

FR

FocusRisparmio

ANNO 5 - NUMERO 5 - GIUGNO / LUGLIO 2017

~~€5,90~~

INVESTIMENTI

Quando il robot
entra in portafoglio

BAIL-IN

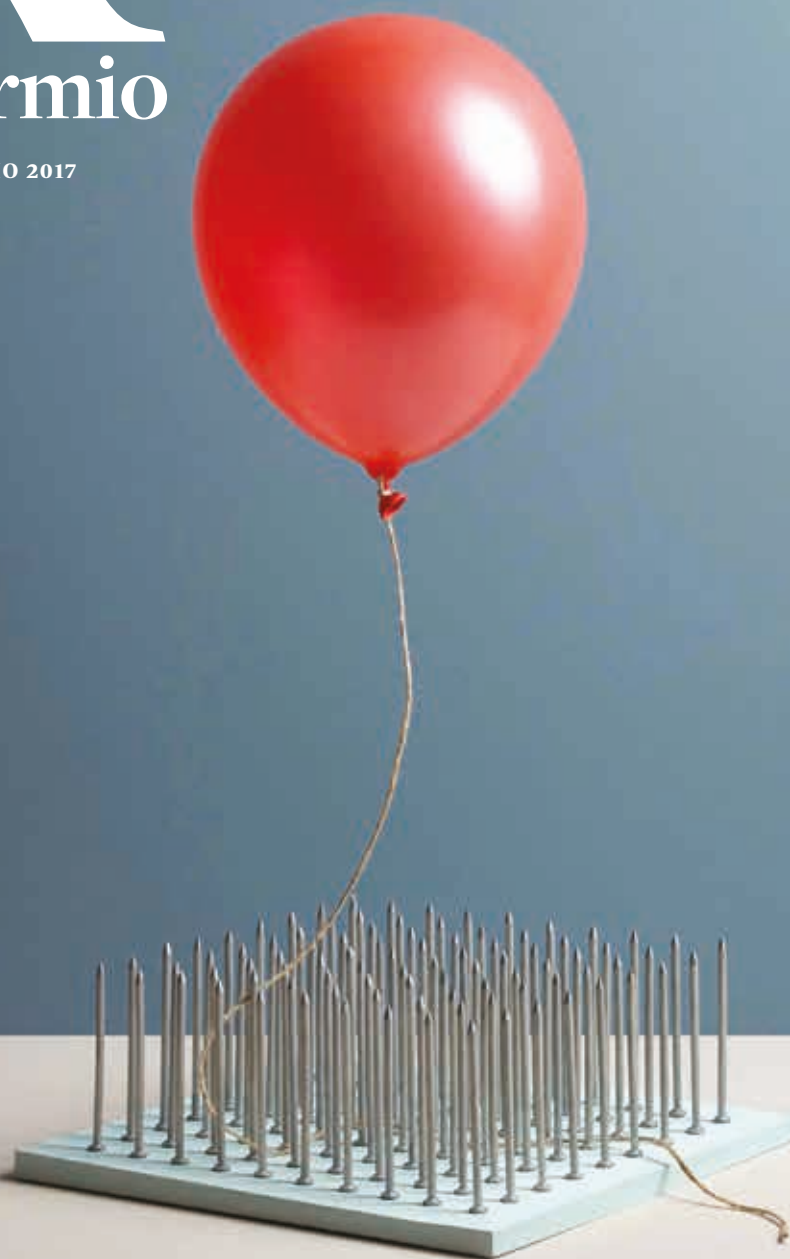
Salvi i fondi
pensione

ELEZIONI UK

La scommessa
persa
di Theresa May

L'INTERVISTA A SGARBI

"Italia al voto in
autunno"



PERICOLO SCAMPATO?

La vittoria di Macron ha scongiurato l'ascesa di movimenti populistici anti-europeisti e questo è un sollievo per i mercati. Ora c'è la concreta possibilità di rilanciare l'economia europea e avviare un periodo di crescita economica



Non serve la sfera di cristallo

Un approccio scientifico agli investimenti in un mondo imprevedibile

In un contesto di mercato caratterizzato da volatilità e incertezza, offriamo esperienza, capacità e un approccio scientifico agli investimenti nelle obbligazioni societarie globali.

I quattro fondi gestiti da Insight Investment, società del Gruppo BNY Mellon, presentano stili di gestione unici e specializzati nei mercati del credito globali.

BNY Mellon Global Credit Fund
BNY Mellon European Credit Fund
BNY Mellon Emerging Markets Corporate Debt Fund
BNY Mellon Global Short-Dated High Yield Bond Fund

www.bnymellonim.com/it
info.italy@bnymellon.com



► A BNY MELLON COMPANY™



BNY MELLON

Il valore degli investimenti può diminuire. Alla liquidazione dell'investimento si può ricevere un ammontare inferiore a quanto originariamente investito. Per una descrizione completa dei fattori di rischio, si rimanda al Prospetto e alla documentazione d'offerta. Il Prospetto e il KIID devono essere letti prima di investire. La documentazione è disponibile sul sito www.bnymellonim.com/it. I Fondi sono comparti di BNY Mellon Global Funds, plc una società di investimento multicomparto a capitale variabile (SICAV) e con responsabilità separata tra i comparti, costituita con responsabilità limitata in base alle leggi irlandesi. È autorizzata in Irlanda dalla banca centrale irlandese ad operare come organismo di investimento collettivo in valori mobiliari. Il Gestore è BNY Mellon Global Management Limited, autorizzata e regolamentata dalla banca centrale irlandese. BNY Mellon Global Management Limited, 33 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2, Ireland. Gli investimenti non devono essere considerati a breve termine e generalmente andrebbero conservati per almeno cinque anni. BNY Mellon è il marchio aziendale di The Bank of New York Mellon Corporation e delle società affiliate. Emesso in Italia da BNY Mellon Investment management EMEA Limited, BNY Mellon Centre, 160 Queen Victoria Street, London EC4V 4LA. Iscritta al Registro delle Imprese in Inghilterra al n. 1118580. Autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority. AB00085-015. Exp.: 31 Dic 2017. T5614 04/17

EUROPA E ITALIA

Pir, risolti i dubbi interpretativi pag. 6

I modelli distributivi dei fondi esteri pag. 10

Corporate governance e Stewardship

L'Italia è all'avanguardia pag. 12

Macron driver dell'Eurozona pag. 14

Largo all'asse franco-tedesco pag. 16

La scommessa persa di May pag. 18

Portafogli invariati. Per ora pag. 19

L'incognita del debito tricolore pag. 20

Italia al voto in autunno pag. 21

Industria proiettata verso la Mifid pag. 22

Ucits V, verso il pieno
recepimento della direttiva pag. 26

Quando il robot entra in portafoglio pag. 28

Trump mette il turbo ai titoli della difesa pag. 30

Più sostenibilità per tutti pag. 32

Il common reporting standard
e qualified intermediary agreement pag. 34

Private banking in movimento pag. 36

Fondi pensione salvi dal bail-in pag. 38

MONDO

Verso un Trump "Slump" pag. 41

Il fascino irresistibile degli emergenti pag. 45

FORMAZIONE E LAVORO

Educazione finanziaria

La strada è ancora lunga pag. 48

Macron driver dell'Eurozona

a pag. 14



Seguici su Facebook



@FocusRisparmio
Seguici anche su Twitter



di Jean-Luc Gatti,
direttore responsabile
Focus Risparmio

UN'EUROPA PIÙ FORTE

Come Cameron, anche May ha scommesso. E ha perso

Chiamati alle elezioni anticipatamente, i britannici hanno fatto sentire la loro voce, gridando “no” ai movimenti di forte chiusura nazionalista e ancora “no” alla hard Brexit. Così il premier britannico ha fatto un assist importante a un'Europa che, a dispetto delle aspettative iniziali, continua a fare proseliti. Prima in Olanda, con la vittoria del liberale Mark Rutte (ha surclassato anti-europeista Geert Wilders), e poi ancora in Francia, dove la sostenitrice della Frexit, Marine Le Pen, non è riuscita a conquistare la vetta dell'Eliseo.

Il progetto Europa, dunque, rimane vivo. E, per usare le parole di Paolo Magri, vicepresidente e direttore dell'Ispi, all'orizzonte ora si intravede un possibile asse franco-tedesco. L'obiettivo è convergere verso quelle riforme necessarie per rendere sostenibile l'Unione.

Un'unione che prosegue sulla strada dell'integrazione e dell'armonizzazione anche nel mondo finanziario. Lo sta facendo con la MiFID II, che entrerà in vigore nel Belpaese a gennaio 2018. E lo sta facendo anche sul piano della previdenza complementare. Con la nascita dei Pepp (Pan-European Personal Pension Product), ovvero i piani individuali pensionistici standardizzati a livello comunitario. Un progetto fortemente voluto dalla Commissione europea e su cui c'è grande ottimismo. Ma la strada non è tutta in discesa, anzi. Gli ostacoli da superare sono tanti e diversi. Come la fiscalità, che non è uniforme tra i vari Paesi membri.

Intanto, sempre parlando di prodotti previdenziali, l'Italia può tirare un sospiro di sollievo dopo l'approvazione in Commissione Bilancio dell'emendamento che ha escluso i fondi pensione dalla procedura di bail-in. Un provvedimento che, si spera, possa incentivare le adesioni a una previdenza complementare che negli ultimi anni ha saputo dimostrare di performare meglio del Tfr. Dalla riforma delle pensioni (2007) a oggi solo, solo in due occasioni il Tfr è riuscito a battere i fondi pensione: nell'annus horribilis dei mutui subprime, il 2008, quando i negoziali hanno perso il 6,3% e i fondi aperti sono crollati del 14%, e nel 2011, quando l'inflazione media si è attestata al 2,78 per cento.

Tuttavia per incentivare le adesioni bisogna lavorare molto anche su fronte dell'educazione finanziaria, visto che l'Italia ha un livello di alfabetizzazione finanziaria ancora al di sotto della media Ue. Lo testimonia la nuova indagine Pisa (la prova di financial literacy è stata sostenuta da un gruppo di 48mila adolescenti selezionati tra i 12 milioni di quindicenni che hanno partecipato all'indagine), i cui risultati sono stati resi noti a fine maggio. Rispetto alla precedente indagine, però, il tricolore ha fatto dei passi avanti importanti. Grazie anche alle numerose iniziative in atto e a quelle prossime a partire. Un risultato che fa ben sperare per il futuro del Paese.

Europa e Italia

**Archiviati i timori sulla solidità della Ue, ora
si guarda ai fondamentali. Intanto, si fa largo
l'asse franco-tedesco**

20

L'incognita del debito tricolore

Lo spread di oggi fa ben sperare. Ma all'orizzonte c'è anche il "nodo" politico, che potrebbe rendere difficile gestire un debito pubblico al 133% del Pil

22

Industria proiettata verso la Mifid

La normativa europea di secondo livello sarà recepita a gennaio. Per i consulenti finanziari potrebbe esserci un calo dei margini. Ma le reti non fanno allarmismi

30

Trump mette il turbo ai titoli della difesa

Il presidente degli Stati Uniti spinge per un aumento degli investimenti nel settore e su contributi più generosi alla Nato da parte degli Stati membri. Tra i titoli da preferire, Bae System, Leonardo e Dassault Aviation



SURVEY

Sondaggio
Eumetra**20%**Gli italiani adulti che
hanno sentito parlare
dell'opportunità Pir**6%**Gli italiani che si
dicono molto
interessati

PIR, RISOLTI I DUBBI INTERPRETATIVI



Sciolti i nodi della normativa iniziale. Le novità apportate dal d.l. n. 50/17 riguardano anche l'agevolazione fiscale per le forme pensionistiche e gli enti di previdenza

L'art. 57, comma 2, del decreto legge 24 aprile 2017, n. 50, recante "Disposizioni urgenti in materia finanziaria, iniziative a favore degli enti territoriali, ulteriori interventi per le zone colpite da eventi sismici e misure per lo sviluppo", ha apportato una serie di modifiche e integrazioni alle norme di cui all'art. 1, commi da 88 a 114, della legge di bilancio 2017, ossia alle disposizioni che, a decorrere dall'1 gennaio 2017, hanno introdotto nel nostro ordinamento importanti incentivi fiscali per gli investitori persone fisiche che detengono strumenti finanziari nei piani individuali di risparmio a lungo termine (Pir) e per gli investitori istituzionali, come le forme di previdenza complementare e gli enti di previdenza obbligatoria.

Si tratta principalmente di modifiche e integrazioni di natura formale volte a risolvere alcuni dubbi interpretativi che il testo normativo poneva nella sua originaria formulazione. Altre modifiche sono state invece apportate con l'intento di semplificare la concreta applicazione di alcune previsioni normative. In merito alle modifiche apportate alla normativa Pir, si rileva in primis la correzione del refuso contenuto nel comma 101: il rinvio al "comma 90" contenuto nel citato comma 101 ai fini della individuazione degli investimenti qualificati da effettuare nel piano era errato, ed era da intendersi al "comma 102". Questo si evinceva, oltre che dalla relazione illustrativa e dalla relazione tecnica alla normativa in esame, anche dal successivo comma 104 che, con riferimento agli investimenti effettuati per il tramite di Oicr italiani o esteri, correttamente fa rinvio al comma 102.

Viene quindi finalmente eliminato ogni dubbio: al fine di beneficiare del re-

gime di non imponibilità dei redditi derivanti dagli investimenti detenuti nel piano, le somme o i valori conferiti nel piano devono essere destinati a investimenti qualificati di cui al comma 102, anche nel caso di investimento diretto, nel rispetto ovviamente dei vincoli di composizione e concentrazione del patrimonio del Pir e al vincolo di detenzione di cinque anni degli strumenti finanziari in cui è investito il piano.

In ciascun anno solare di durata del piano, quindi, per almeno i due terzi dell'anno stesso le somme o i valori destinati nel Pir dovranno essere investiti, per almeno il 70%, in strumenti finanziari emessi o stipulati con imprese italiane o estere con stabile organizzazione in Italia che svolgono attività diverse da quella immobiliare; di questo 70%, il 30% (che equivale al 21% del valore complessivo) deve essere investito in strumenti finanziari di imprese italiane o estere con stabile organizzazione in Italia diverse da quelle inserite nell'indice Ftse Mib di Borsa italiana o in indici equivalenti di altri mercati regolamentati.

Gli investimenti possono essere effettuati anche indirettamente per il tramite di Oicr. In particolare, ai fini della normativa in esame, assume rilevanza anche l'investimento indiretto effettuato per il tramite di Oicr italiani od esteri qualora l'organismo di investimento investa il proprio attivo nel rispetto dei vincoli e dei limiti disposti dalla normativa.

LA SEPARAZIONE CONTABILE

Oltre alla correzione del refuso, è stato riformulato il comma 113 per chiarire



27%

Gli italiani
interessati
o almeno curiosi



1.300

I miliardi di liquidità degli italiani

I PIR NEL MONDO



UK

Nome: Individual Savings Accounts

Anno del lancio: 1999

Asset investibili: liquidità, titoli azioni, unit trust e fondi comuni, peer to peer loans

Tassazione sulle rendite: nessuna

Detenzione: nessuna restrizione

Limite di investimento: 15.240 sterline all'anno (20mila per il 2017/2018)



Francia

Nome: Plan d'Epargne en Actions (PEA)

Asset investibili: almeno il 75% in azioni di Eu o Islanda, Liechtenstein e Norvegia. Il portafoglio può contenere liquidità ma non bond

Anno di lancio: 1992

Tassazione sulle rendite: nessuna

Detenzione: cinque anni

Limite di investimento: 150mila euro per individuo, a vita



Usa

Nome: Universal Savings Account (proposta 2017)

Asset investibili: —

Tassazione sulle rendite: nessuna

Detenzione: nessuna restrizione

Limite di investimento: 5.500 dollari all'anno



Giappone

Nome: Nippon Individual Savings Accounts (Nisas)

Anno del lancio: 2014

Asset investibili: titoli e investment trust

Tassazione sulle rendite: nessuna

Detenzione: cinque anni

Limite di investimento: 1.2 milioni di yen all'anno

che l'intermediario o l'impresa di assicurazione presso cui è stato aperto il Pir deve tenere separata evidenza delle somme destinate nel piano in anni differenti nonché degli investimenti qualificati effettuati. La separazione contabile è necessaria da un lato per tenere memoria delle movimentazioni degli strumenti finanziari contenuti nel piano (acquisti o sottoscrizioni, conferimenti, cessioni, rimborsi a scadenza), dei redditi derivanti dagli stessi e delle eventuali minusvalenze conseguite, dall'altro per verificare l'osservanza dell'obbligo di detenzione degli strumenti finanziari per almeno cinque anni.

La normativa Pir, comunque, non prevede l'obbligo di aprire un rapporto ad hoc in cui destinare le somme o i valori. L'intermediario finanziario o l'impresa di assicurazione deve quindi garantire anche la separazione contabile delle somme o valori destinati nel Pir e dei loro impieghi, rispetto agli altri strumenti finanziari eventualmente detenuti presso lo stesso intermediario.

PIÙ TEMPO PER I REINVESTIMENTI

Un'ulteriore modifica ha riguardato il comma 106 dell'art. 1 della legge di bilancio 2017. È stato previsto per le persone fisiche titolari di un Pir un termine più ampio di 90 giorni (anziché 30) per reinvestire le somme conseguite a seguito del rimborso a scadenza degli strumenti finanziari detenuti nel piano. Ciò, in linea, tra l'altro, con quanto previsto per le forme di previdenza complementari e gli enti di previdenza obbligatoria.

In merito a quest'ultimi, la normativa introdotta dalla legge di bilancio 2017 riconosce loro un'agevolazione fiscale in relazione agli investimenti effettuati, nei limiti del 5% dell'attivo patrimoniale risultante dal rendiconto dell'esercizio precedente, in azioni o quote di imprese italiane od estere con stabile organizzazione in Italia ovvero in quote o azioni di Oicr italiani od esteri che investono prevalentemente nelle azioni o quote delle predette imprese. L'agevolazione fiscale consiste nell'esenzione da tassazione dei redditi di natura finanziaria, a esclusione dei redditi derivanti dal possesso di partecipazioni qualificate e a condizione che gli investimenti siano detenuti per almeno cinque anni.

Con l'introduzione di tale agevolazione, è stata conseguentemente disposta, a decorrere dall'1 gennaio 2017, l'abrogazione della normativa sul credito di imposta spettante alle forme di previdenza complementare e agli enti di previdenza obbligatoria in relazione ai redditi investiti in attività finanziarie a medio o lungo termine ai sensi dell'art. 1, commi da 91 a 94, della legge di stabilità 2015.

GLI ALTRI INTERVENTI

Le modifiche e integrazioni apportate dall'art. 57, comma 2, del d.l. n. 50/17 alla nuova agevolazione fiscale hanno riguardato vari aspetti. Seguendo l'ordine delle norme, è stato innanzitutto modificato il comma 91 al fine di agevolare gli enti di previdenza obbligatoria nel recupero a tassazione, mediante applicazione di un'imposta sostitutiva, dei redditi medio tempore percepiti e riferibili a strumenti finanziari ceduti prima che sia decorso il periodo di detenzione dei cinque anni e, in particolare, per quei redditi per i quali il regime ordinario di ▶

tassazione prevede il concorso alla formazione del reddito complessivo dell'ente di previdenza (nel caso di specie, i dividendi). La nuova formulazione del comma 91 prevede, in via generale, che in caso di cessione degli strumenti finanziari rilevanti ai fini dell'agevolazione prima dei cinque anni, i redditi realizzati attraverso la cessione e quelli medio tempore percepiti sono soggetti a imposta sostitutiva in misura corrispondente a quella prevista dalle norme ordinarie (unitamente agli interessi, ma senza applicazione di sanzioni).

Con riguardo, invece, alle forme di previdenza complementare, nel comma 94 è stato eliminato il riferimento alle "partecipazioni qualificate di cui all'articolo 67, comma 1, lettera c), del decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917". Come evidenziato nella stessa relazione illustrativa, tale modifica trova giustificazione nella circostanza che, ai sensi della normativa di settore, le forme di previdenza complementare, di fatto, non possono detenere partecipazioni qualificate, così come definite dal citato art. 67, comma 1, lett. c, del Tuir. La modifica in esame consente, pertanto, alle forme pensionistiche di evitare un aggravio dei costi amministrativi che sarebbero scaturiti dall'applicazione di tale previsione normativa.

Infine, dopo il comma 95 dell'art. 1 della legge di bilancio 2017, sono stati aggiunti i nuovi commi 95-bis, 95-ter e 95-quater. In particolare, il comma 95-bis stabilisce che, ai fini dell'applicazione delle disposizioni in commento, "il soggetto percettore deve produrre una dichiarazione dalla quale risulti la sussistenza delle condizioni previste ai commi 88 e 92, nonché l'impegno a detenere gli strumenti finanziari oggetto dell'investimento qualificato per almeno 5 anni. Il percettore deve altresì dichiarare che i redditi generati dagli investimenti qualificati non sono relativi a partecipazioni qualificate". In buona sostanza, come precisato nella relazione illustrativa, al fine di beneficiare dell'agevolazione fiscale, le forme pensionistiche complementari e gli enti di previdenza obbligatoria devono comunicare, mediante apposita dichiarazione, ai soggetti che intervengono nel pagamento dei proventi "esenti" che gli stessi derivano da investimenti qualificati nel rispetto delle condizioni previste dalla normativa in commento. Detta comunicazione è quindi necessaria per consentire ai soggetti che intervengono nel pagamento dei redditi "esenti" di corrisponderli ai beneficiari senza l'applicazione di ritenute e imposte sostitutive.

Analogamente a quanto previsto per i Pir, il successivo comma 95-ter puntualizza che i soggetti beneficiari del regime di esenzione devono tenere "separata evidenza" delle somme destinate agli investimenti qualificati, al fine di poter individuare quali sono gli strumenti finanziari oggetto di investimento che hanno diritto all'agevolazione fiscale.

Il comma 95-quater, sempre in linea con l'impostazione adottata per i Pir, chiarisce il regime fiscale applicabile alle minusvalenze e alle perdite relative agli strumenti finanziari oggetto di investimento qualificato, riconoscendo loro piena rilevanza fiscale. Le minusvalenze e le perdite, infatti, possono essere portate in deduzione dalle plusvalenze o altri proventi realizzati nelle successive operazioni poste in essere nello stesso periodo di imposta o nei successivi, ma non oltre il quarto. Le minusvalenze e le perdite maturate o realizzate dalle forme di previdenza complementare concorrono invece alla formazione del risultato di gestione da assoggettare ad imposta sostitutiva ai sensi dell'art. 17 del d.lgs. 252/05 ■

Anno 5 - Numero 5

Giugno/Luglio 2017

Focus il Salone del Risparmio, periodico di informazione finanziaria di Assogestioni.

Periodico di informazione finanziaria. Registrazione Tribunale di Milano

N. 189 del 24/04/2009

Editore

Assogestioni Servizi Srl

Via Andegari, 18 - 20121 Milano

Direttore responsabile

Jean-Luc Gatti

Hanno collaborato

Giovanna Bellini, Marco Caprotti, Roberta D'Apice, Alessia Di Capua, Andrea Dragoni, Gaia Giorgio Fedi, Annamaria Lusardi, Laura Magna, Manuela Mazzoleni, Massimiliano Mellone, Riccardo Morassut, Lele Pedrosa, Gabriele Petrucciani, Vittoria Ricci, Daniele Riosa

Progetto Grafico

Next Level Studio

Stampatore

Quistampa s.r.l.

Gorla Minore (VA)

Crediti fotografici

Zeta Foto Studio: Gabriele Barbieri e Umberto Dossena

Per le immagini senza crediti l'editore ha ricercato i titolari dei diritti fotografici senza riuscire a reperirli. Tuttavia è a completa disposizione per l'assolvimento di quanto occorre nei loro confronti.

Seguici su Twitter

@FocusRisparmio



Seguici su Facebook

Focus Risparmio



Pubblicità

commerciale@focusrisparmio.com

T. +39 02 361651.32

F. +39 02 361651.63

Contatti

c/o Assogestioni

Via Andegari, 18

20121 Milano

redazione@focusrisparmio.com

T. +39 02 361651.1

F. +39 02 361651.63

Chiuso in redazione

9 giugno 2017

ABBIAMO GRANDI OBIETTIVI. I TUOI.



The Van

Con oltre 30 anni di esperienza, siamo una delle prime società di gestione del risparmio in Italia. Grazie a un **costante monitoraggio** dei mercati finanziari a livello globale e a una **gestione flessibile**, i nostri professionisti orientano gli investimenti verso i tuoi obiettivi.

gestiella.it

Messaggio pubblicitario con finalità promozionali. Prima dell'adesione si raccomanda di leggere attentamente il KIID (Informazioni Chiave per gli Investitori) ed il Prospetto disponibili presso gli Enti distributori.

**BANCO BPM**
GRUPPO

ALETTI GESTIELLE SGR

Mappa della Distribuzione

A fine 2015, lo stock di fondi presenti in gestioni patrimoniali e polizze unit-linked viene stimato in 231 miliardi. Dall'analisi emerge che nei wrapper la quota dei fondi non-captive si avvicina al 60%.



I modelli distributivi dei fondi esteri

I fondi delle case di gestione estere rappresentano un terzo del mercato italiano e presentano delle caratteristiche distributive ben definite: ampio spazio per i consulenti finanziari, per il Private Banking e per i cosiddetti wrappers

di Riccardo Morassut, research analyst di Assogestioni

Nel corso degli ultimi anni i fondi promossi dai gestori esteri hanno consolidato la propria presenza sul mercato italiano attestandosi a circa un terzo del patrimonio gestito totale. Ma da chi vengono distribuiti? Quali clienti raggiungono? L'Ufficio Studi di Assogestioni ha cercato di rispondere a queste domande nel Quaderno di Ricerca 4/2016 "Mappa della distribuzione retail dei fondi comuni".

A fine 2015 l'investimento diretto in fondi e Sicav gestiti dalle trentacinque fund house straniere analizzate ammontava a 169 miliardi di euro (il 34% dell'intero mercato diretto) e sono più di 2.000 gli accordi di distribuzione complessivamente in essere con i collocatori italiani. Mediamente ciascun asset manager estero sigla 60 accordi di distribuzione con le banche e le

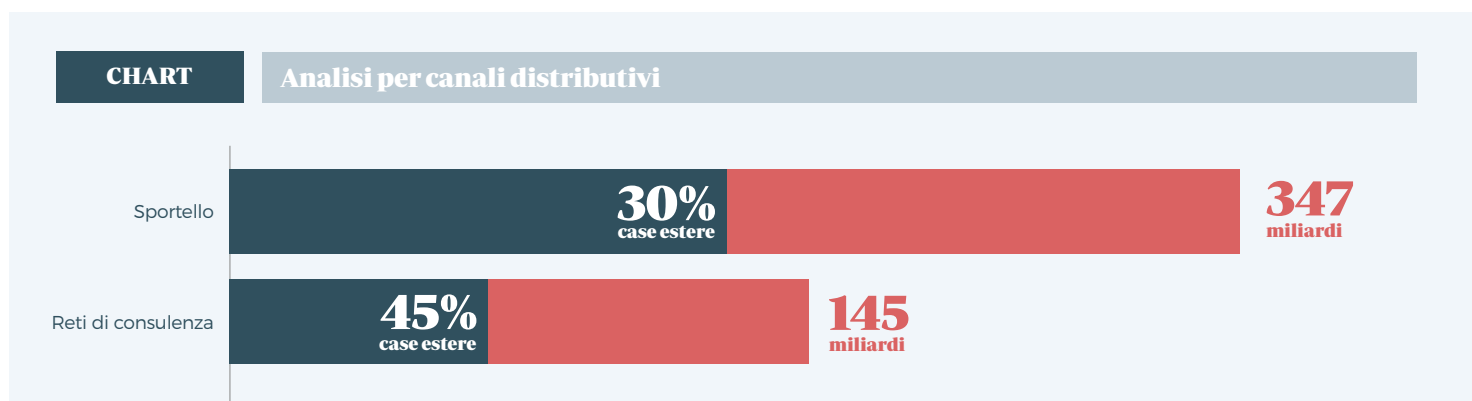
Sim di collocamento contro una media di circa 25 dei gruppi di gestione domestici.

Il 72% del patrimonio delle case estere (121 miliardi) fa capo a gestori che non sono presenti in Italia con una propria rete distributiva captive. Questi rappresentano il 25% dell'intero mercato diretto e sono espressione dei più noti marchi di gestione anglo-americani.

Il canale distributivo prevalente è quello degli sportelli bancari (103 miliardi), mentre sono 66 i miliardi collocati dalle reti dei consulenti finanziari. Analizzando nel dettaglio i due canali distributivi emergono alcuni aspetti interessanti. Sul totale dei fondi collocati dalle reti di consulenza finanziaria, le case estere pesano quasi la metà (45%) contro il 30% degli stock distribuiti dagli sportelli bancari. Questa circostanza conferma

LA MAPPA DELLA DISTRIBUZIONE

La Mappa della distribuzione retail dei fondi comuni realizzata da Assogestioni fornisce una rappresentazione quantitativa del processo di distribuzione dei fondi comuni presso la clientela retail frutto di un lavoro di raccolta di dati e di analisi ampio e articolato. Gli argomenti di maggiore interesse per le società di gestione e per i distributori vengono analizzati con numerosi indicatori e con un inedito livello di dettaglio.



55%

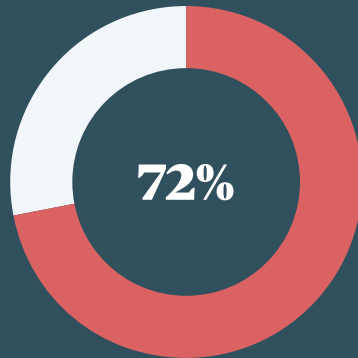
Le masse ascrivibili alle fund house straniere sono la maggioranza e rappresentano il 55% del totale dei fondi detenuti dalla clientela più facoltosa.



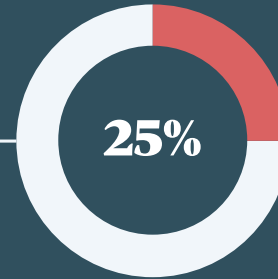
CHART

La raccolta dei fondi Ucits Italia

Il 72% del patrimonio delle case estere fa capo a gestori che non sono presenti in Italia con una propria rete distributiva captive.



72%



25%

Questi rappresentano il 25% dell'intero mercato diretto e sono espressione dei più noti marchi di gestione anglo-americani.

come le reti dei consulenti finanziari sono state il canale preferenziale attraverso il quale è avvenuto l'ingresso (a partire dalla fine degli anni '90) e il successivo consolidamento dei gestori esteri nel mercato italiano.

L'analisi ha interessato anche la tipologia di clientela a cui vengono offerti i fondi degli asset manager d'oltreconfine. Il loro peso sul portafoglio dei fondi distribuiti alla clientela mass-affluent rappresenta il 26% (92 miliardi) di questo segmento. Le cose cambiano notevolmente con riferimento al mondo del private banking italiano (clienti con un patrimonio superiore ai 500.000€). Le masse ascrivibili alle fund house straniere sono la maggioranza e rappresentando il 55% (77 miliardi) del totale dei fondi detenuti dalla clientela più facoltosa.

La distribuzione diretta dei prodotti dei gestori esteri vede, quindi, un modello distributivo che privilegia il canale della consulenza finanziaria e come cliente finale l'investitore con un elevato standing patrimoniale. La ricerca ha, tra le altre cose, indagato con un inedito livello di dettaglio il tema dell'architettura aperta declinando per le diverse combinazioni di canale e clientela la propensione dei distributori italiani al collocamento di fondi di terzi.

I risultati dimostrano come tra i distributori più chiusi (con un'incidenza dei fondi di terzi collocati inferiore al 25%) la presenza dei fondi delle case straniere sia molto limitata, pesando solo il 7% sui 240 miliardi di fondi da questi collocati. Per contro, appare molto significativo che a partire da un livello di open-architecture superiore al 25% la quota delle fund house straniere diventi preponderante e sui rimanenti 252 miliar-

di distribuiti dai collocatori più aperti, il 60% (153 miliardi) fa proprio riferimento agli asset manager esteri. Il dato consente, quindi, di individuare il livello generale di penetrazione nel mercato italiano dei gestori esteri confermando le evidenze citate in precedenza. Ciò conferma, che le reti di consulenza finanziaria e le strutture dedicate al private banking, oltre a essere focalizzate sul collocamento di fondi esteri, sono anche più aperte ai prodotti di terzi.

Il Quaderno di Ricerca ha posto l'attenzione anche sui cosiddetti wrapper, ossia prodotti di risparmio gestito come gestioni patrimoniali e polizze unit-linked che investono una fetta rilevante del proprio portafoglio in fondi. A fine 2015, lo stock di fondi presenti in questi due veicoli di investimento viene stimato in 231 miliardi. Dall'analisi emerge che nei wrapper la quota dei fondi non-captive si avvicina al 60%. Considerando la struttura proprietaria prevalente dei gestori italiani, significa che questo valore è quasi del tutto spiegato dall'investimento in prodotti di case estere.

In altri termini, oltre all'investimento diretto, i fondi dei gestori esteri sono usati come mattoncini per la costruzione di ulteriori prodotti da offrire alla clientela retail.

Considerando il mix di canale di collocamento e tipologia di clientela, si possono ottenere considerazioni simili a quanto osservato in precedenza per l'investimento diretto: le gestioni patrimoniali, infatti, sono un prodotto storicamente dedicato al mondo del private banking mentre le polizze unit-linked hanno visto negli ultimi anni una crescita dell'attività di collocamento da parte delle reti di consulenza finanziaria ■

CORPORATE GOVERNANCE E STEWARDSHIP, L'ITALIA È ALL'AVANGUARDIA

Principi di Stewardship e voto di lista, assieme al Codice di autodisciplina, sono i pilastri fondamentali del sistema italiano di corporate governance.

di **Alessia Di Capua**,

Relazioni Istituzionali e Corporate Governance di Assogestioni

Ronald Gilson, Lilli Gordon, John Pound, nel loro articolo del 1991 intitolato "How the proxy rules discourage constructive engagement: regulatory barriers to electing a minority of directors", scrivevano che "expert minority board representation is one method by which institutional investors [...] can institutionalize the constructive engagement".

Solo pochi anni più tardi gli investitori italiani iniziavano a sperimentare questo concetto nella pratica, con l'introduzione del sistema del voto di lista, che permette agli investitori istituzionali di nominare componenti di minoranza negli organi di governo e/o di controllo delle società italiane quotate in Borsa. Nel 1996 fu depositata la prima lista per il consiglio di amministrazione di Eni.

VOTO DI LISTA E DIRITTI DI STEWARDSHIP

Da un punto di vista generale, il sistema italiano di corporate governance è attualmente uno dei più avanzati al mondo e poggia le proprie basi su tre pilastri:

- il sistema del voto di lista;
- il Codice di autodisciplina, adottato nel 1999; e
- i Principi italiani di Stewardship per l'esercizio dei diritti amministrativi e di voto nelle società quotate, adottati da Assogestioni nel 2013.

Gli investitori istituzionali in Italia sono per tradizione molto attenti alla corporate governance; hanno preso parte attiva nell'attuazione del sistema del voto di lista e sono, in misura crescente, coinvolti nella diffusione delle pratiche di Stewardship: in veste di gestori di portafogli, essi esercitano, in effetti, i propri diritti di Stewardship negli interessi dei rispettivi clienti/investitori.

Il Codice di Stewardship contiene un insieme di *best practice* di alto li-

vello, studiate per promuovere la discussione e la collaborazione tra gli investitori istituzionali e le società quotate in cui essi investono, nell'ambito dei loro servizi di gestione collettiva o gestione del portafoglio. I Principi si applicano ogni volta in cui un investitore istituzionale intende interagire con società quotate, a prescindere dalla capitalizzazione di mercato. Per quanto riguarda in particolare il monitoraggio, la partecipazione e il voto, i Principi italiani di Stewardship sono declinati sulla base delle *best practice* internazionali e avendo cura delle specificità derivanti dal sistema del voto di lista.

PROCEDURE DI DEPOSITO

Il sistema del voto di lista prevede che i componenti dei consigli di amministrazione e dei collegi sindacali non siano tratti esclusivamente dalle liste di candidati presentati dagli azionisti di maggioranza/di controllo (o, con minor frequenza, dal consiglio di amministrazione uscente), ma che sia riservato almeno un posto ai candidati proposti nelle "liste di minoranza" presentate dagli investitori istituzionali.

Possono essere presentate liste di candidati esclusivamente dagli azionisti che dimostrino di detenere una certa percentuale di azioni, fissata dalla Consob. Ogni azionista può presentare e votare una lista. Le liste di candidati possono essere anche presentate congiuntamente da un gruppo di azionisti.

Fino alla stagione assembleare del 2012, la barriera principale all'uso efficace del voto di lista era il blocco dei titoli nei giorni antecedenti il deposito della lista. Tuttavia, con il recepimento della Direttiva UE sui diritti degli azionisti nella legislazione nazionale e l'introduzione dell'istituto della record date, sono stati aboliti gli ostacoli che rendevano molto gravoso per gli azionisti di essere attivi e votare.

Dal 1996, le SGR italiane, assieme ad altri investitori istituzionali italia-

ni ed esteri, depositano liste per l'elezione di amministratori indipendenti e sindaci di minoranza nelle società quotate attraverso il Comitato dei gestori. Il Comitato dei gestori, per il quale il personale di Assogestioni esercita le funzioni di segreteria e fornisce consulenza tecnico-giuridica sulle materie trattate, è composto esclusivamente dai rappresentanti delle SGR o da altri investitori istituzionali italiani o esteri che comunicano, di volta in volta, alla segreteria del Comitato stesso la disponibilità a partecipare alla presentazione delle singole liste per l'elezione o la cooptazione di candidati di minoranza alle cariche sociali di emittenti quotati partecipati italiani.

SELEZIONE DEI CANDIDATI

Tutti i candidati presentati dal Comitato dei gestori sono indipendenti e devono rispettare i requisiti di indipendenza del Codice di autodisciplina ma anche ulteriori requisiti stabiliti dai *Principi per la selezione dei candidati alle cariche sociali in società quotate* adottati dal Comitato Corporate Governance di Assogestioni. I *Principi* elencano numerosi requisiti che i candidati debbono soddisfare per garantire l'assenza di legami professionali, familiari o finanziari con la società, i suoi dirigenti, amministratori e azionisti di controllo. I *Principi*, inoltre, garantiscono che ogni candidato proposto dal Comitato dei gestori debba essere altresì indipendente dagli stessi gestori che ne supportano la candidatura.

La procedura di selezione avviene secondo quanto stabilito nel *Protocollo dei compiti e delle funzioni del Comitato corporate governance e del Comitato dei gestori*, in conformità ai *Principi*. I candidati sono scelti dal Comitato dei gestori con l'ausilio di una società esterna e indipendente, selezionata mediante una gara aperta, da svolgersi almeno ogni tre anni, che gestisce una banca dati dedicata.

Nel corso delle assemblee delle società quotate con organi sociali in scadenza, sono quindi di volta in volta eletti i candidati che hanno ottenuto il numero più alto di voti tra le liste presentate e votate dagli azionisti. Almeno uno dei membri del consiglio di amministrazione e del collegio sindacale sarà quindi eletto da una lista presentata da uno o più azionisti di minoranza.

CONCLUSIONI

Gli amministratori indipendenti e i sindaci di minoranza eletti dagli investitori istituzionali rappresentano una modalità di esercizio dell'attività di engagement continuativo e costruttivo con gli emittenti partecipati. Essi sono, infatti, in grado di portare avanti – semplicemente prendendo parte agli organi societari – un monitoraggio continuo delle dinamiche interne della società in cui sono eletti e una partecipazione costruttiva, potendo avviare, laddove necessario, un engagement con gli organi di cui sono membri.

Il sistema del voto di lista rappresenta, inoltre, uno strumento fondamentale per raggiungere importanti risultati di corporate governance, quali tutelare gli interessi degli stakeholder di minoranza; incoraggiare la partecipazione degli azionisti; promuovere la collaborazione tra gli azionisti di minoranza; evitare l'abuso di potere e tutelarsi dallo stesso; garantire un'adeguata e corretta gestione societaria, incrementare la trasparenza e migliorare la comunicazione ■



Macron driver dell'Eurozona

Archiviati i timori sulla solidità della Ue, ora si guarda ai fondamentali
Le aziende francesi saranno favorite dal programma economico del presidente

di Gaia Giorgio Fedi

L

a vittoria di Emmanuel Macron, neo presidente francese, è un sollievo per i mercati, che nutrivano timori sulla solidità della Ue e dell'Eurozona nel caso di un successo di Marine Le Pen. Secondo gli esperti, questo risultato porterà benefici all'azionario dell'area euro e della Francia in particolare, favorito dalle misure a sostegno delle imprese (come la riduzione della tassazione) annunciate da Macron.

“L'esito delle elezioni politiche francesi è sicuramente positivo per i mercati azionari europei e apre a scenari che potrebbero permettere all'area euro di rafforzare ulteriormente la crescita economica - commenta Armando Carcaterra, responsabile investment advisory and support di Anima - In particolare, riteniamo molto importante e positivo per il destino del mercato azionario europeo che l'asse franco-tedesco, guidato da Macron e Merkel, proceda nella stessa direzione e abbia obiettivi comuni per il rilancio dell'economia europea: un piano politico congiunto che miri ad accelerare la crescita economica potrebbe ridurre ulteriormente il rischio di un'affermazione di partiti anti-europeisti”.

Era dal referendum britannico del giugno 2016 che l'ombra di un presunto declino del progetto europeo oscurava la realtà dei migliorati fondamentali nell'azionario, riflette Laurent Lacquier-Laforge, cio equities di La Française. Un aspetto che ha frenato i mercati europei tenendoli a sconto per gli ultimi 12 mesi, pur in presenza di risultati delle aziende ultimamente brillanti. Ma ora, la sconfitta del nazionalista Wilders in Olanda, l'affermazione della Cdu di Angela Merkel nelle regionali tedesche e la netta vittoria di Macron in Francia “danno un chiaro segnale di stabilità sul futuro politico dell'Eurozona e consentono ai fattori finanziari di emergere, spingendo al rialzo i listini della regione - aggiunge Lacquier-Laforge - Inoltre, appare sempre



INSIGHT

Effetto Macron sui mercati



più evidente ora il crescente interesse degli investitori extra europei che, rasserenati dal migliorato clima politico e attratti da valorizzazioni basse, stanno canalizzando crescenti masse verso le Borse dell'Eurozona. Analoghe riflessioni si possono fare sull'euro, il cui indice si è riportato sui massimi degli ultimi anni".

Gli esperti si aspettano che gli investitori tornino a guardare ai mercati europei con fiducia e interesse. "Il trend dovrebbe essere particolarmente benefico per la Francia, che è il mercato sul quale un portafoglio globale dovrebbe ora concentrarsi", chiarisce Pierre Nebout, co-head of european equity management di Edmond de Rothschild Am e gestore del fondo Edmond de Rothschild Tricolore Rendement. Nebout si aspetta una "riduzione dello sconto dei mercati europei nei confronti di quelli Usa e della Francia nei confronti del resto dell'Eurozona" e il consolidamento del trend alla luce di "segnali che il ciclo dei profitti nell'Eurozona è davvero robusto". Per la prima volta dal 2010, "una ripresa dei leading indicator dell'area suggeriscono che gli utili sono in ascesa - argomenta Nebout - Questo è un punto cruciale, perché il nostro scenario non è una scommessa su un risultato elettorale, ma sulla convinzione che il rischio politico sia stato mitigato dal contesto micro e macroeconomico favorevole".

Se la vittoria di Macron aiuterà le Borse dell'Eurozona e in particolare quella francese, viene da domandarsi quali settori ne trarranno i maggiori benefici. Per Nebout, molto dipenderà dalle riforme che verranno effettivamente concluse, "comprese le privatizzazioni, che potrebbero dare il via a fenomeni di consolidamento", per esempio nelle telco, nel caso della vendita della quota in Orange, "mentre la discesa in Aéroports de Paris favorirebbe un naturale acquirente come Vinci", spiega Nebout. La riduzione del costo del lavoro "sarebbe una buona notizia per i settori domestici labour intensive, quindi per

compagnie come Veolia, Carrefour, Peugeot e Eiffage. Mentre una semplificazione della tassazione dei redditi da capitale incoraggerebbe l'investimento in asset rischiosi anziché sul real estate», puntualizza Nebout.

Per Lacquier-Laforge de La Française il piano di Macron favorirà tutta l'Eurozona, ma la ripresa economica permetterà alla Bce di avviare la normalizzazione della politica monetaria, quindi "evitiamo utilities e aziende a elevato indebitamento. Restano favoriti i titoli bancari, i ciclici, gli industriali e la tecnologia - conclude Lacquier-Laforge - Ma anche i titoli small e mid cap che storicamente danno ottime soddisfazioni in fasi rialziste" ■



> **Laurent Lacquier-Laforge**

Cio equities di La Française



> **Pierre Nebout**

Co-head of european equity management di Edmond de Rothschild Am

INSIDER

Il programma di Macron

Tra i punti principali del programma di Macron spiccano un piano d'investimenti da 50 miliardi (per formazione, ecologia, salute, agricoltura, modernizzazione della PA e trasporti locali), tagli alla spesa pubblica da 60 miliardi da qui al 2022, aumento del budget alla difesa dall'1,2 al 2% del Pil. Il piano prevede il taglio della tassazione sulle imprese dal 33,3% al 25%, dei contributi pensionistici su dipendenti e autonomi, l'esonero dalle tasse sulla casa per l'80% delle famiglie, un prelievo unico del 30% sui redditi da capitale e l'attenuazione della patrimoniale.

LARGO ALL'ASSE FRANCO-TEDESCO

Si convergerà verso quelle riforme necessarie per rendere sostenibile l'Unione europea. Magri (Ispi): "Ma nel dopo Brexit la Ue diventerà del 15% più piccola"

di Daniele Riosa



appartenenza di Londra all'Ue era anche il simbolo più evidente di come Stati molto diversi tra loro potessero condividere un progetto comune. Perdendo Londra, l'Ue diventerà del 15% più piccola, dirà addio alla piazza finanziaria più sviluppata al mondo e non potrà più dichiarare irreversibile il processo di integrazione". Questa è l'analisi di Paolo Magri, vicepresidente e direttore dell'Ispi sulle conseguenze delle Brexit.

Crede che una Gran Bretagna fuori dall'Europa renda ancora più vulnerabile il Vecchio Continente?

Il Regno Unito nell'Ue è stato un membro "scomodo", un grande Paese che metteva spesso i bastoni tra le ruote: sui contributi da versare nelle casse comuni, sulla moneta unica, su Schengen, sui temi di difesa e sicurezza. Ma l'appartenenza di Londra all'Ue era anche il simbolo più evidente di come Stati molto diversi tra loro potessero condividere un progetto comune. Se tra due anni l'Ue sarà più vulnerabile non sarà colpa di Westminster, ma della mancanza di coraggio politico di chi ha scelto di rimanere in Europa.

Quale significato assume la vittoria di Macron per l'Europa?

Di sicuro ci dice che persino nel clima di oggi una campagna elettorale pro-europea può sconfiggere messaggi populistici. E apre spazi maggiori per un asse franco-tedesco che converga verso quelle riforme necessarie a rendere sostenibile l'Unione europea, e l'Eurozona in particolare.

Come valuta i primi mesi di Trump in politica estera?

Al momento l'immagine che emerge è quella di un'apparente indecisione di un Presidente che, mentre da un lato rassicura alcuni alleati storici (come Arabia Saudita

e Israele, "trascurati" da Obama, ndr), dall'altro intimorisce e spiazzava altri alleati storici verso i quali appare decisamente meno interessato (come l'Unione europea e i paesi Nato, ndr).

Quella che dall'esterno può sembrare schizofrenia è invece ben spiegata dalla compresenza, all'interno degli stretti consiglieri di Trump, di due ali: una più moderata e pragmatica, che fa capo al Consigliere per la sicurezza nazionale McMaster, e una più radicale e oltranzista, che fa capo al Consigliere personale Stephen Miller.

Quale epilogo prevede per la crisi siriana?

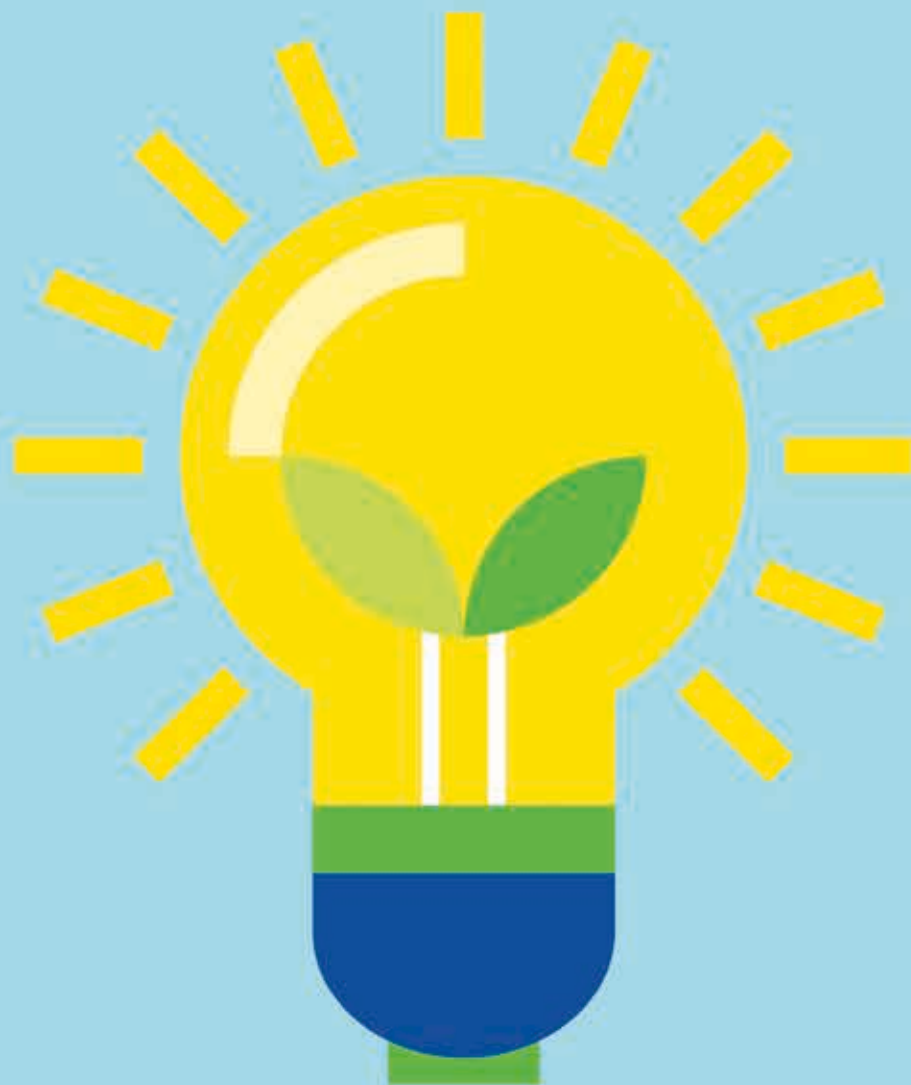
Dopo sei anni di guerra, sembrerebbe che si stia avviando una fase di de-escalation del conflitto, che dovrebbe preludere alla fine vera e propria della guerra e all'inizio della ricostruzione. Le quattro zone cuscinetto create ad Astana grazie all'accordo tra Russia, Iran e Turchia (e avallate dagli Usa), e dislocate in quattro zone strategiche del Paese, potrebbero effettivamente permettere il ritorno graduale di molti sfollati e portare a una graduale riduzione dei combattimenti. Ma non facciamoci illusioni: sono ancora molti i fronti aperti a cominciare dal fronte degli attori esterni tutt'altro che compatto.

Perché l'Isis ha scelto di colpire giovani e bambini a Manchester?

La violenza quasi indiscriminata è il marchio di fabbrica dell'Isis, che ne ha fatta la sua narrativa. Nel mondo islamista radicale c'è un dibattito aperto su quanto sia lecito colpire donne, bambini o altri musulmani. All'interno di questo dibattito, Isis ha preso una posizione che è persino più violenta rispetto a quella di al-Qaida: tutti i bersagli al di fuori del gruppo sono leciti, con qualunque tipo di arma ■



> **Paolo Magri**
vicepresidente
e direttore dell'Ispi



L'assicurazione che pensa al futuro

Con oltre 300 anni di storia, Aviva è il principale Gruppo Assicurativo in Gran Bretagna e tra i leader in Europa. Il Gruppo offre a 33 milioni di clienti nel mondo prodotti e servizi assicurativi, di risparmio e di investimento.

In Italia dal 1921, la Compagnia vanta una capillare presenza sul territorio, grazie ad accordi con primari gruppi bancari del panorama italiano, consulenti finanziari, broker e reti di agenzie plurimandatarie.

Aviva opera sia nel ramo Vita che nell'area Danni, offrendo ai propri clienti soluzioni assicurative complete rivolte alla soddisfazione dei bisogni degli individui, della famiglia e delle imprese.

La scommessa persa di May

Il premier britannico ha voluto le elezioni anticipate per ottenere un mandato più forte. Invece ha subito un grave smacco, perdendo la maggioranza. Ora si profila un Parlamento bloccato

di Andrea Dragoni

"Devi sapere quando continuare a giocare e quando lasciare la mano. Un concetto che il primo ministro britannico, Theresa May, avrebbe fatto meglio a tenere a mente quando ha deciso di giocarsi la sicurezza di tre anni di governo con la possibilità di un mandato più forte e duraturo". Così Andrew Belshaw, head of investment management London di Western Asset (gruppo Legg Mason) commenta l'esito delle elezioni volute proprio dal premier. Il risultato dell'8 giugno è stato chiaro. Come David Cameron, May ha scommesso. E ha perso. "Dopo aver fatto una delle peggiori campagne di sempre, il partito conservatore ha ottenuto meno seggi di quanti ne avesse nel Parlamento uscente, insufficienti per formare una maggioranza assoluta - fa notare Belshaw - Anche se i seggi sono abbastanza per rimanere il primo partito in Gran Bretagna. Ora, è probabile che i conservatori restino al potere, o con un governo di minoranza o in coalizione con il Northern Ireland's Democratic Unionist Party".

LE ELEZIONI BLOCCANO IL PARLAMENTO

Il risultato delle elezioni nel Regno Unito segna un grave smacco per May, in lieve vantaggio (318 seggi, ne perde 12) rispetto ai Labour (261, 29 seggi in più) e senza una maggioranza che le consenta di governare la Brexit. Si profila un parlamento bloccato, appeso a eventuali alleanze, allo stato attuale assai improbabili. Ma May va avanti. All'indomani delle elezioni, la premier conservatrice ha incontrato la regina Elisabetta a Buckingham Palace e ha poi parlato a Downing Street: "Formerò un nuovo governo per attuare la Brexit e mantenere il Paese al sicuro", ha detto. La leader dei conservatori, dunque, non ha nessuna intenzione di farsi da parte. Anzi. "La Gran Bretagna ha bisogno di certezze - ha rilanciato May - e i conservatori sono gli unici

che possono garantirle. I voti che abbiamo ottenuto ci danno stabilità. Governerò per i prossimi anni e rispetterò la promessa della Brexit decisa dal popolo".

L'IMPATTO SULL'ECONOMIA

Il risultato delle elezioni porta con sé ancora più incertezza nella già poco chiara strada verso la Brexit. "Le reali conseguenze si manifesteranno solo nel medio periodo e dipenderanno da molteplici variabili, in particolare chi sarà a condurre il Regno Unito nei negoziati della Brexit e con quale mandato - tuona Julien Lafargue, european equities strategy di Jp Morgan Private Bank - Tutto ciò potrebbe offuscare le prospettive per l'economia britannica, che ha già mostrato segnali di decelerazione dopo essere stata sorprendentemente resiliente subito dopo il voto sulla Brexit". Il Pil del primo trimestre è cresciuto solo dello 0,2%, contro lo 0,6% dell'Unione europea. Il tutto in un contesto di inflazione crescente, con il costo della vita che recentemente ha toccato il 2,7%, al di sopra dell'obiettivo del 2% della BoE. "E naturalmente, questo risultato elettorale non promette bene per gli investimenti nel Regno Unito, sia esteri sia domestici, a causa della continua incertezza, anche se l'indebolimento della sterlina attenuerà in qualche modo il colpo", aggiunge Léon Cornelissen, chief economist di Robeco, che poi sui mercati puntualizza: "Si adatteranno, anche perché alla fine non cambia molto dal fatto che vedremo in ogni caso una Brexit, sebbene il tono dei negoziati possa cambiare a causa del risultato elettorale. Se si guarda l'esito, sembra che ai britannici non piacesse la posizione di una hard Brexit intrapresa dalla May. Quello che però vogliono effettivamente gli inglesi è ancora tutto da scoprire", conclude ■



PORTAFOGLI INVARIATI PER ORA

Il risultato elettorale per il momento non porta alcun cambiamento dei fondamentali economici o aziendali. Ma nel medio termine non è da escludere un downgrade del rating dei titoli di Stato inglesi

di Andrea Dragoni

I

l messaggio del popolo britannico è stato chiaro: meno sostegno ai movimenti di forte chiusura nazionalistica. “E forse anche meno gradimento per l’ipotesi Brexit a tutti i costi, o hard Bexit – commenta Manuel Pozzi, investment director di M&G Investments – Theresa May aveva indetto le elezioni per far sì che la Gran Bretagna potesse sedersi al tavolo negoziale con una maggioranza politica ancora più forte e schierata. Ma ha ottenuto l’opposto. E ora l’inizio delle negoziazioni con l’Unione Europea, previsto per il 19 giugno, partirà da una posizione debole”.

Con quale impatto per il Regno Unito?

È difficile che un governo più debole possa attuare politiche di riduzione del disavanzo pubblico. In questo senso, nel medio termine potrebbe non essere escluso un downgrade del rating dei titoli di Stato inglesi. Vale la pena ricordare che le principali agenzie di rating hanno posto i Gilt in outlook negativo dopo il referendum dell’anno scorso e tra il 2011 e il 2013 hanno tagliato il rating da AAA a AA. A livello economico, comunque, almeno per ora non si vedono particolari cambiamenti in vista, se non il fatto che la maggiore incertezza politica potrebbe scoraggiare un po’ i consumi e gli investimenti.



> Manuel Pozzi

Investment director di M&G Investments

Come cambiano ora gli equilibri dell’asset allocation?

Il risultato non porta per il momento alcun cambiamento dei fondamentali economici o aziendali. Il regime fiscale non sembra destinato a cambiare e non ci sono sul tavolo nuove politiche economiche di rottura. Inoltre la Bank of England con tutta probabilità non modificherà la propria politica di tassi zero. Detto questo, i driver che dovrebbero guidare sempre le scelte d’investimento sono due: valutazioni e fondamentali. Quindi, se l’economia globale registra una crescita sincronizzata, seppure non esplosiva, se la disoccupazione cala e se gli utili aziendali continuano a migliorare, la cosa migliore da fare è cercare se ci sono mercati azionari con valutazioni ancora interessanti. L’indice Eurostoxx, per esempio, prezza oggi circa 15 volte gli utili attesi dal consenso degli analisti per quest’anno. Ciò significa che se solo gli utili dovessero crescere in linea con l’inflazione nei prossimi anni, probabilmente gli azionisti potrebbero beneficiare di utili del 6-7% rispetto ai prezzi attuali. Non male se confrontato con il rendimento offerto dai titoli di Stato, che nella migliore delle ipotesi offrirebbero la sicurezza di vedere svalutare il capitale in base all’inflazione (un Bund a 10 anni paga lo 0,27% lordo annuo per i prossimi 10 anni, ndr). In sintesi, quindi, meglio diversificare in mercati azionari con quotazioni ancora ragionevoli o interessanti e per la parte obbligazionaria stare lontano dai titoli che ci offrono perdite certe o quasi.

Al di là dell’esito elettorale, la Brexit andrà avanti. Quali i mercati che potrebbero trarne vantaggio e quali i più a rischio?

È difficile dare una risposta, perché nessuno sa come si porrà l’Unione Europea e quale sarà l’esito della Brexit. Al momento possiamo osservare che alcuni mercati azionari europei sembrano offrire valutazioni più interessanti e l’incertezza politica derivante dalla Brexit potrebbe spingere la Bank of England e la Bce a mantenere un atteggiamento di supporto a lungo termine. Questo dovrebbe favorire l’economia e i mercati europei. Da non dimenticare però che tutti gli asset hanno un prezzo: ciò significa che sarà importante restare pronti per approfittare di movimenti repentini e inconsulti dei prezzi qualora le incertezze portassero gli investitori a prezzare in modo impulsivo alcuni mercati ■

L'INCOGNITA DEL DEBITO TRICOLORE

Lo spread di oggi fa ben sperare. Ma all'orizzonte c'è anche il "nodo" politico, che potrebbe rendere difficile gestire un debito pubblico al 133% del Pil

di Gaia Giorgio Fedi

Scongiurato il pericolo del voto presidenziale francese, ora sarà l'Italia a tenere i mercati con il fiato sospeso? Le incognite potrebbero essere sia politiche, sia di natura strettamente economiche, alla luce dell'elevato debito pubblico. Guido Tabellini, ordinario di economia alla Bocconi, in occasione del Salone del Risparmio aveva detto che il debito pubblico tricolore potrebbe continuare a viaggiare intorno ai valori attuali fino al 2019, ritenendo dell'avvio del tapering della Bce atteso dal 2018: "Per mettersi in sicurezza bisognerebbe portare l'avanzo primario dall'attuale 1,5% al 3-4 per cento", ha dichiarato Tabellini.

Più ottimista Francesco Daveri, ordinario di Politica economica dell'Università Cattolica (sede di Piacenza), convinto che, se l'Italia fosse un'incognita molto preoccupante, lo spread avrebbe valori diversi da quelli visti recentemente. Lo spread "incorpora una presenza della Bce che, se necessario, in un modo o nell'altro allungherà o modificherà i termini del suo intervento senza far venir meno la garanzia di ultima istanza sulla liquidità dei debiti pubblici periferici", osserva Daveri. Meno tranquillizzante, secondo l'economista, è l'orizzonte politico

italiano, dove a spaventare i mercati sarebbe la possibilità di un'ascesa del Movimento 5 Stelle o di altre forze anti-Europa. "Ma una cosa è votare contro in un referendum, altra cosa è votare per partiti che mettono al centro misure molto radicali. Da questo punto di vista, un sistema elettorale proporzionale sarebbe un paracadute sufficiente nel caso in cui dovesse prevalere un movimento euroscettico", osserva Daveri, secondo il quale nel caso di un Parlamento diviso "potremmo aspettarci una riedizione della grande coalizione che di fatto regge l'Italia dai tempi del governo Monti in poi". Se fosse questo lo scenario, "ci sarebbero problemi nel gestire un debito pubblico al 133% del Pil e un deficit che scende faticosamente, con tasse alte che deprimono la crescita. Ma dobbiamo ricordare che quando i mercati si sono spaventati avevamo un tasso di crescita negativo e l'inflazione che andava giù verso lo zero", aggiunge l'economista. Quanto al possibile effetto del tapering della Bce sulla spesa per interessi, Daveri ricorda che la normalizzazione della politica monetaria sarà graduale: "La Bce prima sospenderà l'acquisto di titoli e solo dopo interverrà sui tassi, gradualmente. Inoltre, perché venga rinnovato tutto il debito in essere ci vorranno sei o sette anni", conclude ■



Il debito italiano in rapporto al Pil



Italia al voto in autunno

Parola di Sgarbi che, al di là dell'accordo sulla legge elettorale, prevede il voto anticipato. Il critico d'arte, poi, svela i segreti del suo nuovo movimento politico: "Rinascimento"

di Daniele Riosa



Vittorio Sgarbi è un fiume in piena. Ne ha per tutti, partiti e politici. Inoltre, non crede all'accordo sulla legge elettorale di cui si sta molto parlando in questi giorni. Intanto perché "Angelino Alfano mira a far cadere il governo, poi perché Grillo farà di tutto per ostacolare l'accordo tra Matteo Renzi e Silvio Berlusconi", che potrebbe preludere a un futuro governo dopo il voto, voto che in ogni caso prevede "sarà anticipato". Il critico d'arte bocchia senza appello la svolta animalista dell'ex Cavaliere, mentre approva la "nazionalizzazione" della Lega di Matteo Salvini. Infine, svela i segreti del suo nuovo movimento politico: "Rinascimento, che darà agli italiani una forte indicazione di valori, di storia, di civiltà e di cultura".

Partiamo dalla contingenza politica. I partiti riusciranno a trovare un accordo per fare una nuova legge elettorale?

Forse no. Intanto perché Alfano vuol far cadere il governo prima. I grillini, con un colpo d'ala, potrebbero boicottare il futuro Renziusconi. Quindi ci sono buone probabilità che la legge non si faccia.

Quindi si andrà a votare a scadenza naturale della legislatura?

A mio avviso no, perché se Alfano esce dal governo si vota comunque in autunno, indipendentemente dall'accordo o meno sul sistema di voto.

Quale tipo di governo prefigura dopo le prossime elezioni?

Ci sarà una difficoltà a fare qualsiasi governo, ma con una tendenza a isolare Beppe Grillo, salvo che non si realizzi un asse Lega-M5S, allo stato difficile

ma non impossibile. Anche se è più probabile un'alleanza tra Renzi e Berlusconi. In ogni caso bisognerà vedere i numeri. Finora nessuno è in grado di ottenere il 50 più uno dei voti.

Che cosa ne pensa della svolta animalista di Berlusconi?

Mi fa ridere... Si è legato a un personaggio discutibile come Michela Brambilla.

E sulla virata "nazionalista" della Lega già bocciata dal fondatore del partito Umberto Bossi?

Penso che Bossi fosse rispettabile, ma la linea di Salvini porterà sicuramente giovamento al partito. Nasceranno altre leghe nel Sud e troveranno alleanze. Il Carroccio diventa l'Italia contro un Sud che insorge contro gli extracomunitari. Diciamo che hanno trovato un nemico straniero. Quando Salvini troverà altri che, oltre a lui possono rappresentare questa posizione senza essere troppo legati al Nord, il partito guadagnerà consensi.

Lei ha annunciato la nascita di un nuovo movimento dal nome fortemente evocativo "Rinascimento". Che obiettivi si pone?

Innanzitutto sarà costituito da molti giovani e molte persone che non si identificano in nessuno di questi partiti fasulli che ci sono oggi in Italia. Il Partito Democratico non è più di sinistra, Forza Italia non è più di destra, la Lega non è più lei. Proprio per questo "Rinascimento" si pone l'obiettivo di dare una forte indicazione di valori, di storia, di civiltà e di cultura su cui giocherà una partita importante ■

Industria proiettata verso la Mifid

La normativa europea di secondo livello sarà recepita a gennaio. Per i consulenti finanziari potrebbe esserci un calo dei margini. Ma le reti non fanno allarmismi

di Andrea Dragoni

La Mifid, nella sua seconda versione, è ormai ai nastri di partenza. A gennaio 2018 sarà recepita in Italia. E il modo di fare consulenza cambierà radicalmente. O meglio, si evolverà, nell'ottica di tutelare maggiormente il cliente finale. "La Mifid II pone l'accento sul valore del servizio che sottende il modello di consulenza - spiega Andrea Ragaini, vice direttore generale di Banca Generali - Il mercato sta progressivamente spostando l'attenzione sull'evidenza del contributo esplicito della consulenza sia per esigenze di trasparenza sia per le crescenti pressioni al risparmio, che ne richiedono un approccio concreto ed esaustivo".

LE RETI SONO GIÀ PRONTE

E di fronte a questa ulteriore evoluzione il mondo delle reti ha dovuto lavorare tanto (e sta lavorando ancora) per farsi trovare pronto all'appuntamento. È il caso di Finanza & Futuro, che sta investendo sulla formazione specifica da oltre un anno. "L'obiettivo è dare ai nostri consulenti la giusta preparazione alla nuova direttiva - commenta Dario Di Muro, amministratore delegato della società che fa capo al gruppo Deutsche Bank - Il nostro modello di business, oltretutto, è molto in linea con la Mifid. Siamo stati tra i primi in Italia a partire con l'architettura aperta, ben 15 anni fa. Inoltre, piuttosto che impostare campagne sui singoli prodotti, focalizziamo le nostre incentivazioni sulla crescita. In linea con lo spirito Mifid, che spinge ►





IO SONO COSÌ
E LA MIA BANCA LO SA.

**"Conosco il valore delle cose,
ma so che il vero valore è nelle persone."**

> BANKING > INVESTIMENTI > CONSULENZA > TRADING

IWBANK.IT



IWBank
PRIVATE INVESTMENTS
ESPERTI DI VALORE

KEYS

Le principali novità di MIFID II sui servizi di consulenza

1

Chi presta consulenza dovrà approfondire la conoscenza del cliente: conoscerne grado di cultura finanziaria, disponibilità economica, obiettivi di investimento, tolleranza al rischio

2

La consulenza deve essere focalizzata su strumenti finanziari adeguati al profilo di rischio/rendimento dell'investitore

3

Trasparenza sulla natura della consulenza



> **Andrea Ragaini**
Vice direttore generale
di Banca Generali

Adottiamo un modello di consulenza evoluta, fee on top, con la possibilità di ragionare anche su una logica di fee only, che lo rende già Mifid II compliant. Attualmente abbiamo previsto questo modello per il risparmio amministrato, ma dal 2018 verrà esteso a tutte le tipologie di investimento e asset-class

la remunerazione sul servizio e non sul prodotto, stiamo rafforzando sempre di più l'area advisory, che da noi chiamiamo Strategist. Tant'è che negli ultimi 5 mesi, abbiamo trasferito circa 1 miliardo di euro in consulenza".

Anche Banca Generali sta puntando con decisione, e da tempo, sulla formazione e sulla qualità del servizio, "ponendosi in prima linea nel supporto ai professionisti con soluzioni distintive e prodotti equiparati nel pricing senza conflitti di interesse - fa notare Ragaini - A questo si aggiunge un modello di consulenza evoluta, fee on top, con la possibilità di ragionare anche su una logica di fee only, che lo rende già Mifid II compliant. Attualmente abbiamo previsto questo modello per il risparmio amministrato, ma dal 2018 verrà esteso a tutte le tipologie di investimento e asset-class".

Tra le reti già pronte all'arrivo della Mifid di se-

Oltre le retrocessioni

La Mifid II prevede aree di influenza anche nella product governance, nella trasparenza informativa e nella formazione. La questione non riguarda solo la regolamentazione di un eccesso di informazioni, ma anche il cambio di paradigma di un sistema che non è abituato a evidenziare i costi in tutte le sue componenti. Serve arrivare attrezzati. E la maggior parte delle reti lo stanno facendo.

condo livello c'è una Widiba che, avendo poco più di 3 anni di anzianità, è stata creata con un modello distributivo perfettamente allineato alle nuove normative, "cogliendo in anticipo tutte le opportunità che la Mifid II sarà in grado di offrire sia ai consulenti sia ai clienti - sottolinea Massimo Giacomelli, responsabile della rete dei consulenti finanziari di Widiba - Formazione, certificazione Uni Iso, piattaforme di robo for advisor in assenza di conflitto di interesse e a totale architettura aperta saranno i driver strategici".

MARGINALITÀ IN CALO?

Tra i principali elementi di criticità, le inevitabili pressioni che ci saranno sui margini dei consulenti finanziari. E che potrebbero essere trasferite sul cliente finale. Ma le reti non fanno



> **Dario Di Muro**
amministratore delegato
di Finanza&Futuro.

Siamo stati tra i primi in Italia a partire con l'architettura aperta, ben 15 anni fa. Inoltre, piuttosto che impostare campagne sui singoli prodotti, focalizziamo le nostre incentivazioni sulla crescita. In linea con lo spirito Mifid

4

La consulenza a valore aggiunto deve essere basata su un'analisi ampia degli strumenti finanziari

5

Gli strumenti consigliati devono essere adeguati agli obiettivi del cliente

6

Deve aumentare l'informazione sui prodotti complessi

7

Viene rivista la normativa sugli inducement

allarmismo. Anzi, sono convinte che il calo dei margini ricadrà su altri ambiti dell'industria. "Se da un lato i portafogli saranno allocati su classi di prodotto con costi minori o su strumenti a gestione passiva, come gli Etf, dall'altro lato è pur vero che i consulenti, a tendere, saranno pagati a parcella - puntualizza l'ad di Finanza & Futuro - Inoltre, i prodotti che danno un valore reale al cliente saranno comunque venduti (circa il 20% dell'offerta, ovvero quei prodotti che superano il benchmark, ndr). Dal punto di vista delle reti, quindi, vedo solo la necessità di rafforzare ulteriormente la trasparenza verso i clienti e aiutarli a comprendere quali e quante attività il consulente svolge per loro. Insomma, far percepire il valore aggiunto del servizio. Fatto questo, mi aspetto che i margini restino sostanzialmente confermati". Dello stesso avviso Ragaini, secondo cui chi sarà capace di valorizzare il proprio servizio e il suo valore aggiunto uscirà rafforzato dalla Mifid II: "Come sappiamo, la normativa si concentra sul valore del servizio di consulenza che viene posta al centro del rapporto cliente-consulente. Il focus si sposta dunque sul profilo del cliente e sui suoi bisogni, e in quest'ottica siamo già proiettati sul domani, avendo sviluppato soluzioni interamente personalizzabili. I nostri contenitori sono costruiti su diverse asset-class trasparenti nella modulazione e profilazione per la protezione dei rischi. Sul fronte della consulenza poi l'unicità della nostra piattaforma ci consente di spostare il focus sulla sfera patrimoniale, ponendoci come un unicum di riferimento per la clientela". Probabilmente i margini caleranno solo per quelle aziende che tarderanno ad allinearsi o che hanno modelli distributivi obsoleti con costi di acquisizione clienti molto elevati già oggi. "Per aziende come la nostra, in termini economici, gli investimenti sono stati già fatti gli anni precedenti - interviste Giacomelli - Il grande cambiamento della Mifid II che in molti ancora stentano a comprendere sarà principalmente la relazione tra consulente e cliente; sarà qui che le aziende dovranno dimostrare come supportare i propri consulenti. Noi lo stiamo già facendo in maniera molto concreta".

TRA RETROCESSIONI E VALORE AGGIUNTO

In tema di retrocessioni, poi, la Mifid II stabilisce che potran-



> Massimo Giacomelli
Responsabile della rete
dei consulenti finanziari
di Widiba

Formazione, certificazione Uni Iso, piattaforme di robo for advisor in assenza di conflitto di interesse e a totale architettura aperta saranno i driver strategici

no continuare a essere rimosse solo nel caso in cui venga fornito un reale valore aggiunto. Ma da cosa è definito il valore aggiunto? Per rispondere a questa domanda ci viene incontro l'articolo 11 della direttiva madre, secondo cui è servizio di consulenza a valore aggiunto e di livello superiore la consulenza non indipendente nell'ambito della quale si ha accesso a una vasta gamma di strumenti finanziari adeguati. Inoltre, lo stesso articolo stabilisce anche che il servizio di consulenza di qualità deve essere fornito in combinazione di una valutazione continua del livello di adeguatezza. E anche su questo fronte le reti si dichiarano già pronte. "Noi lavoriamo in totale architettura aperta e in assenza di conflitto di interesse e questo è stato certificato - aggiunge Giacomelli - Questo vuol dire che una vasta gamma di strumenti finanziari per noi è un must; tra i partner abbiamo più di 30 case di gestione e due compagnie di assicurazioni a disposizione. Ritengo però che i requisiti più importanti per fornire un valore aggiunto al cliente siano altri, quali le competenze e la relazione costante tra cliente e consulente, lavorando esclusivamente per la soddisfazione dei bisogni". In Finanza & Futuro, poi, gli asset sono allocati all'85% su prodotti di terzi. "Ogni anno incrementiamo la gamma dei gestori, e quindi dei prodotti, per poter offrire opportunità sempre maggiori ai nostri clienti, sia nel mondo dei fondi, sia nell'ambito dei prodotti strutturati, sia, a tendere, nell'ambito assicurativo", continua Di Muro. E anche Banca Generali può vantare un ventaglio d'offerta molto ampio, con oltre 5mila fondi e diverse soluzioni tra gestioni e altri tipi di strumenti ■

UCITS V, verso il pieno recepimento della direttiva

Il 24 maggio sono entrate in vigore le ultime modifiche apportate alla disciplina secondaria di settore. Le Autorità nazionali hanno accolto gran parte delle richieste avanzate da Assogestioni

di **Roberta D'Apice**, direttore settore legale di Assogestioni

Lo scorso 24 maggio sono entrate in vigore le ultime modifiche apportate alla disciplina secondaria di settore volte a completare il recepimento in Italia della direttiva 2014/91/UE (c.d. UCITS V).

Si tratta, in particolare, dell'Atto di modifica del Regolamento congiunto della Banca d'Italia e della Consob, ai sensi dell'articolo 6, comma 2-bis del Testo Unico della Finanza e, della Delibera Consob n. 19974 del 27 aprile 2017, di modifica del Regolamento Emittenti.

La Delibera Consob ha recepito nell'ordinamento italiano le norme recate dalla direttiva UCITS V relative all'informativa da rendere relativamente al depositario e alle politiche di remunerazione.

Le modifiche attuative delle nuove previsioni sul depositario hanno ampliato lo spettro di informazioni che devono essere fornite nel prospetto d'offerta, avuto riguardo a quelle concernenti i conflitti di interesse che possono sorgere tra l'OICR, il gestore, gli investitori e il depositario, alle informazioni relative all'eventuale delega delle funzioni di custodia nonché al regime di responsabilità per la perdita degli strumenti finanziari tenuti in custodia e per l'inosservanza della disciplina al medesimo applicabile.

Per quanto riguarda le politiche di remunerazione, la Delibera ha, da un lato, individuato le informazioni da riportare nel prospetto relativamente alle "Politiche e prassi di remunera-



> **Roberta D'Apice**
direttore settore legale
di Assogestioni

zione e incentivazione del personale" e, dall'altro, introdotto l'obbligo di indicare nel KIID una dichiarazione attestante che le informazioni aggiornate di dettaglio in merito alla politica e alla prassi di remunerazione e incentivazione del personale sono disponibili sul sito web degli offerenti e che una copia cartacea o un diverso supporto durevole contenente tali informazioni sono disponibili per gli investitori gratuitamente, su richiesta. Con circolare prot. n. 68 del 26 maggio 2017 l'Assogestioni ha fornito alcuni chiarimenti in ordine alle modalità di aggiornamento/rappresentazione delle informazioni sulle politiche di remunerazione nel caso di: (i) OICR la cui offerta sia stata chiusa prima dell'entrata in vigore della Delibera; (ii) OICR la cui offerta sia stata avviata dopo l'entrata in vigore della Delibera, ma prima dell'approvazione della politica di remunerazione (conforme alle disposizioni della Parte 5, Titolo III e all'Allegato 2

del Regolamento congiunto) effettuata entro lo scorso 30 giugno 2017.

Le modifiche al Regolamento congiunto Banca d'Italia-Consob completano il recepimento della disciplina sulle politiche di remunerazione di gestori di OICVM, sostituendo con un nuovo testo il Titolo III e l'Allegato 2: l'intervento normativo persegue l'obiettivo ultimo di delineare una disciplina unitaria ed organica per l'intera industria del risparmio gestito, applicabile pertanto in maniera omogenea sia ai gestori di FIA che a quelli di OICVM.

In particolare, le nuove previsioni del Regolamento congiunto: (i) estendono il campo di applicazione delle regole sulle remunerazioni, precedentemente riferito ai soli gestori di FIA, alle società di gestione di OICVM; ii) introducono alcune precisazioni in materia di ruolo degli organi sociali; iii) disciplinano la struttura della remunerazione complessiva, fornendo alcune indicazioni sulla remunerazione in strumenti finanziari; iv) precisano la portata del principio di proporzionalità; v) chiariscono le modalità di applicazione delle regole per i gestori appartenenti a gruppi bancari o di SIM.

Per quanto riguarda il principio di proporzionalità nell'attuazione della normativa, le Autorità nazionali, accogliendo le richieste dell'Associazione, hanno confermato l'approccio regolamentare seguito in occasione del recepimento della direttiva AIFM, secondo il quale i gestori di dimensioni ridotte e/o meno articolate possono disapplicare alcune previsioni quantitative di maggior dettaglio concernenti la disciplina delle remunerazioni, sulla base di una puntuale valutazione svolta dai medesimi in ordine alla loro non significatività. Inoltre, al fine favorire la corretta applicazione del principio di proporzionalità in relazione alle caratteristiche del gestore, è stata individuata una soglia quantitativa al di sopra della quale i gestori devono considerarsi in ogni caso significativi e, pertanto, tenuti ad applicare la disciplina sulle remunerazioni nella sua interezza.

Specifiche previsioni sono inoltre dettate con riguardo alla composizione della remunerazione, fissa o variabile, e in particolare rispetto al pagamento di una quota della remunerazione variabile in strumenti finanziari: a questo proposito è stato precisato che tale obbligo si applica nei confronti di tutto il personale più rilevante, indipendentemente dal fatto che esso sia coinvolto direttamente o meno nella gestione dei fondi. In tal caso, in linea con quanto proposto da questa Associazione in sede di consultazione, è stato confermato che la conformità al Regolamento può essere assicurata attraverso il collegamento della remunerazione variabile a un paniere bilanciato e rappresentato dall'insieme dei fondi del gestore, in modo da garantire l'allineamento dei compensi del personale con l'andamento complessivo del gestore.

Di peculiare interesse sono inoltre le disposizioni relative alle ipotesi in cui il personale svolga attività soggette a diverse di-



scipline di settore.

In particolare, con specifico riguardo al personale dei gestori appartenenti a un gruppo bancario o di SIM, è stata prevista la possibilità, per la remunerazione del proprio personale, di: a) ricorrere al criterio pro rata, oppure b) applicare all'intera remunerazione di tale personale (indipendentemente dalle attività per le quali è corrisposta) la disciplina di settore ritenuta più efficace per il perseguimento delle finalità della disciplina, ferma restando la necessità di assicurare il pagamento di una parte variabile in strumenti finanziari del FIA o dell'OICVM, a prescindere da quale disciplina di settore si sia deciso di applicare.

Inoltre, per il personale del gestore identificato come "personale più rilevante" per il gruppo bancario o di SIM di appartenenza ai sensi del Regolamento delegato (UE) n. 604/2014, resta ferma l'applicazione dei principi e delle regole previste per il "personale più rilevante" del gruppo, secondo quanto stabilito dalle disposizioni nazionali di attuazione della CRD, anche con riferimento al rapporto tra la componente variabile e la componente fissa della remunerazione». Tuttavia, la circostanza per cui il Regolamento non fa espresso riferimento alla misura del cap previsto dalla disciplina bancaria consente - in accoglimento della posizione manifestata dall'Associazione in sede di consultazione - un maggiore margine di flessibilità laddove il quadro normativo possa svilupparsi in senso favorevole alla disapplicazione di tale previsione nei confronti dei gestori appartenenti ai gruppi bancari o di SIM. L'Associazione sta lavorando per fornire alle proprie Associate indicazioni applicative sulla nuova disciplina in tema di politiche di remunerazione dei gestori di OICVM e FIA ■

QUANDO IL ROBOT ENTRA IN PORTAFOGLIO

Cresce l'interesse per i prodotti di investimento dedicati all'automazione più sofisticata. Il mercato e i governi stanno cercando di sviluppare il fenomeno

di Marco Caprotti, Morningstar Italy

Prima si trovavano solo nei libri di fantascienza. Poi sono apparsi nei film, sono entrati in fabbrica, sono arrivati nelle case e, ormai, stanno prendendo piede nei portafogli degli investitori. I robot, insomma, sono una presenza con cui il mercato deve fare i conti sempre più spesso. Anche come asset di investimento.

Secondo l'Ifr World Robotic Report del 2016 il numero dei robot nelle case è destinato ad arrivare a 31 milioni fino al 2019 rispetto ai 3.700 del 2015. Uno dei maggiori driver della crescita della robotica sarà l'invecchiamento della popolazione. Il fenomeno interessa soprattutto le aree sviluppate come gli Usa, l'Europa e il Giappone, dove il numero dei pensionati supererà presto quello della popolazione lavorativa (dove non è già accaduto). "Queste economie hanno un grande interesse nel raggiungere al più presto una rapida e maggiore automatizzazione", spiega un rapporto di aprile della società di consulenza McKinsey in riferimento alla necessità di aumentare la produttività in un momento in cui potrebbe venire a mancare sufficiente manodopera nelle fabbriche.

La rivoluzione non poteva lasciare indifferenti i giganti dell'hi-tech. Il colosso dell'e-commerce Amazon nel 2012 ha acquisito Kiva, specializzata nella costruzione di magazzini automatizzati. Google da tempo sta portando avanti la sua campagna acquisti nel mondo della robotica con l'obiettivo di arrivare a una tecnologia robotica a portata di consumatori. Nel carrello della spesa è finita anche la giapponese Schaff, una start up che ha sviluppato con successo una macchina che si muove su due gambe. I governi non stanno a guardare. Nel Vecchio Continente la

**ROBOT
OGNI 10 MILA
LAVORATORI**

160



GERMANIA

31



REGNO UNITO

2

**MILIARDI DI
STERLINE**

**L'investimento che la
Gran Bretagna stanzerà
per colmare il gap con la
Germania**



mossa più rilevante è stata la decisione del Regno Unito di stanziare 2 miliardi di sterline per finanziare la ricerca in questo campo e cercare di restringere il gap che la separa dalla Germania, dove oggi ci sono 160 robot ogni 10 mila lavoratori (in UK, secondo i dati della British Automation & Robot Association, sono 31). Gli emergenti, intanto, cercano di non restare indietro. Secondo uno studio di BlackRock la Corea del Sud, che nel campo vanta un'esperienza di quasi 40 anni, ha visto crescere la produzione di automi del 21% l'anno dal 2008. Sempre secondo lo stesso studio, l'utilizzo della robotica potrebbe permettere alla Cina, entro il 2020, di raddoppiare i guadagni pro-capite rispetto ai livelli dell'anno scorso.

Come era prevedibile il mondo dell'asset management sta cercando di sfruttare il trend, anche se l'offerta per il momento, non solo in Italia, non è ricchissima. A marzo Pictet ha dovuto fare il soft closing del suo Robotic HR Eur Acc dopo aver raggiunto i 3 miliardi di euro di asset in gestione in meno di due anni (nel 2016 ha segnato una



Per approfondire
<https://ifr.org/ifr-press-releases/news/world-robotics-report-2016>

INSIGHT

I fondi della categoria Morningstar Azionari settore tecnologia

	ISIN	Società di gestione	Rendimento			
			Da inizio anno	Ann. 3 anni	5 Anni	Dev. Stand. 3 anni
Pictet-Digital HR EUR	LU0474967485	Pictet Asset Management (Europe) SA	21,70			
UBS (Lux) EF Gbl Multi Tech (USD) P	LU0081259029	UBS Fund Management (Luxembourg) S.A.	21,69	23,79	17,06	15,10
Polar Capital Global Technology	IE0030772275	Polar Capital LLP	21,25	26,43	20,63	15,80
T. Rowe Price Global Tech Eq A USD	LU1244139660	T. Rowe Price (Luxembourg) Management S.à r.l.	20,70			
Pictet - Robotics HR EUR Acc	LU1279335027	Pictet Asset Management (Europe) SA	19,76			
GAM Star Technology USD Acc	IE00B5THWW23	GAM Fund Management Limited	19,07	16,47	15,37	16,47
BGF World Technology C2 USD	LU0147408131	BlackRock (Luxembourg) SA	18,98	21,35	16,46	15,86
JPM Europe Technology D (acc) EUR	LU0117884675	JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l.	18,95	18,04	21,44	14,66
JPM US Technology D (acc) USD	LU0117885052	JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l.	17,33	22,92	17,00	17,23
CS (Lux) Global Robotics Equity B USD	LU1330433571	Credit Suisse Fund Management S.A.	17,05			

Fonte: Morningstar Direct - Rendimenti in euro aggiornati al 31 maggio 2017 - I rendimenti a 3 e 5 anni si intendono annualizzati

performance del +9,4%). Nello stesso mese Candriam Investor ha lanciato il suo prodotto tematico dedicato alla robotica e all'intelligenza artificiale. Fra le strategie vendute in Italia, Polar Capital Global Technology è l'unico fondo della categoria Morningstar dedicata alla tecnologia che ha un Analyst rating positivo e che mostra un marcato interesse per il segmento. Secondo gli analisti, può contare su manager di esperienza supportati da un valido team di analisti. L'approccio è caratterizzato dalla convinzione dei due money manager, Nick Evans e Ben Rogoff, di poter creare valore investendo in società in grado di inventare tecnologia all'avanguardia. Questo si traduce in un processo che combina l'analisi tematica (che permette di identificare le aree di crescita dell'industria) con quella bottom up delle società. La categoria di riferimento nel 2016 ha guadagnato il 13,92% (in euro), che diventa +20,9% (annualizzato) negli ultimi cinque anni. Fronte Etf, in Borsa italiana sono quotati due replicanti di questo tipo: iShares Automation & Robotics Etf e Robo Global Robotics and Automations Go Etf. L'alto elemento innovativo che

Previsioni di diffusione dei robot nel mondo

3.700



2015

31
Milioni

2019

caratterizza le società comprese nei panieri che formano il sottostante da replicare rendono questi fondi particolarmente adatti per chi voglia effettuare un investimento con un orizzonte temporale molto lungo ■

INSIGHT

I titoli preferiti di Marzotto Sim

	p/e stimati 2017	Punti di forza	Performance da inizio anno
Bae Systems	15	Player globale in grado di beneficiare di ogni trend di espansione del settore, esposizione di quasi il 40% sugli Usa, oltre il 21% su Arabia Saudita.	10,00%
Leonardo	13,8	Partner dei principali progetti internazionali (inclusi lo sviluppo di Eurofighter e F-35), tra i leader nella produzione di elicotteri. Tra le commesse recenti, un contratto di 7,95 miliardi di dollari per la vendita di 28 Eurofighter al Kuwait.	13,00%
Dassault Aviation	26,6	Produttrice dei caccia Mirage e Rafale ha già siglato nuovi ordini con Arabia, India ed Egitto per un totale di 15,5 miliardi di dollari.	25,00%

Dati aggiornati al 26 maggio 2017

TRUMP METTE IL TURBO AI TITOLI DELLA DIFESA

Il presidente degli Stati Uniti spinge per un aumento degli investimenti nel settore e su contributi più generosi alla Nato da parte degli Stati membri. Tra i titoli da preferire, Bae System, Leonardo e Dassault Aviation

di Giovanna Bellini

I mercati ritengono sia un momento propizio per i titoli del settore della difesa, in una fase in cui il presidente degli Stati Uniti, Donald Trump, spinge per un aumento degli investimenti nel settore e su contributi più generosi alla Nato da parte degli Stati membri. “Anche prima della elezione di Trump e delle sue dichiarazioni di voler aumentare la spesa militare fino al 10% del Gdp, il mercato mondiale della difesa ha registrato una grande espansione, con la crescita assoluta più alta di sempre tra il 2014 e il 2015 a 65 miliardi di dollari, e con stime di crescita anche negli anni futuri”, commenta Alfonso Maglio, responsabile ufficio studi Marzotto Sim. A livello globale, gli Usa sono il maggior esportatore con una quota di mercato del 35%: basterebbe questo ad alimentare ulteriormente la domanda per il settore. Ma poi ci sono anche le tensioni geopolitiche e i cambiamenti negli equilibri di potere mondiali, che secondo un report di un team di Credit Suisse guidato da Nannette He-



> Alfonso Maglio
Responsabile ufficio studi
Marzotto Sim



> Nannette Hechler-Fayd'herbe
Head of investment strategy
& research Credit Suisse

chler-Fayd'herbe, head of investment strategy & research, ha portato a un mondo multipolare, “in cui le potenze regionali sono diventate sempre più assertive nel desiderio di aumentare l'influenza militare in aree ritenute strategiche o politicamente importanti”. In Europa, le linee guida della Nato imporrebbero che gli Stati membri investissero almeno il 2% del Pil, ma solo Uk e Polonia rispettano il target. “Germania e Francia, le due nazioni che si sono impegnate ad aumentare il loro budget per la difesa, da sole contano per il 5% della spesa Nato - commentano da Credit Suisse - Un aumento degli investimenti di questi due Paesi probabilmente farà crescere gli utili delle società della difesa”. Anche Maglio di Marzotto Sim si aspetta maggiori investimenti dai Paesi europei, che dovrebbero portare “opportunità d'investimento soprattutto in ambito azionario che, pur reduce da una buona performance da inizio anno, riteniamo possa ancora continuare a crescere”. Tra i titoli preferiti di Marzotto Sim spiccano Bae System, “che copre tutti i settori della difesa aerea, terrestre e marittima, cui affianca lo sviluppo di tecnologia informatica per la sicurezza dei dati, di importanza sempre più strategica”; Leonardo, tra le prime 10 società nel settore a livello globale, impegnata principalmente nel comparto aerospaziale; e Dassault Aviation, società leader nel settore dell'aviazione, produttrice dei caccia Mirage e Rafale, ora “nel mezzo di una trasformazione aziendale che la renderà più presente sul settore militare rispetto a quello civile” ■



APPROCCIO DISCIPLINATO

DIVERSIFICAZIONE

DIVIDENDI SOSTENIBILI

FLESSIBILITÀ CONTRARIAN

OGNI PERFORMANCE È IL RISULTATO DEI NOSTRI VALORI.

EURIZON FUND AZIONI STRATEGIA FLESSIBILE Z (LU0497418391)

★★★★★
Morningstar Rating™

La strategia d'investimento punta a realizzare rendimenti simili al mercato azionario ma con minore volatilità su un orizzonte temporale di almeno 7 anni e si basa su tre principi:

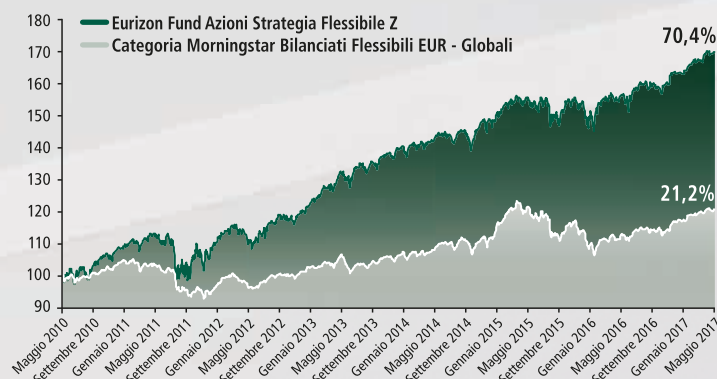
- **DIVIDENDI SOSTENIBILI** ed elevati di 120 società con rendimenti superiori alla media del mercato e volatilità contenuta;
- **FLESSIBILITÀ CONTRARIAN**, un approccio disciplinato che aumenta l'esposizione quando le azioni sono più attraenti e viceversa;
- **DIVERSIFICAZIONE SU AZIONI DI EUROPA E STATI UNITI** in misura variabile tra il 45% e il 100% del portafoglio.

La qualità della gestione è riconosciuta dal rating

5 Stelle Morningstar ★★★★★.

Azioni Strategia Flessibile è un Comparto dell'umbrella fund di diritto lussemburghese Eurizon Fund, istituito da Eurizon Capital SA e gestito da Eurizon Capital SGR S.p.A.

Performance portafoglio dal 20/05/2010 al 31/05/2017 e confronto con l'indice di categoria Morningstar



	2014	2015	2016	2017
Azioni Strategia Flessibile Z	5,81%	3,70%	5,83%	4,25%

Fonte: Elaborazione Eurizon Capital SGR su dati Morningstar. Performance al 31/05/2017, al lordo degli oneri fiscali applicati. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.

Società del gruppo **INTESA**  **SANPAOLO**

www.eurizoncapital.lu

 **EURIZON**
ASSET MANAGEMENT

Il Comparto è destinato esclusivamente agli investitori istituzionali. La pagina contiene informazioni relative ad un fondo comune di investimento di diritto lussemburghese gestito e registrato per la distribuzione in alcuni, ma non tutti i Paesi dell'UE. È responsabilità dell'investitore l'osservanza di tutte le leggi e i regolamenti applicabili nella propria giurisdizione. Le informazioni qui contenute non configurano la prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti o un'offerta di vendita o una sollecitazione all'acquisto di qualsivoglia strumento finanziario o servizio di investimento negli Stati Uniti d'America o a beneficio di qualsiasi soggetto statunitense (intendendosi per tale persone fisiche residenti negli Stati Uniti o società costituite ai sensi della normativa statunitense). Il Fondo non è registrato negli Stati Uniti ai sensi dell' "Investment Company Act" del 1940 e le quote/azioni del Fondo non sono registrate negli Stati Uniti ai sensi del "Securities Act" del 1933. Il presente documento non è destinato a Investitori residenti in Hong Kong ed il suo contenuto non è stato approvato dalla "Hong Kong Securities and Futures Commission". Si consiglia agli investitori di considerare i rischi associati al Comparto, come descritto nella sezione "Rischi Specifici" del Prospetto. Nessuna garanzia viene data agli investitori che l'obiettivo del Comparto sarà effettivamente raggiunto. Eurizon Capital S.A., le proprie affiliate, i propri dirigenti o impiegati non saranno responsabili per qualsiasi danno derivante dal fatto che qualcuno abbia fatto affidamento sulle informazioni contenute nel presente documento e non sarà responsabile per qualsiasi errore e/o omissione (quale a titolo meramente esemplificativo errori o omissioni fatte da terze parti) contenuti in tali informazioni. Le informazioni qui contenute sono suscettibili di modifica senza alcun obbligo da parte di Eurizon Capital S.A. di preventiva comunicazione.

Morningstar Rating™

©2017 Morningstar Italia. Tutti i diritti sono riservati. Le informazioni qui contenute: (1) sono proprietà di Morningstar e/o dei suoi fornitori di contenuti (2) non possono essere copiate o distribuite (3) non se ne garantisce l'accuratezza, la completezza e la tempestività. Morningstar non è responsabile per qualunque danno o perdita derivante dall'uso di queste informazioni. La performance passata non è garanzia di risultati futuri. Per i comparti lussemburghesi i Rating Morningstar sono solo per le classi istituzionali; altre classi hanno differenti caratteristiche di performance. Rating al 30/04/2017.

GLI STRUMENTI SRI EMERGENTI

BGreen e social bond

Sono obbligazioni emesse con l'obiettivo di finanziare progetti i cui benefici possono essere sia ambientali che sociali. Queste obbligazioni hanno caratteristiche finanziarie equivalenti alle obbligazioni convenzionali. In molti casi l'emittente aderisce ai 'Green Bond Principles': linee guida di trasparenza e rendicontazione che garantiscono l'integrità del processo di impatto e del risultato del finanziamento.

Azioni e obbligazioni emesse da società ad alto impatto ambientale e sociale

Sono identificate come società ad impatto tutte quelle società che operano secondo le migliori pratiche ambientali, sociali e di buon governo (Esg) e una consistente quota dei loro profitti deriva da prodotti o servizi in grado di fornire un concreto aiuto al raggiungimento di obiettivi di sviluppo sostenibile.

Più sostenibilità per tutti

Gli strumenti della finanza sostenibile non hanno nulla da invidiare, in termini di performance, ai prodotti più tradizionali. E aiutano a ridurre il rischio di portafoglio. Ma l'interesse degli investitori stenta a decollare. Occorre più informazione

A

nche quest'anno al Salone del Risparmio si è parlato, e molto, di finanza sostenibile. La domanda che aleggiava nei 7 incontri del percorso dedicato a finanza sostenibile ed impact investing era: Abbiamo abbastanza risorse per sostenere gli attuali tassi di crescita economica e per fornire mezzi di sostentamento sufficienti ai 9 miliardi e passa di persone che popoleranno il nostro pianeta nel 2050 e oltre? "Sì - risponde Bnp Paribas Asset Management - ma dovrebbero avvenire cambiamenti fondamentali nel nostro modello di crescita economica e, non meno importante, c'è bisogno di investimenti significativi per fornire le tecnologie, i prodotti e i servizi che porteranno gli incrementi di produttività di risorse necessari ad incontrare le crescenti domande economiche e sociali". E la Sgr di matrice francese si è attrezzata da tempo con una gestione SRI totalmente integrata su tutti i centri d'investimento e declinata in una ampia gamma di prodotti di investimento.

Intanto, l'interesse per la finanza sostenibile tra gli investitori cresce ma forse non quanto dovrebbe, almeno nel Belpaese. Anzi, nell'ultimo anno, si registra addirittura un piccolo passo indietro. Sulla base di uno studio condotto da Lifegate, la segmentazione degli italiani sull'interesse e il coinvolgimento verso la sostenibilità, infatti, vede nel 2017 gli appassionati fermi al 29%, la stessa percentuale del 2016, con gli interessati scesi al 30% (33% l'anno prima e il 25% nel 2015) e i disinteressati in rialzo al 41% (erano il 38% nel 2016, ma il 60% nel 2015). Un problema quasi sicuramente culturale. Come

“

**SRI non vuol dire (solo) etico
L'investimento SRI punta
a promuovere lo sviluppo
sostenibile, cioè un'attività
economica che prenda in
considerazione i bisogni delle
generazioni future. Ha un
approccio di lungo termine e
incorpora i fattori ambientali
sociali e di governance
dell'impresa**

testimonia un recente sondaggio tra i consulenti finanziari condotto da Candriam, un'altra Sgr che ha fatto della sostenibilità un leit motiv della sua offerta. Stando ai risultati del sondaggio, sono ancora diffuse molte false credenze, anche tra i professionisti del settore. A partire dal fatto che la finanza SRI sia spesso considerata sinonimo di finanza etica (v. box). Inoltre, nono-



DI MANUELA MAZZOLENI

Direttore operations e mercati
di Assogestioni

stante nel recente passato gli strumenti di finanza responsabile abbiano reso più dei loro corrispondenti prodotti tradizionali, mostrando una minor volatilità, c'è la convinzione che la finanza SRI penalizzi il rendimento. Insomma, c'è una scarsa informazione in merito alla finanza sostenibile. Non a caso, tra i principali driver per promuovere gli investimenti SRI, più dell'80% dei partecipanti al sondaggio targato Candriam ritiene che occorra una maggiore diffusione dell'informazione sugli strumenti responsabili, nonché una maggiore valorizzazione della loro valenza sociale (il 60% dei partecipanti). Ed è Etica Sgr, pioniera dell'investimento sostenibile in Italia, che ha fatto del Salone un'occasione di formazione sui concetti chiavi dell'investimento sostenibile con un focus specifico sul rapporto tra rischio finanziario e Esg (environmental social and governance).

E poi, ci sono le performance. Che parlano da sole. Secondo uno studio condotto da Morningstar su fondi globali, SRI e non, su un orizzonte temporale che va dal 2002 al 2016, i fondi socialmente responsabili hanno un profilo di rischio/rendimento simile, se non leggermente migliore rispetto all'universo dei prodotti gestiti. Il gruppo Farad è giunto alla stessa conclusione, anche se su un orizzonte temporale più breve (2014-2016), valutando un database proprietario, il PureSRI, comprensivo di circa 300 fondi SRI (circa 100 obbligazionario con un Aum di 20 miliardi di euro, circa 200 azionari, con un Aum di 40 miliardi, e circa 20 bilanciati e flessibili, con un Aum di 5 miliardi). Negli ultimi 3 anni (dati aggiornati al 30 dicembre 2016), i fondi equity hanno guadagnato poco meno del 35%, quelli bilanciati circa il 25%, mentre quelli con una

connotazione obbligazionaria hanno reso circa il 10 per cento. Insomma, il rendimento non manca, e per di più la decorrelazione con gli asset più tradizionali aiuta a ridurre il rischio di portafoglio. E la decorrelazione è sicuramente uno dei punti di forza che caratterizza una delle strategie di investimento sostenibile che crescono con maggior forza a livello globale, ovvero l'impact investing. A livello nazionale, è Sella Gestioni la Sgr che maggiormente si sta impegnando su questo fronte, proposto al Salone come l'ultima frontiera per il promotore finanziario evoluto; impegno che si è tradotto di recente nel lancio del primo fondo italiano di investimento ad impatto quotato in Borsa e nella presentazione dell'interessante report di impatto del fondo. Anche Ubs ha approfittato della platea del Salone per rimarcare il proprio impegno verso un approccio di lungo termine verso gli investimenti, che resta una delle chiavi per la sostenibilità degli investimenti ■

LE NEWS “RESPONSABILI”

Patrimoni italiani pronti all'Esg

La maggioranza degli investitori istituzionali italiani (Fondazioni, Fondi pensione e Family Office) ha avviato la riflessione sugli investimenti Sri, superando il concetto di filantropia. Inoltre, nel portafoglio cominciano ad apparire quote tangibili di asset Sri: il 17,24% rivela di avere un'esposizione inferiore al 5%, mentre il 26% va oltre il 10 per cento. Infine, oltre la metà dei soggetti dice di valutare investimenti in aziende, prediligendo, nel 57% dei casi, la capacità di integrare la Csr nella governance. Sono i risultati del sondaggio che ETicaNews ha rivolto a un panel di oltre 140 investitori istituzionali.

Portafogli con Esg al raddoppio

Gli asset Esg sono destinati a raddoppiare nei portafogli nell'arco di un biennio. E a coprire circa la metà (il 50%) degli investimenti. Lo rileva la ricerca di Bnp Paribas "Great Expectations: ESG – What's next for asset owners and managers" condotta sul perimetro di una platea mondiale che ha coinvolto 461 rispondenti, 223 fund manager e 228 asset owner, il tutto per un totale di circa 5,4 miliardi di dollari di gestito.

Il consulente Sri è donna

Sono il 46% i consulenti finanziari donna americani che ritengono l'investimento responsabile parte fondamentale del proprio lavoro, contro il 38% degli advisor uomini. Inoltre, il 44% di consulenti donna raccomanda ai clienti lo Sri, contro il 35% degli uomini. Lo rivela il report di Eaton Vance Adviser "Top-of-Mind Index", indagine effettuata su 1.001 advisor finanziari statunitensi nel primo trimestre di quest'anno.



IL COMMON REPORTING STANDARD E QUALIFIED INTERMEDIARY AGREEMENT

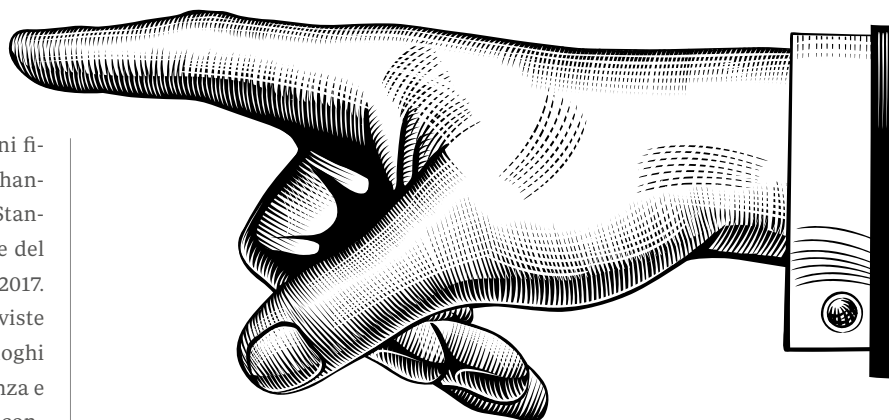
di **Domenico Serranò e Laura Scapini**,

rispettivamente executive director e senior manager di Emeia Financial Services - Tax

D

a quest'anno è attivo lo scambio automatico d'informazioni finanziarie tra l'Italia e i Paesi partecipanti all'Automatic Exchange of Information (Aeoi) attraverso il Common Reporting Standard (CrS), elencati nell'allegato D del Decreto Ministeriale del 28 dicembre 2015, modificato con il Decreto del 17 gennaio 2017. La due diligence e la segnalazione dei conti finanziari previste dalla normativa CrS riflettono criteri sostanzialmente analoghi a quelli Fatca, con alcune particolarità, tra cui: la cittadinanza e la nascita non rilevano come indizi di residenza fiscale; il conto chiuso dovrà essere sempre segnalato con saldo a zero; nel contesto italiano, la segnalazione dovrà essere trasmessa anche qualora l'istituzione finanziaria non avesse intrattenuto conti finanziari oggetto di segnalazione (nil reporting). Quest'ultimo adempimento determinerà ulteriori oneri a carico delle istituzioni finanziarie italiane, fornendo tuttavia limitati contributi all'emersione delle violazioni collegate alle classificazioni CrS. L'obbligo del nil reporting parrebbe dunque collegato a finalità di controllo dell'amministrazione finanziaria, volte a creare un elenco di istituzioni finanziarie simile alla lista delle financial institutions munite di "Giin" previsto dalla normativa Fatca, sebbene questo elenco non sia contemplato dalla normativa CrS. Nel 2017, oltre ai nuovi adempimenti sopra descritti, le istituzioni finanziarie che abbiano sottoscritto o rinnovato, il Qualified Intermediary Agreement statunitense, e che agiscono dunque con obblighi di withholding agent in base alle disposizioni dell'Internal Revenue Code, dovranno recepire alcune importanti modifiche normative.

Tra l'altro, dovranno essere valutati i nuovi obblighi di tassazione dei dividend equivalent payments derivanti da notional principal contracts e da equity linked instruments, con sottostanti



strumenti di capitale statunitensi che distribuiscono dividendi, e che abbiano un delta pari a 1 nel 2017, e pari o superiore a 0,8 dal 2018. Queste disposizioni hanno l'obiettivo di contrastare il dividend washing, riqualificando come dividendo la componente del provento che trae origine da queste distribuzioni e che, prima della modifiche normative, veniva classificato come provento di altra natura, generalmente soggetto a tassazione solo nel Paese di residenza fiscale del beneficiario.

Inoltre, a decorrere dal 2017, i soggetti diversi dalle persone fisiche, residenti in un Paese che ha stipulato un trattato contro le doppie imposizioni sui redditi con gli Stati Uniti, e che intendono usufruire dei benefici fiscali convenzionali, dovranno attestare il rispetto della specifica clausola di "limitation on benefits" (LOBs) prevista dal trattato.

Riguardo ai suddetti adempimenti, gli intermediari finanziari dovranno astenersi dal fornire assistenza fiscale alla clientela/controparti, per evitare il rischio di incorrere in eventuali azioni di risarcimento danni, sanzioni fiscali statunitensi, e rischi reputazionali ■

AXA IM entra nei Pir

Il gestore del fondo AXA WF Framlington Italy, Guibout: "Eravamo già Pir prima dei Pir"

Anche AXA IM entra nel mondo dei Pir. E lo fa con il fondo AXA WF Framlington Italy (dal 19 giugno Pir eligible), un prodotto azionario Italia ad alta convinzione e basso turnover, che investe in società large, mid e small cap. "In realtà, eravamo già Pir prima dei Pir - spiega il gestore Gilles Guibout - Le small cap hanno sempre fatto parte dell'universo d'investimento di AXA WF Framlington Italy. Riteniamo, da sempre, che sia importante investire sulle aziende del Belpaese puntando non esclusivamente sulle large cap. AXA WF Framlington Italy ha sempre avuto un'esposizione alle società non Ftse Mib tra il 20% e 30 per cento. Negli ultimi 10 anni la media è stata circa il 25 per cento. Abbiamo quindi ritenuto fosse naturale renderlo compatibile con la normativa sui Pir, con solo una variazione minima del portafoglio e nessuna modifica sostanziale della sua strategia".

Da inizio anno a oggi, grazie proprio all'introduzione dei Pir, si è assistito a una forte crescita di interesse nei confronti delle small cap: questo ha determinato un aumento delle valutazioni, ma anche il rischio che il prezzo dei titoli non rifletta più i fondamentali. Per questo motivo bisogna essere molto selettivi e attenti alla capacità delle società di avere posizioni competitive forti nel lungo termine.

"Il nostro processo di selezione è basato, oltre che sulla liquidità, anche sulla sostenibilità e sulla ciclicità - fa notare Guibout - Non si può prescindere dal valutare il livello di sostenibilità del business sottostante, visto che già oggi le valutazioni sono un po' tirate. Inoltre, è anche importante guardare a quelle società che già in passato hanno saputo crescere tramite acquisizioni e che hanno un management che si è dimostrato già valido nel corso del passato. Bisogna poi considerare che da qui a 5 anni il ciclo economico potrebbe cambiare: un titolo legato a un business non ciclico potrebbe sostenere anche valutazioni più elevate. Investire in un titolo legato a un business ciclico comporta il rischio che una valutazione già cara oggi diventi ancora più cara".



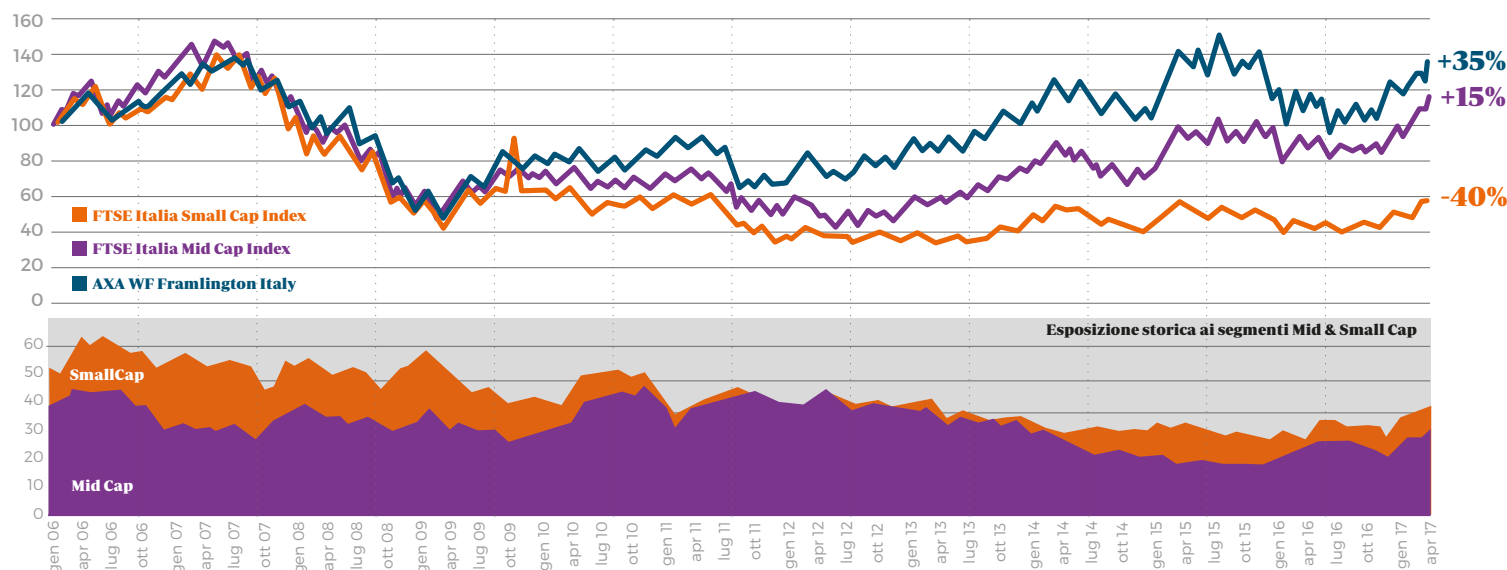
> Gilles Guibout,
portafoglio manager di AXA IM

Tre ragioni per investire nel fondo Pir di AXA IM

- **Un fondo ad alta convinzione**, ovvero concentrato su 30-40 titoli, con una strategia d'investimento basata sull'individuazione e la conoscenza approfondita di società che offrono fondamentali solidi, un vantaggio competitivo e potenziale di crescita degli utili.
- **Elevata liquidità**. Almeno metà del portafoglio deve poter essere venduto in un solo giorno di Borsa, importante per gestire il rischio di liquidità in investimenti in small cap. Questi titoli infatti presentano un implicito rischio di liquidabilità, in particolare in mercati più 'sottili' quali quello italiano e nei momenti di stress, quando sono più difficili da scambiare.
- **Esperienza nei Pir**, già prima dei Pir. Gilles Guibout gestisce il fondo dal 2006, vanta 20 anni di esperienza nella gestione dei fondi azionari dell'eurozona. Più di 10 anni di track record, rappresentativo di una strategia "Pir già prima dei Pir".

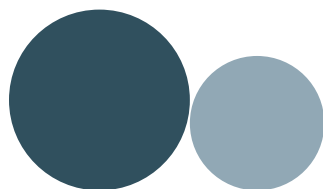
L'andamento del fondo AXA WF Framlington Italy

Più di 10 anni di investimenti in Small e Mid cap



La ricchezza finanziaria delle famiglie "private" a fine 2016

1000
miliardi



730
miliardi

La ricchezza gestita dall'industria del private banking

900 mila

Il numero di clienti delle private bank

PRIVATE BANKING IN MOVIMENTO

Il settore sta vivendo un cambiamento strategico. Le pressioni regolamentari, il calo della marginalità di prodotto e la concorrenza di nuovi attori colpiscono un po' tutti i player

di Vittoria Ricci



Oltre 730 miliardi di euro in gestione, 900mila clienti e una crescita a doppia cifra anno su anno. Il private banking italiano è pronto a una svolta e tra cessioni, acquisizioni da parte di grandi gruppi che vogliono rafforzarsi nel settore, quotazioni e nuove iniziative, si prevedono mesi di grandi movimenti. Movimenti che dipendono in generale dal cambiamento di pelle che il settore ha dovuto compiere di recente.

LA FOTOGRAFIA DEL SETTORE

“Il private banking per molti anni in Italia è stato solo un segmento dell'attività dedicata dalle banche alle famiglie: l'elemento distintivo era essenzialmente dato dalla ricchezza attuale o potenziale della clientela - dice a Focus Risparmio Antonella Massari, segretario generale dell'Associazione italiana private banking (Aipb) - Le esperienze fatte in altri Paesi, in primo luogo Stati Uniti e Svizzera, hanno progressivamente creato, dopo il 2000, una identità sempre più distinta da quella dell'attività bancaria tradizionale. Gli elementi di differenziazione si sono espansi dalle caratteristiche della clientela a quelle del personale coinvolto, dei servizi offerti, della tecnologia utilizzata. La crisi del 2008 ha poi evidenziato che il private banking assorbe meno capitale rispetto ad altri pezzi dell'attività bancaria, rendendo il suo contributo ai conti economici ancora più significativo. Un ultimo passo mancante è un quadro normativo che prenda

atto del fatto che il private banking si sta affermando come industria a se stante che richiede contenuti normativi diversi dal mercato retail”.

I numeri del mercato di riferimento hanno dimensioni rilevanti per il nostro Paese. La ricchezza finanziaria delle famiglie “private” era stimata a fine 2016 superiore ai 1.000 miliardi; di questa ricchezza, oltre 730 miliardi è gestita dall'industria del private banking. “Una dimensione in costante crescita dal 2010 - continua Massari - con una clientela concentrata prevalentemente nella fascia di ricchezza compresa tra 1 e 5 milioni”.



Le banche estere si sono affacciate sul mercato italiano forti dell'esperienza sviluppata nei loro Paesi di origine e si sono focalizzate prevalentemente sulla fascia alta di clientela cercando talvolta un legame con le attività di Investment Banking

LO SCENARIO FUTURO

Come evolve allora il private? In larga maggioranza il mercato è oggi presidiato dai gruppi bancari tradizionali dotati di strutture societarie separate o aree di business con strategie dedicate a clientela Private. Al loro fianco si sono sviluppati altri tre tipi di operatori: le banche estere, le boutique e le reti di consulenti finanziari. “Le banche estere - spiega Massari - si sono affacciate sul mercato italiano forti dell'esperienza sviluppata nei loro Paesi di origine e si sono focalizzate pre-

valentemente sulla fascia alta di clientela cercando talvolta un legame con le attività di Investment Banking. Le boutique hanno fatto proprie le esperienze internazionali facendo leva sull'attenzione al cliente e sulla riservatezza: gli operatori tendono sempre più ad avere caratteristiche comuni nell'offerta al cliente ma a organizzarsi in maniera differente".

Massari prevede un aumento delle boutique, "che avranno anche dimensioni molto piccole e che lavoreranno in tandem con i gruppi bancari. Altre si specializzeranno sempre più in settori di nicchia proponendo al proprio cliente di usare in contemporanea le grandi strutture Private per le attività che non sono oggetto della propria specializzazione. Alcune banche italiane di dimensioni minori e di minore specializzazione sceglieranno di allearsi anch'esse con operatori di maggiori dimensioni, che hanno già investito nel settore e potranno offrire loro un adeguato mix di costo e qualità. Si assisterà, in sintesi, a un'evoluzione simile a quella avvenuta nel mercato del risparmio gestito".

E la conferma arriva proprio dai movimenti nel mercato di cui parlavamo in apertura: "L'industria del private banking è nel pieno di uno cambiamento strategico - conferma a Focus Riccardo Ambrosetti, fondatore e presidente di Ambrosetti Asset Management Sim - Le pressioni regolamentari, il calo della marginalità di prodotto, la concorrenza di nuovi attori, spesso non convenzionali, colpiscono un po' tutti i player. La reazione va nella direzione di razionalizzare ed ottimizzare i vari aspetti della catena del valore. Naturalmente le risposte mutano a seconda delle dimensioni dei player, della localizzazione legislativa, dei progetti a medio termine. Alcuni tratti comuni sono però evidenti: innanzitutto le tematiche che guidano le scelte nell'ambito della distribuzione convergono sulla crescita delle masse anche per vie esterne, sull'opportunità di esportare il modello verso mercati e target di clientela più ampi, sulla riorganizzazione del modello distributivo anche attraverso l'adozione di soluzioni fintech. Dal lato offerta, si manifestano tipicamente tendenze volte al rinnovo della gamma prodotti e, in alcuni casi, anche al ripensamento di alcuni aspetti di processo".

I MOVIMENTI IN ATTO

In tutte queste situazioni vengono oggi considerati strategici due aspetti: "la crescita per vie esterne e lo sfruttamento

INSIGHT

La ricchezza delle famiglie "private"

	Numero Famiglie	Var. % 2016/2015	Patrimonio in mln di euro	Var. % 2016/2015
oltre 10.000.000	8.414	0,80%	167.602	2,20%
5.000.000 - 10.000.000	21.801	0,10%	158.804	0,80%
1.000.000 - 5.000.000	170.722	0,10%	364.011	1,10%
500.000 - 1.000.000	428.984	0,10%	338.820	1,00%
Totale	629.921	0,10%	1.029.237	1,20%

Dati Aipb a fine 2016

di processi e soluzioni data driven. Alcuni riferimenti attuali possono essere rappresentati da Barclays, che troverà nuova linfa dalla integrazione con CheBanca!, o da Banca Cesare Ponti, destinata a integrarsi con una realtà presumibilmente di maggiori dimensioni per scalare il modello ad oggi proposto in autonomia. Anche nell'universo delle Sim e delle Sgr di dimensioni medio-piccole rileviamo molto fermento e riteniamo probabile assistere nei prossimi mesi a diversi fenomeni aggregativi che porteranno a mutamenti anche sostanziali dell'offerta".

Tra le banche sistemiche interessate a rafforzare la funzione di wealth management sicuramente figura Intesa Sanpaolo, il cui ad Carlo Messina non ne fa mistero. Un ruolo di primo piano lo ha già conquistato Banca Generali, grazie a una serie di operazioni di M&A tra il 2001 e il 2008 e che negli ultimi cinque anni ha visto ingressi di nuovi banker nell'ordine di 100 all'anno e ora ne conta 1.850. Su un piano diverso, un campione dell'M&A cross-border è Azimut: tante micro acquisizioni nei cinque continenti, privilegiando Paesi dove il ciclo di vita del risparmio gestito non è ancora maturo, ovvero America Latina, Turchia e l'Asia oppure l'Australia dove gli incentivi alla previdenza complementare stanno facendo crescere rapidamente il settore.

Mentre tra i soggetti sul mercato figura Banca Intermobiliare, sulla cui vendita l'azionista di maggioranza Veneto Banca ha dichiarato di voler stringere i tempi a questa estate e gli aspiranti acquirenti non mancherebbero. Banca Cesare Ponti, gruppo Carige, è una Cenerentola già messa in vendita nel 2015 e poi ritirata dalla piazza: pare che però adesso la banca genovese voglia di nuovo cederla. In questo fermento, si inserisce la quotazione di Kairos, di cui si parla da anni. Il fondatore Paolo Basilico attende mercati finanziari tonici per preparare lo sbarco a Piazza Affari: chissà se quelli del 2017 lo soddisferanno ■

INSIGHT	I rendimenti dei fondi pensione								
	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
Fondi negoziali	2,70%	2,70%	7,30%	5,40%	8,20%	0,10%	3,00%	8,50%	-6,30%
Fondi aperti	2,20%	3,00%	7,50%	8,10%	9,10%	-2,40%	4,20%	11,30%	-14,00%
Pip nuovi	---	2,50%	2,90%	3,20%	3,30%	3,20%	3,20%	3,10%	3,10%
Rivalutazione Tfr	1,50%	1,20%	1,30%	1,70%	2,90%	3,50%	2,60%	2,00%	2,70%

Elaborazione su dati Covip - Dati 2016 provvisori

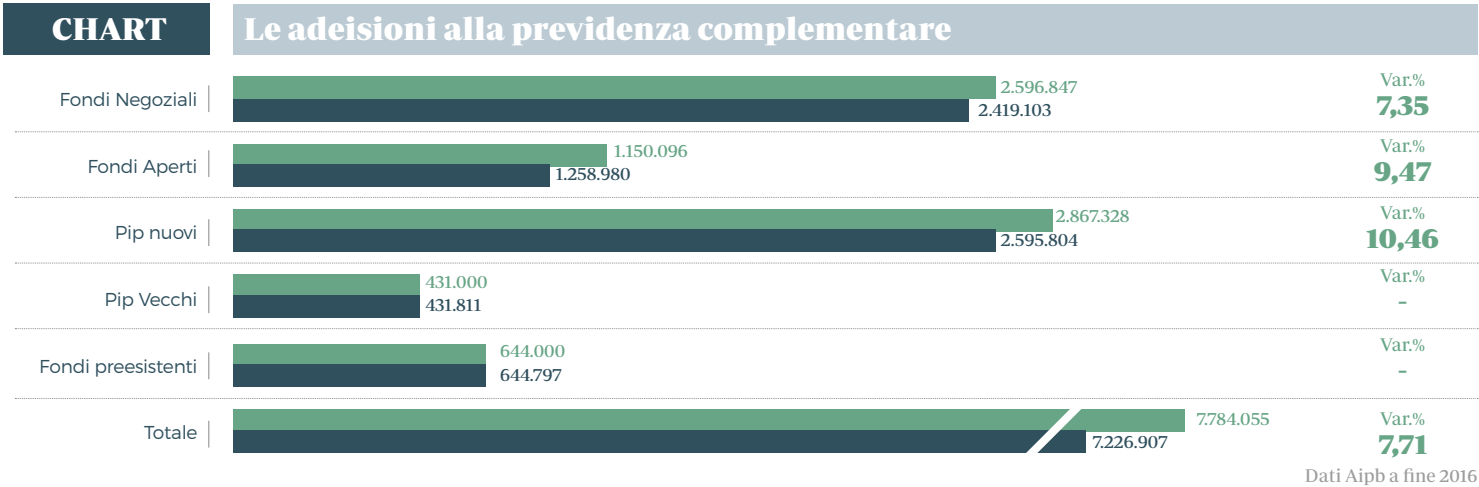
FONDI PENSIONE SALVI DAL BAIL-IN

La conferma arrivata nelle ultime settimane potrebbe incentivare le adesioni, che continuano a viaggiare col freno a mano tirato. Ma bisogna intervenire anche su altri fronti: portabilità, irreversibilità e fiscalità

di Andrea Dragoni

Il sottosegretario di Stato al Ministero dell'Economia e delle Finanze, Pier Paolo Baretta, aveva annunciato importanti novità. Lo aveva fatto intervenendo in collegamento video durante la conferenza "Pensioni su misura, le novità in arrivo dall'Europa" che ha tenuto banco nella terza giornata del Salone del Risparmio 2017, il 13 aprile. In quell'occasione, Baretta aveva posto l'accento sulla discontinuità dell'occupazione e sull'ingresso ritardato dei giovani, "una situazione che porta a buchi di tipo previdenziale. Senza occupazione, il quadro

previdenziale di lungo periodo diventa drammatico". È fondamentale trovare una soluzione per compensare questo vulnus. "E in quest'ottica la pensione integrativa rappresenta lo strumento principale". Per favorire la previdenza complementare, però, è necessario intervenire su più fronti. "A partire dagli incentivi fiscali - ha sottolineato Baretta - Il Governo ci sta lavorando, anche sugli incentivi indiretti. Si deve andare avanti e favorire un tessuto di welfare di carattere europeo".



FONDI PENSIONE FUORI DAL BAIL-IN

E proprio lunedì 29 maggio è arrivato il primo “incentivo”. O meglio una forma di incentivo, anche se non propriamente fiscale. Un emendamento alla manovra-bis (primo firmatario Giovanni Sanga) approvato in Commissione Bilancio ha stabilito di escludere i fondi pensione dal bail-in. In sostanza, sulle somme di denaro e sugli strumenti finanziari della forma pensionistica complementare depositate a qualsiasi titolo presso un depositario non sono ammesse azioni da parte dei creditori del depositario, del sub-depositario, o nell'interesse degli stessi. Immediato il plauso di Assofondipensione, che nella persona del presidente Giovanni Maggi ha espresso soddisfazione per l'emendamento: “Sono stati accolti i molteplici solleciti, anche tecnici, pervenuti dalla nostra Associazione al Legislatore. La tutela del risparmio previdenziale è e deve rimanere inviolabile”. L'esclusione dal bail-in, però, non è stata estesa alle forme di previdenza obbligatoria, come le Casse. Ma tra le associazioni c'è ottimismo. “L'emendamento di oggi pomeriggio rappresenta un primo passo importante cui dovrebbe necessariamente seguire l'esclusione dal bail-in anche delle casse sanitarie e delle fondazioni bancarie”, precisa Sergio Corbello, presidente di Assoprevidenza.

LA CRESCITA C'È, MA ANCORA LENTA

L'esclusione dei fondi pensione dal bail-in potrebbe rappresentare un incentivo importante alle sottoscrizioni, che a dieci anni dalla riforma continuano a viaggiare con il freno a mano tirato. Secondo gli ultimi dati Covip disponibili (dicembre 2016), il totale degli iscritti alla previdenza complementare è di 7,8 milioni con una crescita nell'ultimo anno del 7,7 per cento. Entrando più nel dettaglio, i fondi negoziali hanno registrato un incremento di 177mila iscritti (7,3%). Ma è stato un incremento “drogato” dal meccanismo di adesione contrattuale ai fondi rivolto ai lavoratori del settore edile. Segno che negli altri settori i lavoratori continuano a essere reticenti verso la previdenza complementare. Eppure, i fondi pensione, nelle sue diverse forme (aperti, negoziali e Pip), continuano a offrire anno dopo anno un rendimento superiore al Tfr. I dati ancora provvisori evidenziano una performance media del 2,7% per i fondi negoziali (i comparti azionari hanno reso il 4,1%) e del 2,2% per i fondi aperti (+3,7% per i prodotti equity), contro una rivalutazione del Tfr inferiore al 2%, considerando che l'inflazione ha navigato attorno allo zero per tutto l'anno. Dalla riforma a oggi solo in due occasioni il Tfr è riuscito a battere i fondi pensione: nell'annus horribilis dei mutui subprime, il 2008, quando i negoziali hanno perso il 6,3% e i fondi aperti sono crollati del 14%, e nel 2011, quando l'inflazione media si è attestata al 2,78 per cento.

È evidente che il mondo della previdenza complementare va rivitalizzato, intervenendo su quelli elementi che frenano le adesioni, come la portabilità e l'irreversibilità della scelta di destinare il Tfr ai fondi pensione. Ma anche la fiscalità non aiuta. I guadagni in conto capitale degli strumenti di previdenza integrativa subiscono una tassazione del 20 per cento. Un'aliquota che va contro la logica di questi prodotti: il risparmio a lungo termine per colmare il gap tra ultimo stipendio e pensione di primo pilastro ■

EUROPA

Pepp, la grande scommessa

Sui fondi sovranazionali ci sono grandi aspettative. Ma i nodi da sciogliere sono tanti, a partire dalla fiscalità. Vallacqua (Bocconi): “Indispensabile anche educare”

di Andrea Dragoni

Si chiamano Pepp e promettono di rivoluzionare il mercato della previdenza complementare. Sono i Pan-European Personal Pension product, prodotti pensionistici standardizzati su scala Ue, quindi uguali per tutti i cittadini europei, capaci di rispondere alle diverse esigenze previdenziali. Una sorta di scatola pensionistica che può contenere al suo interno diversi strumenti finanziari, compresi fondi comuni e polizze assicurative. Nel 2012, la Commissione europea avviò una consultazione sui prodotti previdenziali che rilevò l'elevato grado di insoddisfazione da parte dei consumatori sull'attuale offerta prodotti. I clienti chiedevano allora strumenti più innovativi e in grado di rispondere alle loro esigenze. E la risposta a questa insoddisfazione può essere trovata proprio nei Pepp.

Sul futuro di questo nuovo prodotto ci sono grandi aspettative. Si stima di poter raccogliere nei prossimi 10 anni 2mila miliardi di euro. Ma i nodi da sciogliere sono ancora tanti, come conferma a Focus Risparmio Francesco Vallacqua, docente a contratto Università Bocconi e Liuc: “A partire dalla fiscalità che andrebbe uniformata tra tutti i Paesi Ue”. Un esercizio non facile, visto che ci sono alcuni Stati che continuano a viaggiare lungo la propria direttrice. “Il sistema di tassazione prevalente è quello EET, che prevede l'esenzione in fase di contribuzione, l'esenzione in fase di accumulo e la tassazione in fase di erogazione – sottolinea Vallacqua – Noi, invece, utilizziamo un sistema ETT (esenzione, tassazione e tassazione, ndr)”. E la divergenza tra i vari modelli potrebbe dar luogo a un problema di doppia tassazione. Da qui la necessità di uniformare il trattamento fiscale se si vuole agevolare la diffusione dei Pepp. In Italia, poi, il capital gain prodotto dai fondi pensione viene tassato al 20 per cento. “Un errore – aggiunge ancora il docente della Bocconi – in quanto i fondi pensione sono stati assimilati a strumenti finanziari. Ma non sono strumenti tradizionali, tant'è vero che non sono inclusi nel Tuf”. Anche l'educazione giocherà un ruolo importante. “In Italia si fa ancora molta confusione tra forme di previdenza nazionali e sovranazionali – conclude Vallacqua – Bisogna intervenire anche in tal senso, oltre che su una maggiore trasparenza e sulla portabilità dei fondi pensione”.

Mondo

45

Il fascino irresistibile degli emergenti

Migliore quadro macro, ripresa delle materie prime e riforme rendono attraenti le valutazioni di azioni, bond e valute

“I primi cento giorni di presidenza hanno stimolato i rendimenti dell’azionario globale, ma il meno convenzionale tra tutti i presidenti Usa deve ora rimboccarsi le maniche e mettere mano ad alcune delle riforme promesse in campagna elettorale per proseguire in questo momento di slancio positivo”



Verso un Trump “Slump”

Dopo oltre 100 giorni dall'insediamento di Trump, le politiche pro-crescita ancora non si sono concretizzate. Un gap tra aspettative e realtà che se confermato sarebbe deleterio per i mercati



Pagine a cura di Laura Magna

Lungi dall'essere stata la tragedia annunciata dai soliti cigni neri, l'elezione di Donald Trump ha avuto, perlomeno su Wall Street, un effetto booster. “L'inattesa vittoria di Trump - dice a Focus Risparmio Nicolas Janvier, gestore azionario Usa di Columbia Threadneedle Investments - si è tradotta in un rialzo del 10% dell'S&P 500, ma il motivo per cui il mercato ha reagito in questo modo è che i Repubblicani hanno inaspettatamente mantenuto il controllo della Camera dei Rappresentanti, accrescendo la loro maggioranza in Senato. Questo è stato un aspetto importante, giacché il mercato ha compreso che un presidente favorevole alla crescita e che ha il controllo del governo sarà in grado di far approvare politiche pro-crescita incontrando una minore opposizione”. Ma quanto è sostenibile questo momentum, cento e passa giorni dall'ascesa al governo degli Usa del controverso magnate?

I PRIMI 100 GIORNI

“I primi cento giorni di presidenza - secondo Stephen Mitchell, head of strategy global equity di Jupiter Asset Management - hanno stimolato i rendimenti dell'azionario globale, ma il meno convenzionale tra tutti i presidenti Usa deve ora rimboccarsi le maniche e mettere mano ad alcune delle riforme - delle tasse e della regolamentazione - promesse in campagna elettorale per proseguire in questo momento di slancio positivo”.

Insomma, il Trump Bump potrebbe presto trasformarsi in Trump slump, se si confermerà il gap tra aspettative e realtà. “I mercati sono stati spinti fortemente al rialzo dalla promessa di mettere in atto politiche pro-crescita, approvate dal Congresso - conferma Erik Weisman, chief economist di Mfs Investment Management - Ma la realtà è stata un'altra. L'amministrazione ha speso una notevole quantità di capitale nelle riforme introdotte nel settore dell'healthcare e nel combattere le accuse di ►

Riforme. Quali sono state realizzate e quali no / 1



Infrastrutture

Tra le politiche pro-crescita di Trump, senza dubbio la volontà di aumentare le spese infrastrutturali è tra le più importanti. Anche perché la spesa per infrastrutture in percentuale del Pil si è attestata in media al 4,5-5% dal 1950, ma oggi è intorno al 3 per cento. Nonostante il Presidente Trump abbia parlato della possibilità di varare un programma di spesa per infrastrutture da 1.000 miliardi di dollari, lo scenario più accreditato considera più probabile un aumento di 250 miliardi. E qui Trump ha un grande nemico: il tempo. Potrebbe essere necessario un minimo di 5 anni per iniziare i lavori sui progetti per le grandi infrastrutture come nuove autostrade, sistemi di trasporto, ponti e aeroporti. E dunque i veri benefici potrebbero arrivare solo alla fine del suo mandato.



Protezionismo e immigrazione

Protezionismo e immigrazione sono i punti di debolezza della politica di Trump, quelli potenzialmente molto penalizzanti per l'economia del Paese. Il commercio, con un inasprimento dei dazi doganali, potrebbe venire danneggiato in maniera pesante. C'è da dire però che l'iniziale aggressività di Trump sulla questione ha già lasciato il posto a toni più pacati e Trump ha tirato i remi in barca su alcune cose, sulle accuse alla Cina di manipolazioni valutarie e sulle minacce di ritiro degli Stati Uniti dal Nafta, per esempio. Se però il programma iniziale fosse attuato, secondo gli esperti si potrebbe tradurre in un -0,7% sul Pil al 2019. Sul fronte dell'immigrazione, il numero di immigrati è passato dai 2,2 milioni del 1980 a 11,7 milioni nel 2014 e questa crescita ha inciso positivamente sull'economia degli Usa: una misura aggressiva volta a contenere l'immigrazione avrebbe dunque effetti deleteri, nell'ordine del 2% del Pil entro il 2020.



> Andrea Delitala
Head of euro Multi Asset
di Pictet Asset
Management



> Nicolas Janvier
Gestore azionario Usa di
Columbia Threadneedle
Investments

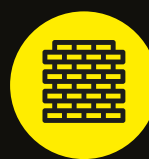
abusi. Nel frattempo, le politiche pro-mercato, come la riforma delle tasse e i programmi sulle infrastrutture, sono state lasciate al caso; cosa che ha potenzialmente posticipato un qualsiasi impatto fiscale alla fine del 2017 o, più probabilmente, al 2018". Ma anche se "nelle ultime settimane il sentiment reflazionario si è ridotto e le aspettative su un'imminente attuazione di politiche pro-crescita da parte dell'amministrazione Trump si sono abbassate - continua Weisman - i prezzi del mercato hanno subito delle correzioni minime, con la valutazione azionaria a livelli record. Probabilmente i mercati sono fermi su valori alti perché hanno smesso di credere che la Fed risponda alla Trumponomics riducendo il proprio stimolo all'economia, e che alzi i tassi con maggiore gradualità. Il dollaro e i tassi di interesse, tuttavia, suggeriscono uno scenario diverso e fanno retromarcia sul corso adottato dopo le elezioni che aveva accompagnato l'ottimismo intorno alla Trumponomics".

LA MINACCIA DEL PROTEZIONISMO

E l'agenda di Trump contiene anche una parte rischiosa: "quella più regressiva - precisa Andrea Delitala, head of euro Multi Asset di Pictet Asset Management - ovvero quella protezionistica, che porta con sé una componente distruttiva anche per la crescita di chi la opera per primo. L'agenda di Trump è tuttavia stata rallentata dai recenti stop posti dal Congresso su immigrazione, Obamacare e lo stesso protezionismo, che potrebbe dunque essere parte di una strategia negoziale: la minaccia del protezionismo usata per ottenere dollaro debole. C'è poi il tema dell'inflazione: è salita come previsto, ma a guardare i dati annuali pare che il picco di tutti i Cpi del mondo, dovuto all'effetto base sulla componente energetica, sia già alle spalle. Non sarà dunque un problema di quest'anno, salvo che il prezzo delle materie prime non si ritenga destinato a un trend in rialzo o che la Trumponomics, potenzialmente inflazionistica, non produca i suoi effetti nell'immediato. Ipotesi che tuttavia riteniamo improbabili". ►

Le promesse di Trump

Ecco lo stato di avanzamento delle promesse elettorali, segnalate sul programma, che Trump avrebbe dovuto completare nei suoi primi 100 giorni di governo



IMMIGRAZIONE

8 PUNTI A PROGRAMMA

7 in progress

1 non iniziato



SICUREZZA

5 PUNTI A PROGRAMMA

2 in progress 1 Completato

1 non iniziato



COMMERCIO

5 PUNTI A PROGRAMMA

2 in progress 1 Completato

1 non iniziato 1 Fallito



ENERGIA E CLIMA

3 PUNTI A PROGRAMMA

1 in progress 1 Completato

1 non iniziato



GOVERNO FEDERALE

8 PUNTI A PROGRAMMA

2 in progress 2 Completato

4 non iniziato 1 Fallito



POLITICHE ECONOMICHE

8 PUNTI A PROGRAMMA

8 non iniziato



HEALTHCARE

5 PUNTI A PROGRAMMA

1 in progress

4 non iniziato

Fonte: <http://www.track-trump.com/>

Riforme. Quali sono state realizzate e quali no / 2



Sgravi fiscali e rimpatrio degli utili

Gli sgravi fiscali per le persone fisiche sono poco probabili, mentre sono possibili quelli sulle imprese, attualmente tassate fino al 35 per cento. Un'aliquota che difficilmente viene applicata alla big corp che ha una dimensione globale e che invece, paradossalmente, viene pagata dai piccoli produttori locali. Trump ha promosso un taglio fino al 15%, ma secondo i gestori potrà arrivare al 20-25%. Un effetto della tassazione attuale è che molte delle aziende americane scelgono di non riportare in patria i profitti che fanno con attività oltre oceano. Una somma di denaro stimata in oltre 2 trilioni di dollari per le maggiori 500 aziende Usa. Il rimpatrio di questi fondi con una "tax holiday" che consiste nel dare alle imprese una finestra temporale in cui i profitti esteri vengono tassati del 10% potrebbe corrispondere a un rientro massiccio dei capitali, che andrebbero a diretto beneficio di investimenti o operazioni di M&A in terra yankee.



La deregolamentazione

In campagna elettorale il presidente ha promesso di semplificare e tagliare la burocrazia: ci riuscirà se è vero che regole e norme che disciplinano le attività delle imprese dipendono da organismi regolatori i cui responsabili Trump può nominare direttamente. E ovviamente con uomini di fiducia nelle stanze dei bottoni l'attuazione delle promesse elettorali sarà possibile.

Ma Trump si è distinto per una particolare lentezza nel procedere alle nomine. Mentre sulle leggi ha fatto qualcosa: ha approvato una legge sulla privacy online che permetterà ad alcune aziende di vendere le informazioni sulle abitudini dei consumatori su internet ad altre imprese che sono in grado di vendere loro beni e servizi. I Repubblicani, sensibili a un ulteriore allentamento dell'onere normativo sulle imprese statunitensi, soprattutto nel settore finanziario, potrebbero sostenerlo.

“

Trump potrebbe puntare a un taglio moderato delle tasse sulle persone e sulle società anziché preferire un taglio massiccio all'interno di una vasta riforma fiscale, senza grossi benefici per l'economia o un pacchetto di riforme fiscali significative ma senza fondi che lo supportino, che determinerebbe un grosso deficit fiscale”

I POSSIBILI SCENARI

L'attuazione di Trumponomics, insomma, è la chiave di volta della futura evoluzione dello scenario. Weisman ipotizza tre possibili approcci: "Il primo è quello di accontentarsi di qualche frutto legislativo facilmente raggiun-



> Erik Weisman
Chief economist di Mfs
Investment Management

gibile. Per esempio, Trump potrebbe puntare a un taglio moderato delle tasse sulle persone e sulle società anziché preferire un taglio massiccio all'interno di una vasta riforma fiscale, senza grossi benefici per l'economia - dice l'economista di Mfs Investment Management - Il secondo approccio consiste nel proporre un pacchetto di riforme fiscali significative ma senza fondi che lo supportino, che determinerebbe un grosso deficit fiscale". Il terzo approccio è un'imponente ristrutturazione del sistema tributario americano, inclusa l'adozione di una border adjustment tax (Bat). Questa imposta sarebbe calcolata sulle importazioni, mentre le esportazioni sarebbero esenti da tributi. Una Bat garantirebbe grossi ritorni alle casse dello Stato, conseguentemente rendendo possibile un taglio alle imposte che gravano sulle società. Questo approccio è quello più rischioso sia dal punto di vista politico che economico, e sembra essere quello meno probabile in questo momento - conclude Weisman - Tuttavia, considerando la propensione all'imprevedibilità che caratterizza questa amministrazione, non si può escludere a priori" ■

Il fascino irresistibile degli emergenti

Migliore quadro macro, ripresa delle materie prime e riforme rendono attraenti le valutazioni di azioni, bond e valute

di Gaia Giorgio Fedi

Gli investitori tornano a guardare con ottimismo ai mercati emergenti. “Il quadro macroeconomico è promettente, soprattutto se raffrontato con quello di pochi anni fa”, commenta Luca Gianelle, responsabile della branch italiana di Russell Investments. Un effetto di vari fattori: “Le esportazioni, ma in generale gli indicatori di crescita, appaiono in buona salute: la stabilizzazione del prezzo del petrolio e in generale delle materie prime ha avuto effetti positivi, l’inflazione

è sotto controllo, le politiche monetarie sono più accomodanti e gli utili societari robusti”. Inoltre, il ciclo di rialzo dei tassi da parte della Fed “è meno aggressivo di quanto atteso”. La view costruttiva “trova giustificazione nelle valutazioni fondamentali, attraenti a confronto con quelle dei Paesi sviluppati, e nella sottovalutazione delle valute”, argomenta Gianelle, convinto che il ciclo sia positivo, “benché ci sia il rischio di surriscaldamento ▶



> Wojciech Stanislawski
gestore del Comgest Growth Emerging Markets

Flessibilità e diversificazione nei portafogli

di Gaia Giorgio Fedi

Gli emergenti tornano in auge. Ma nel costruire un portafoglio va ricordato che "la divergenza tra rendimenti potrebbe essere ampia, ed è importante diversificare ed essere flessibili, sia a livello di asset class sia di Paesi", commenta Aymeric Forest, gestore del fondo Schroder ISF Emerging Multi-Asset Income di Schroders, che suggerisce una gestione attiva, con approccio multiasset e focus income. "L'idea di esporsi attraverso gli investimenti passivi può essere allettante - argomenta - ma le esposizioni che ne risulterebbero, basate su indici tradizionali, potrebbero essere troppo concentrate (l'indice Msci Em Equity ha un'allocazione superiore al 70% in Asia, ndr)". Inoltre, un approccio passivo puro non sfrutterebbe i continui cambiamenti delle correlazioni sia tra Paesi sia tra asset class, spiega Forest.



> **Luca Gianelle**
Responsabile della
branch italiana di Russell
Investments

Luca Gianelle, responsabile della branch italiana di Russell Investments, ha un approccio "costruttivo sull'azionario con un sovrappeso su Turchia, Russia e Brasile, dove il recente sell-off è in grado di offrire opportunità su singoli titoli". L'esperto suggerisce un sovrappeso sul debito emergente in valuta locale rispetto a quello in valuta forte, con un'esposizione in particolare su Messico, Polonia e Colombia. "Manteniamo una buona fetta del portafoglio in liquidità, per incrementare opportunisticamente le nostre posizioni soprattutto sulla componente obbligazionaria in presenza di episodi che possano generare volatilità, come il possibile impeachment del presidente Temer in Brasile", conclude Gianelle.

in specifici mercati".

Sul fronte azionario, "dopo 5 anni di rallentamento, i meccanismi di equilibrio macroeconomico e gli sforzi riformistici nelle principali economie come India, Cina e auspabilmente Brasile hanno migliorato le previsioni", commenta Wojciech Stanislawski, gestore del Comgest Growth Emerging Markets. Inoltre, "la crescita delle classi medie continua a essere un driver significativo, in particolare in Asia. Le società hanno iniziato un periodo di accelerazione economica con un'asset base più snella; gli utili saranno ancora molto dinamici", sostiene Stanislawski.

Per una selezione bottom-up il gestore apprezza l'equity cinese, soprattutto su consumi e servizi. "L'accesso al secondo più grande azionario al mondo apre le porte a molte società di qualità e il mercato non è ancora efficiente", spiega. In una prospettiva top-down, Stanislawski predilige l'India, dove "gli sforzi riformistici sembrano andare nella giusta direzione", mentre ha dubbi su Brasile, che "rischia di tornare indietro, se le riforme non saranno portate avanti", e Turchia, "ancora assai dipendente dai capitali stranieri". Le prospettive sono positive anche sull'obbliga-



> **Penelope Foley**
Gestore del fondo Tcw
Emerging Markets
Income Fund

Con un rendimento medio del 5-6%, crediamo che le valutazioni dell'obbligazionario siano attraenti: oltre il 60% dei bond globali rende meno del 2%

zionario. "Ci aspettiamo quest'anno una discesa dei tassi di default dei bond high yield dal 5 al 2%", commenta Penelope Foley, gestore del fondo Tcw Emerging Markets Income Fund. "Inoltre, con un rendimento medio del 5-6%, crediamo che le valutazioni dell'obbligazionario siano attraenti: oltre il 60% dei bond globali rende meno del 2%". Quanto alle aree più interessanti, Foley spiega che la maggior parte dei guadagni di Tcw viene messa a segno in tempo di riforme. Per esempio, "ci siamo esposti per tempo in Argentina, India e Indonesia, tutti andati in rally dopo importanti riforme strutturali". Inoltre spesso i titoli che il mercato ritiene tra i più rischiosi "possono presentare opportunità attraenti", prosegue la fund manager.

Per Foley anche le valute emergenti sono interessanti: "nonostante il rally, restano ancora in calo di oltre il 25% in media dal 2013 e riteniamo possano risalire, alla luce del miglioramento dei fondamentali"

Formazione e Lavoro

48

**Educazione finanziaria,
la strada è ancora lunga**

L'indagine Pisa 2015 mostra un quadro ancora a tinte fosche. Solo un quindicenne su 10 è in grado di comprendere argomenti complessi

**"La presenza di una
costruttiva trasmissione
famigliare del valore del
denaro e del risparmio
sul futuro delle nuove
generazioni è un elemento
sul quale l'Italia ha fatto
notevoli passi avanti"**





1/10 uno studente su dieci (il 12%) è in grado di comprendere argomenti complessi come l'imposta sul reddito



1/4 dei partecipanti alla prova di financial literacy non è in grado di prendere decisioni semplici sulla spesa quotidiana, collocandosi al di sotto del "Livello 2"

Educazione finanziaria, la strada è ancora lunga

L'indagine Pisa 2015 mostra un quadro ancora a tinte fosche. Solo un quindicenne su 10 è in grado di comprendere argomenti complessi. L'Italia? Migliora, ma rimane sotto la media Ocse

di Andrea Dragoni

Gli studenti più preparati? I cinesi. Mentre quelli meno "informati" sono i sudamericani di Cile, Perù e Brasile. È la classifica della prova di "financial literacy" che ha sostenuto un gruppo di 48mila adolescenti selezionati tra i 12 milioni di quindicenni che hanno partecipato all'indagine Pisa 2015 (Programme for International student assessment).

È la seconda volta che "Pisa" è stata utilizzata per valutare la capacità degli studenti di affrontare situazioni di vita reale che coinvolgono questioni e decisioni finanziarie. E i risultati dipingono un quadro dell'alfabetizzazione finanziaria a livello globale ancora a tinte fosche. Nel confronto con la precedente immagine (2012), infatti, c'è stato un leggero peggioramento, con il punteggio medio dei Paesi Ocse che è calato di 10 punti. In particolare, i cali più evidenti riguardano Polonia, Australia, Repubblica Slovacca e Spagna, mentre Italia e Russia mostrano gli incrementi più significativi.

I PRINCIPALI RISULTATI

Complessivamente soltanto uno studente su dieci (il 12%) è in grado di comprendere argomenti complessi come l'imposta sul reddito, mentre uno su quattro (il dato preciso è il 22%) dei partecipanti alla prova di financial literacy non è in grado di prendere decisioni semplici sulla spesa quotidiana, collocandosi al di sotto del "Livello 2", che nell'indagine è considerata la "baseline". Nel test di alfabetizzazione finanziaria, le prestazioni studentesche sono valutate attraverso cinque livelli di competenza, ciascuno dei quali rappresenta 75 punti. Pertanto, una differenza di prestazioni di un livello di competenza rappresenta un significativo divario nelle prestazioni. In particolare, gli allievi di "Livello 2", considerata appunto la "baseline", stanno iniziando ad applicare le proprie conoscenze per prendere decisioni finanziarie e utilizzano le

CHART	Risultati medi			
	Punteggio medio	Percentuale al di sotto del Livello 2		Percentuale al Livello 5
Media Ocse-10	489		22,30%	11,80%
Cina	566		9,40%	33,40%
Belgio	541		12,00%	24,00%
Prov. del Canada	533		12,70%	21,80%
Russia	512		10,90%	10,50%
Paesi Bassi	509		19,20%	17,50%
Australia	504		19,70%	15,40%
Stati Uniti	487		21,60%	10,20%
Polonia	485		20,10%	8,00%
Italia	483		19,80%	6,50%
Spagna	469		24,70%	5,60%
Lituania	449		31,50%	3,70%
Rep. Slovacca	445		34,70%	6,30%
Cile	432		38,10%	3,10%
Perù	403		48,20%	1,20%
Brasile	393		53,30%	2,60%

informazioni per prendere decisioni finanziarie in contesti immediatamente rilevanti per loro. Al "Livello 3", invece, gli studenti hanno la competenza prevista al "Livello 2" e cominciano anche a considerare le conseguenze delle decisioni finanziarie e dei piani finanziari.

Guardando la classifica generale, a ottenere il punteggio più alto è stata la Cina (566), con solo il 10% degli studenti al di sotto del "Livello 2" e il 33,40% di quindicenni al "Livello 5". Seguono il Belgio e il Canada, rispettivamente con 541 e 533 punti. Fanalini di coda, Cile, Perù e Brasile, con quest'ultimo che vede più della metà degli adolescenti (53,30%) al di sotto del "Livello 2" e solo ►

33,40%

Sono i quindicenni cinesi che si posizionano al livello 5, garantendo la miglior piazza al loro Paese

KAIROS

LA FINANZA AMICA DELL'ECONOMIA REALE.



Con i nuovi Piani Individuali di Risparmio (PIR) approvati dal Governo è possibile diversificare gli investimenti, sostenere le PMI italiane e ottenere importanti esenzioni fiscali.

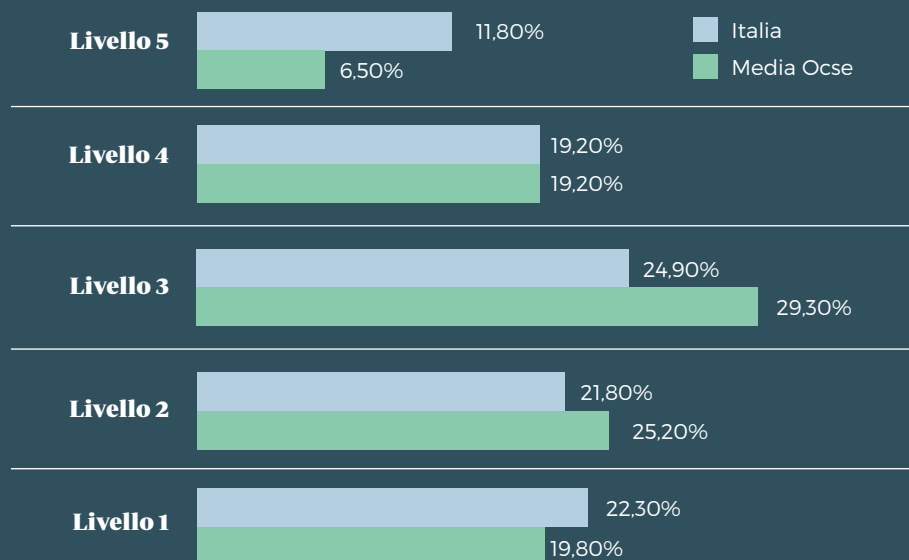
Kairos. Siamo le occasioni che cogliamo.

Educazione Finanziaria



CHART

I Livelli di competenza in alfabetizzazione finanziaria



Che cos'è Pisa

Il Programma di valutazione internazionale degli studenti, noto come Pisa (Programme for International Student Assessment,) è uno studio triennale che valuta il livello acquisito dagli studenti quindicenni che sono giunti al termine della scuola dell'obbligo, mediante la raccolta e l'analisi di dati ottenuti da prove e questionari in merito alle conoscenze, alle competenze e al contesto in cui gli studenti vivono e apprendono. L'indagine è quindi in grado di fornire una serie di dati comparativi tra paesi che i policy maker e altre parti coinvolte possono utilizzare per adottare decisioni basate su elementi concreti. L'indagine Pisa 2015 sulle competenze finanziarie è stata la seconda di questo genere. Quindici Paesi ed economie hanno partecipato all'indagine del 2015, tra cui 10 paesi ed economie dell'area OCSE: Australia, Comunità fiamminga del Belgio, sette province del Canada (Columbia Britannica, Manitoba, Nuovo Brunswick, Terranova e Labrador, Nuova Scozia, Ontario e Isola del Principe Edoardo), Cile, Italia, Paesi Bassi, Polonia, Repubblica Slovacca, Spagna e Stati Uniti e cinque Paesi ed economie partner: Brasile, quattro province/comuni in Cina (Beijing, Shanghai, Jiangsu, Guangdong), Lituania, Perù e la Federazione Russa. Otto paesi/economie hanno partecipato a entrambe le indagini del 2012 e del 2015: Australia, Comunità fiamminga del Belgio, Italia, Polonia, Federazione Russa, Repubblica Slovacca, Spagna e Stati Uniti.

il 2,60% al "Livello 5". "I giovani oggi affrontano scelte finanziarie più impegnative e prospettive economiche e di lavoro più incerte, date la rapida trasformazione socioeconomica, la digitalizzazione e il cambiamento tecnologico - ha commentato Angel Gurría, segretario generale dell'Ocse, in occasione della presentazione dei risultati a Parigi lo scorso mercoledì 24 marzo - Tuttavia spesso mancano l'istruzione, la formazione e gli strumenti per prendere decisioni informate su questioni che influenzano il loro benessere finanziario. Questo rende ancora più evidente la necessità di lavorare tutti insieme per far crescere il livello medio dell'alfabetizzazione finanziaria".

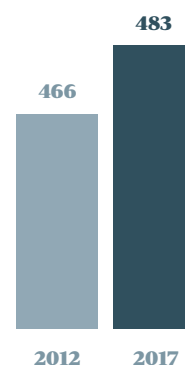
FOCUS SULL'ITALIA

Nell'indagine 2015, l'Italia ha migliorato il punteggio rispetto all'edizione 2012 (483 contro 466), scavalcando a metà classifica la Spagna. "La presenza di una costruttiva trasmissione familiare del valore del denaro e del risparmio sul futuro delle nuove generazioni è un altro elemento sul quale l'Italia ha fatto notevoli passi avanti - sottolinea Claudia Segre, fondatore di Global Thinking Foundation e membro del board di Assiom Forex - A dimostrazione di una aumentata percezione dell'importanza che hanno le decisioni finanziarie per i quindicenni nella vita di oggi, dalla gestione della paghetta alle tariffe del cellulare, sino alle valutazio-

ni di futuri risparmi". Nonostante il miglioramento, l'Italia rimane al di sotto della media Ocse. In particolare, circa il 20% degli studenti in Italia non riesce a raggiungere il livello di riferimento per le competenze finanziarie. Solo il 6% degli studenti in Italia raggiunge il livello più alto nella scala Pisa, rispetto a una media del 12% nei Paesi ed economie dell'area Ocse partecipanti all'indagine. Tali studenti sono in grado di analizzare prodotti finanziari complessi, risolvere problemi finanziari non tipici e dimostrare una comprensione del panorama finanziario più ampio. Segno evidente che, nonostante le numerose iniziative nate negli ultimi anni, bisogna lavorare ancora molto sull'educazione finanziaria. A partire dalle scuole. In Italia, l'educazione finanziaria non fa parte dei programmi scolastici, ma dal 2007 la Banca d'Italia e il Ministero dell'Istruzione hanno adottato un programma specifico nelle scuole interessate. L'educazione finanziaria viene impartita in classe da professori formati da personale della Banca d'Italia. Una valutazione condotta nell'anno scolastico 2008/2009 ha dimostrato che il programma è riuscito ad aumentare le conoscenze in ambito finanziario degli studenti che hanno partecipato al programma. Nell'anno scolastico 2015/2016, il programma si è rivolto a oltre 60.000 studenti delle scuole superiori. Avanti così ■

+17

L'Italia migliora rispetto all'edizione 2012





SOME STARS ARE BRIGHTER THAN OTHERS

La gestione patrimoniale orientata al valore,
da oltre 15 anni.

 **BANOR**
SIM SpA

Talento, Passione, Risultati.

IN UN MONDO CHE CAMBIA,
**IL FUTURO DEL PIANETA
È ANCHE NEI NOSTRI PIATTI.**



PARVEST SMaRT FOOD*

Il fondo investe a livello globale lungo tutta la catena del valore del settore alimentare in aziende che contribuiscono a salvaguardare l'ambiente e a produrre cibo di qualità. Investi per un mondo migliore.

bnpparibas-am.it



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

**L'asset manager
per un mondo
che cambia**

Il valore degli investimenti e il reddito da essi generato possono diminuire oltre che aumentare ed è possibile che gli investitori non recuperino il capitale inizialmente investito. La performance storica non è indicativa di risultati futuri.

*SMaRT Food: Sustainably Manufactured and Responsibly Transformed Food ossia "cibo prodotto in modo sostenibile e trasformato in maniera responsabile". Parvest SMaRT Food è un comparto di PARVEST, Sicav di diritto lussemburghese conforme alla Direttiva UCITS V.

BNP Paribas Asset Management France è una società di gestione di investimenti autorizzata in Francia dalla «Autorité des Marchés Financiers (AMF)» con il numero GP 96002; società per azioni con capitale di 70.300.752 euro, ha sede legale al n. 1 di boulevard Haussmann, 75009 Parigi, Francia, RCS Paris 319 378 832. www.bnpparibas-am.fr.

Il presente avviso è prodotto dalla società di gestione di investimenti, ha natura pubblicitaria e viene diffuso con finalità promozionali. Le opinioni espresse nel presente avviso rappresentano il parere della società di gestione di investimenti alla data indicata e sono soggette a modifiche senza preavviso. Prima dell'adesione, gli investitori devono leggere attentamente la versione più recente del prospetto e del documento contenente le informazioni chiave per l'investitore (KIID) degli strumenti finanziari disponibili presso le sedi dei collocatori e le filiali dei soggetti incaricati dei pagamenti e sul sito web della società di gestione di investimenti.