sezione si compone di **tre righe, da RX40 a RX42**, che vanno compilati come segue:

- nella **colonna 1** va indicato il codice tributo dell'importo o dell'eccedenza a credito che

- si intende riportare dall'anno precedente;
- nella **colonna 2** vanno indicati alternativamente:
 - l'ammontare del credito, di cui alla colonna 5 del corrispondente rigo del quadro RX – Sezione I del modello Redditi 2017;
 - le **eccedenze di versamento** rilevate dal contribuente successivamente alla presentazione della dichiarazione Redditi 2017;
 - le **eccedenze di versamento riconosciute dall'Agenzia delle Entrate** a seguito di liquidazione della dichiarazione, che non possono essere riportate nel quadro di riferimento.

Nel caso in cui sia stato compilato il **quadro DI**, l'importo da indicare a **colonna 2** deve essere aumentato del reddito indicato in **colonna 5** del **quadro DI**, per ciascuna imposta corrispondente.

- nella **colonna 3** va indicato l'ammontare del credito o eccedenza indicata nella **colonna 2** che è stato complessivamente **utilizzato in compensazione** con il modello F24 entro la data di presentazione della presente dichiarazione.

La **differenza** risultante fra l'importo indicato nella colonna 2 e l'importo indicato nella colonna 3 deve essere **ripartito tra le colonne 4 e/o 5**.

- nella **colonna 4** va indicato l'ammontare del credito residuo di cui si intende **chiedere il rimborso**;
- nella **colonna 5** va indicato l'ammontare del credito da **utilizzare in compensazione** con il modello F24 fino alla data di presentazione della successiva dichiarazione. Nel **modello F24** dovrà essere indicato il codice tributo specifico e l'**anno di riferimento 2017 anche se si tratta di credito proveniente da periodi precedenti**.

Il credito indicato a colonna 5, per la parte eventualmente derivante dalla colonna 5, al netto dell'importo di colonna 4, del **quadro DI**, può essere utilizzato in compensazione per eseguire il versamento di debiti maturati a partire dal periodo d'imposta successivo a quello in cui è stata presentata la **dichiarazione integrativa**, come disposto dall' [articolo 2, comma 8-bis, D.P.R. 322/1998](#).

- nella **colonna 6** va indicato, da parte dei soggetti ammessi alla **tassazione di gruppo**, il credito ceduto ai fini della compensazione dell'Ires dovuta dalla **consolidante** e indicato nel quadro GN. Detti soggetti devono pertanto ripartire la differenza tra gli importi di colonna 2 e 3 tra le colonne 4, 5 e 6. Il limite massimo dei **crediti di imposta compensabili** ai sensi dell'[articolo 17 D.Lgs. 241/1997](#) (€ 700.000) deve ricomprendere anche l'ammontare del credito ceduto al gruppo consolidato.

Ipotizzando che la società Alfa Srl abbia versato nel corso del 2017 un'**imposta sostitutiva** (ad esempio codice tributo 1823) da **quadro RQ** (che non prevede la relativa indicazione dell'eccedenza) in eccesso rispetto al dovuto per 15.000 euro – importo che ha in parte

compensato sempre nel 2017 per 5.000 euro -, la rappresentazione in dichiarazione dovrà avvenire come riportato:

SEZIONE II Crediti ed eccedenze risultanti dalle precedenti dichiarazioni	Codice tributo	Eccedenza o credito precedente	Importo compensato nel Mod. F24	Importo di cui si chiede il rimborso	Importo residuo da compensare	Importo trasferito al consolidato
	1	2	3	4	5	6
	RX40		,00	,00	,00	,00
	RX41		,00	,00	,00	,00
	RX42		,00	,00	,00	,00

Con l'indicazione del **credito residuo** nel **quadro RX Sezione II** la validità del credito viene equiparata a quella dei **crediti** che si sono formati nel **2017**.

Seminario di specializzazione

LA FISCALITÀ DEGLI IMMOBILI

Scopri le sedi in programmazione >

ADEMPIMENTI

Assegni e clausola di non trasferibilità

di **Viviana Grippo**

Siamo ormai da tempo abituati all'emissione di soli **assegni** dotati della **clausola di non trasferibilità** e può sembrare strano che il **Mef** abbia pubblicato, nel corso del 2018, una **guida per l'uso degli assegni privi di detta clausola**, eppure così è. Trattasi della comunicazione datata **12 marzo 2018** che di seguito ripercorreremo.

Innanzitutto lo stesso Ministero specifica **cosa deve intendersi per assegno trasferibile**. Trattasi di un titolo che, nella sostanza, è assimilabile ad un **titolo al portatore** ossia pagabile a vista a colui che lo esibisce per l'incasso. Ciò lo rende sostanzialmente equiparabile al **contante** e quindi sottoposto a limitazioni con finalità di prevenzione e contrasto del riciclaggio e dell'evasione fiscale.

Il Mef prosegue ammettendo che le banche, già dal **2008**, non stampano più carnet di assegni senza la clausola di non trasferibilità ma che tuttavia possono essere sopravvissuti nelle mani dei correntisti **assegni "non regolari"** che possono essere ancora utilizzati.

In tal caso, specifica il Mef, sarà necessario ad opera di chi usa l'assegno **iscrivere di proprio pugno la clausola**; tuttavia, se l'importo della dazione è **inferiore a 1.000 euro** l'assegno può circolare anche senza clausola, purché venga comunque indicato il nominativo del beneficiario.

Il Mef ammette anche che il **sistema sanzionatorio** previgente non è stato in grado di dissuadere dall'uso dell'assegno trasferibile. Di conseguenza, dal **4 luglio 2017** è in vigore un sistema sanzionatorio più pesante che prevede **multe da 3.000 a 50.000 euro** per il trasferimento di assegni privi della clausola di non trasferibilità e dell'indicazione del beneficiario, salva l'applicabilità dell'istituto dell'**oblazione** per importi **non eccedenti i 250.000 euro**.

La nuova disciplina prevede inoltre la possibilità, per l'interessato, di chiedere la **riduzione di un terzo**: la sanzione minima concretamente applicabile, dunque, è pari ad **€ 2.000**.

Nonostante queste nuove previsioni, è stato tuttavia verificato che, in alcuni casi, le sanzioni (che comunque devono ritenersi elevate) possono colpire cittadini che in **buona fede** hanno utilizzato assegni senza **clausola di non trasferibilità**. Per questo il Ministero dell'Economia e delle Finanze, in linea con le osservazioni contenute in un parere parlamentare, sta valutando la possibilità di **modificare il regime sanzionatorio** recuperando la **proporzionalità** tra l'importo trasferito e la sanzione.

In ogni caso, conclude il Mef, posto che a seguito di apposita richiesta formulata per iscritto, la banca o le Poste Italiane possono rilasciare moduli di assegni in “forma libera”, ossia privi della suddetta clausola di non trasferibilità, sarà possibile:

- utilizzare tali moduli di assegni **esclusivamente per importi inferiori a 1000 euro, apponendovi il nominativo del beneficiario**,
- utilizzare i moduli di assegni per importi pari o superiori a 1.000 euro unicamente **previa apposizione, da parte del traente, all'atto di emissione dell'assegno, della dicitura “non trasferibile” e del nominativo del beneficiario**.

Seminario di specializzazione

L'ANTIRICICLAGGIO NEGLI ADEMPIMENTI DELLO STUDIO PROFESSIONALE: DALLA TEORIA ALLA PRATICA

Scopri le sedi in programmazione >

IMPOSTE SUL REDDITO

I compensi degli amministratori

di **EVOLUTION**

Con riferimento alle considerazioni dal punto di vista civilistico è necessario distinguere come la questione viene inquadrata in maniera differente a seconda che ci si riferisca a **società di persone**, piuttosto che alle **società di capitali**.

Per quanto concerne le **società di persone**, non troviamo nella disciplina civilistica **disposizioni che regolano in modo specifico** il tema dei compensi agli amministratori.

Viene in considerazione da questo punto di vista il disposto dell'[articolo 2260 cod. civ.](#) che, nel regolamentare i **diritti e gli obblighi degli amministratori** delle società di persone, fa riferimento alle **norme sul mandato**. Tuttavia, se nel **mandato** è insita una **presunzione di onerosità**, questo **non vale** nel caso delle **società di persone**, se **tutti i soci**, come generalmente avviene, sono anche **amministratori**, ovvero, laddove questa condizione non si verifichi, sia comunque prevista una **maggiore partecipazione agli utili** proprio per remunerare anche l'attività di amministrazione svolta.

In merito alle **società di capitali** è, tuttavia, necessaria un'ulteriore distinzione tra quello che viene previsto per le **società per azioni** e le **società a responsabilità limitata**.

Per le S.p.A. i compensi degli amministratori, secondo quanto disposto dall'[articolo 2389 cod. civ.](#), sono stabiliti all'**atto della nomina** o dall'**assemblea**. Essi possono essere **costituiti in tutto o in parte** da **partecipazioni agli utili** o dall'attribuzione del **diritto di sottoscrivere a prezzo predeterminato azioni di futura emissione**. Per la remunerazione degli **amministratori investiti di particolari cariche** è stabilita dal **consiglio di amministrazione**, sentito il parere del collegio sindacale.

Qualora lo statuto lo dovesse prevedere, l'assemblea può determinare un **importo complessivo** per la remunerazione di tutti gli amministratori, inclusi quelli investiti di particolari cariche.

Nell'ambito delle **società a responsabilità limitata** manca invece del tutto una **disciplina dei compensi** degli amministratori, **né vi è il richiamo** alle norme che regolamentano la problematica a livello di società per azioni.

L'unica norma in materia di S.r.l. che si occupa di amministrazione è l'articolo 2475 cod. civ., rubricato "**Amministrazione della società**", che non fa però riferimento al compenso degli amministratori, così come nemmeno l'[articolo 2479, comma 2, cod. civ.](#), che attribuisce alla competenza dei soci la nomina degli amministratori, tratta la questione. Questo aspetto

non deve far propendere per una **presunta gratuità dell'incarico**, come avviene per le società di persone, ma è piuttosto l'espressione di quel principio generale che prevede che **nelle S.r.l. i soci godano della più ampia autonomia** nella determinazione delle regole di funzionamento della società.

Nel caso in cui **tutti i soci della S.r.l.** fossero allo stesso modo **amministratori della società**, la **“remunerazione” dei soci-amministratori** potrebbe anche essere rappresentata unicamente dall'**utile**.

L'attribuzione di un compenso agli amministratori può avvenire nelle **S.r.l.** mediante **semplice decisione dei soci**, ai sensi dell'[articolo 2479 cod. civ.](#), ovvero mediante una **deliberazione dei soci assunta in assemblea**, sulla base della previsione dell'[articolo 2479-bis](#).

Da un punto di vista **contabile**, il compenso spettante agli amministratori deve essere **imputato dalla società a conto economico nell'esercizio di competenza, indipendentemente dall'effettiva corresponsione**.

Il componente negativo deve confluire nella **voce B.7 “Prestazioni di servizi”** del conto economico.

Dal lato fiscale, la **norma di riferimento** in materia di **deducibilità dal reddito d'impresa dei compensi agli amministratori** è rappresentata dal [comma 5, articolo 95 del Tuir](#).

In merito, la disposizione prevede che i compensi corrisposti agli amministratori delle società di capitali siano **deducibili nell'esercizio in cui sono corrisposti**, applicando, quindi, il **criterio di cassa**.



 **EVOLUTION Euroconference**

Ogni giorno ti diamo le risposte che cerchi,
calde come il tuo primo caffè.

Aggiornamenti, approfondimenti e operatività,
in un unico portale realizzato da professionisti per i professionisti.

richiedi la prova gratuita per 15 giorni >

FINANZA

La settimana finanziaria

di **Mediobanca S.p.A.**



MEDIOBANCA

IL PUNTO DELLA SETTIMANA: attese per la prossima riunione della BoJ

- **Aumenta il segmento a lungo termine delle principali struttura a termine governativa, sulla scia dei timori che la BoJ possa optare per un politica monetaria meno accomodante**
- **Riteniamo che data l'importanza della comunicazione verrà rimandata alle riunioni di settembre o ottobre**

Nell'ultima settimana si è registrato un aumento del segmento a lungo termine delle principali curve governative, con il decennale statunitense tornato ad avvicinarsi al 3,00%, sulla scia dell'aumento del rendimento del JGB a dieci anni, passato da 0.025 a 0.098. **Il movimento è stato innescato da timori che la Banca del Giappone (BoJ) possa optare per un politica monetaria meno accomodante, decidendo, nella sua riunione della prossima settimana, di modificare la politica di controllo della struttura a termine.** Il governatore della BoJ, Haruhiko Kuroda, ha prontamente smentito, insistendo che non sapeva "assolutamente nulla" a riguardo e altri membri esecutivi hanno replicato che non è intenzione della BoJ ridurre il grado di accomodamento della politica monetaria ma **sono al vaglio modifiche al programma di QE, al fine di supportare le banche e il funzionamento del mercato stesso.** Nonostante questi chiarimenti da parte della BoJ, **l'incertezza sui mercati resta elevata** sia per l'attitudine di Kuroda a sorprendere i mercati, sia per la scarsità di opzioni, capaci di facilitare il funzionamento del mercato, a disposizione della BoJ. Più di cinque anni fa, la BoJ ha intrapreso un programma di massiccio allentamento quantitativo e due anni dopo ha aggiunto la politica di controllo della struttura a termine, impegnandosi a mantenere il rendimento a 10 anni a "circa lo 0%". La politica di controllo della curva dei rendimenti aveva come obiettivo quello di ridurre l'ammontare di JGB accumulati dalla BoJ. Questa modifica ha in parte funzionato, tuttavia, ad oggi la BoJ possiede quasi ¥ 500 trilioni di JGB (oltre il 40% degli impieghi). Oltre alla sua politica di controllo della curva dei rendimenti, la BoJ sta anche acquistando ETF a un ritmo di ¥ 500 miliardi al mese. Chiaramente, il peso della BoJ nel mercato giapponese è

rilevante (Figura 1). La dimensione del bilancio della BoJ rende più vischioso il comportamento del mercato e più difficile la vita per banche e compagnie assicurative. Non sorprende, pertanto, che la BoJ stia considerando modi per diminuire la sua influenza sul mercato. **Le ipotesi, a nostro avviso, più probabili sono: l'introduzione di maggiore flessibilità nell'obiettivo dello 0% per i rendimenti del JGB a 10 anni, ad esempio potrebbe pensare di allargare la banda di oscillazione del rendimento del tasso a 10 anni da +-10 pb a +-20 pb e/o l'ampliamento della selezione di attivi acquistati.** In ogni modo qualunque modifica la BoJ deciderà di implementare, dovrà essere compatibile sia con il suo desiderio di raggiungere un obiettivo di inflazione del 2%, obiettivo ancora lontano (cfr. la sezione SETTIMANA TRASCORSA), sia con la necessità di non provocare una reazione estrema sul mercato interno e sul mercato obbligazionario globale, facendo aumentare il *term premium*. Se da un lato, una modifica della politica di controllo della segmento a lungo della struttura a termine da parte della BoJ potrebbe non essere troppo restrittiva per il mercato interno (imprese e famiglie hanno i loro prestiti indicizzati al segmento a breve termine della struttura a termine) ma ha un elevato potenziale di *spillover* verso le strutture a termine dei principali paesi sviluppati perché potrebbe far aumentare il *term premium* del segmento a lungo termine, mentre i rendimenti di front-end rimarranno relativamente ancorati alla politica monetaria interna nelle rispettive regioni.

Data l'importanza della decisione riteniamo che la comunicazione verrà rimandata in autunno (nelle riunioni di settembre e/o ottobre) quando la BoJ avrà realmente soppesato le varie alternative e solo quando sarà riuscita a spiegare chiaramente ai mercati che il cambiamento non è volto a rendere meno espansiva la politica monetaria nè debba essere interpretata come l'inizio dell'uscita da una politica estremamente accomodante.

Tab 1: Attese di politica monetaria



EVOLUTION Euroconference

Ogni giorno ti diamo le risposte che cerchi,
calde come il tuo primo caffè.

Aggiornamenti, approfondimenti e operatività,
in un unico portale realizzato da professionisti per i professionisti.

richiedi la prova gratuita per 15 giorni >