

FR

FocusRisparmio

ANNO 5 - NUMERO 6 - AGOSTO / SETTEMBRE 2017

€5,90

PREVIDENZA

Pepp, dalla Commissione Ue
una proposta di regolamento

CYBER SECURITY

Aumenta l'esigenza di proteggere
reti e sistemi informatici

INVESTIMENTI

Grecia, torna
la fiducia

DOLCE EUROPA

Il Vecchio Continente pare aver momentaneamente superato le sfide che lo hanno visto protagonista negli ultimi mesi. Dal pericolo populismi, alla Brexit, passando per la crisi Greca. Ora anche i periferici diventano appetibili

ELEZIONI

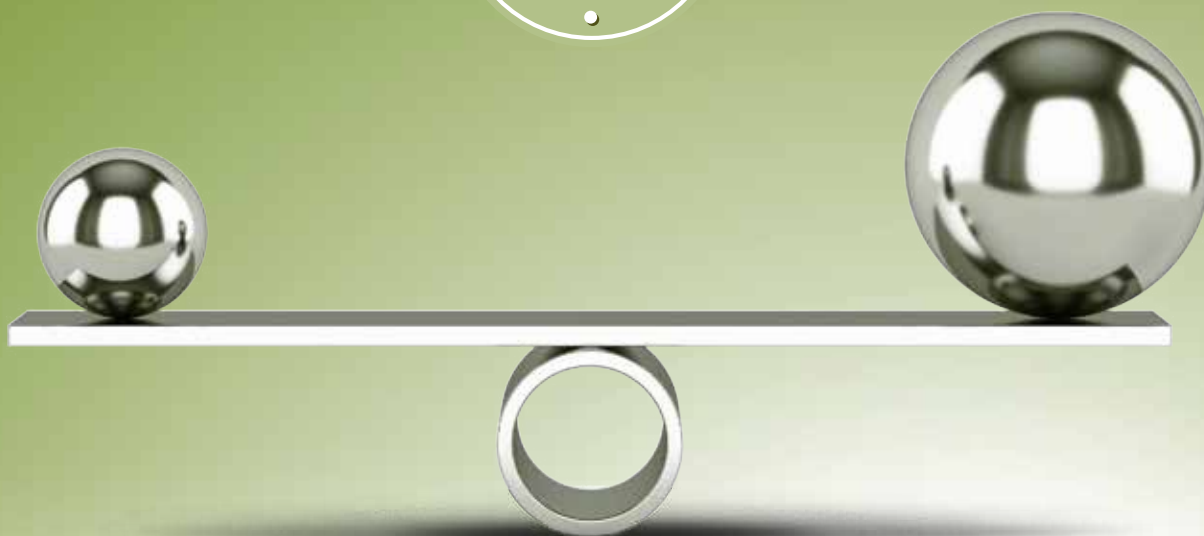
A settembre si tifa
Merkel

ARCAECONOMIA**REALE**



INVESTIAMO INSIEME AGLI IMPRENDITORI DI SUCCESSO

PIANO
INDIVIDUALE
DI RISPARMIO



ARCA ECONOMIA REALE EQUITY ITALIA
ARCA AZIONI ITALIA

I Fondi PIR Azionari, esenti da tasse,
che investono nell'eccellenza italiana



APPROCCIO DISCIPLINATO

DIVERSIFICAZIONE

DIVIDENDI SOSTENIBILI

FLESSIBILITÀ CONTRARIAN

OGNI PERFORMANCE È IL RISULTATO DEI NOSTRI VALORI.

EURIZON FUND AZIONI STRATEGIA FLESSIBILE Z (LU0497418391)

★★★★★
Morningstar Rating™

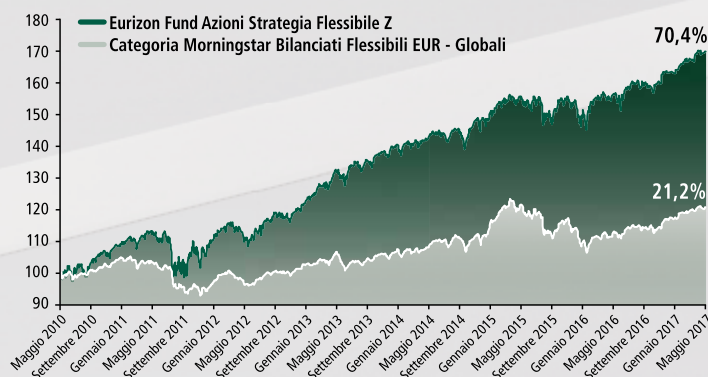
La strategia d'investimento punta a realizzare rendimenti simili al mercato azionario ma con minore volatilità su un orizzonte temporale di almeno 7 anni e si basa su tre principi:

- **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.

EUROPA E ITALIA

Legame sempre più stretto tra il gestito e l'Italia	pag. 8
I fondamentali delle Sgr italiane Redditività stabile ed equilibrata	pag. 10
Il sistema del voto di lista italiano e il contesto internazionale	pag. 12
Periferici Ue di nuovo in voga	pag. 16
Brexit, molto rumore per nulla	pag. 18
A settembre si tifa Merkel	pag. 20
Uk, negoziato rigoroso ma non rancoroso	pag. 21
Italia si fa largo il centrodestra	pag. 22
QE, nuvole nere all'orizzonte dell'Italia	pag. 24
Banche, oltre alle venete ci sono altri focolai di crisi	pag. 26
Target Market, Esma detta le linee guida	pag. 28
Pepp, dalla Commissione Ue una proposta di regolamento	pag. 30
Sri, è il momento della governance integrata	pag. 32
Opportunità inflation linked ma con prudenza	pag. 34
Tra Mifid II e informazioni sui costi	pag. 36

MONDO

Cresce la voglia di cyber security	pag. 39
Brasile e Cina su tutti	pag. 43
Tra le categorie di fondi Atene non ha rivali	pag. 44
Avanti col debito emergente	pag. 46

FORMAZIONE E LAVORO

Recepimento Esma Un'occasione sprecata	pag. 48
Il valore della leadership collettiva	pag. 49





EFPA Italia

Meeting 2017

I nuovi lidi della Finanza

Palazzo del Cinema • Lido di Venezia
12/13 Ottobre 2017

2002 • 2017

15

ANNI INSIEME

Per iscrizioni e informazioni:

www.efpaitalia-eventi.it • eventi@efpa-italia.it • Tel. 02 6709973



CHE FORTE QUESTO “GESTITO”

I Pepp potrebbero essere un ulteriore propulsore per la crescita dell'industria

Chi lo avrebbe mai detto! La Grecia è campione d'Europa al giro di boa 2017. Con una performance da guinness, quasi il 30% per il mercato azionario, che vale 3 volte quella messa a segno dall'Eurostoxx50. In pochi ci avrebbero scommesso. E in pochi lo hanno fatto. Ma gli investitori che hanno scommesso sul resto d'Europa possono comunque dirsi soddisfatti. Tutto il Vecchio Continente ha regalato buoni rendimenti. In particolare i Paesi della periferia, i cari e vecchi Pigs, che surclassando i mercati core sono tornati prepotentemente alla ribalta. Rimane un po' più indietro l'Italia, che a quanto pare anche da un punto di vista economico sta crescendo (e crescerà) meno rispetto agli altri Paesi. Lo si legge anche nelle ultime stime del Fondo monetario internazionale (Fmi). In un contesto in cui l'Europa crescerà nel 2017 dell'1,9% spicca soprattutto la Spagna, con un Pil che a fine anno dovrebbe attestarsi al +3,1%. Bene anche i Paesi core, come Germania e Francia, rispettivamente con un Pil a +1,8% e +1,5%, mentre l'Italia, nonostante il balzo dal precedente 0,8% all'1,3% rimane fanalino di coda. L'Fmi ha fatto poi notare che dal prossimo anno e fino al 2020 l'espansione del Belpaese si ridurrà all'1 per cento. Segno evidente che bisogna continuare a lavorare sulle situazioni di difficoltà agendo, volendo utilizzare le parole del Fondo monetario internazionale, in maniera "tempestiva".

E un sostegno rilevante all'economia reale dell'Italia potrebbe arrivare dall'industria tricolore del risparmio gestito, che lo scorso maggio ha visto il patrimonio complessivo (tra gestioni collettive e gestioni di portafoglio) sfondare la soglia dei 2mila miliardi di euro. Un contributo importante al raggiungimen-

to di questo nuovo record è arrivato dai Pir, i cassetti fiscali nati a inizio anno che investendo le masse raccolte principalmente nelle aziende italiane a media e bassa capitalizzazione (PMI) promettono di dare un aiuto importante all'economia del Paese. Il binomio "gestito-economia reale", dunque, sta diventando sempre più stringente. Lo ha detto anche Tommaso Corcos, presidente di Assogestioni, che tra l'altro ha fatto notare come il boom di raccolta dei prodotti Pir compliant, fondi in primis, stia portando a un'accelerazione del "dialogo con le istituzioni al fine proprio di favorire una maggiore conoscenza dello strumento Pir verso le imprese affinché si rendano conto dell'enorme opportunità che offre questo strumento". Intanto, il gestito italiano continua nel suo cammino di crescita a un ritmo del 3% circa (la crescita del patrimonio in gestione registrata nei primi sei mesi dell'anno, grazie anche ad una raccolta monstre di 56,5 miliardi). Un cammino che strada facendo potrebbe trovare un ulteriore propulsore nei Pepp. La Commissione Ue ha recentemente pubblicato una proposta di regolamento per questo strumento di previdenza integrativa pan-europeo che dovrebbe favorire l'investimento di lungo termine nell'economia reale europea.

Le stime di raccolta? Duemila miliardi in 10 anni, come emerso da un convegno sul tema, organizzato in occasione dell'ultima edizione del Salone del Risparmio, a cui hanno preso parte Mario Padula, presidente Covip, Nathalie Berger, a capo dell'unità della Commissione europea dedicata alle assicurazioni e alle pensioni, e Fausto Parente, executive director di Eiopa.

Europa e Italia

L'estate 2017 ha portato un cauto sospiro di sollievo sulla situazione della Grecia. E Atene festeggia in Borsa con una performance da inizio anno da guinness Bene anche gli altri mercati periferici, che fanno meglio delle piazze core europee

8

L'INTERVISTA A CORCOS

Legame sempre più stretto tra il gestito e l'Italia

18

BREXIT

Molto rumore per nulla

26

BANCHE

Oltre alle venete ci sono altri focolai



Risparmio gestito

> PREVISIONI

Inizialmente le stime vedevano i Pir a quota 2 miliardi, ma poi sono dovute essere ricalibrate sui 10 miliardi. Un vero e proprio Boom

Previsione raccolta annua iniziale

2 MLD DI EURO

Previsione raccolta annua attuale

10 MLD DI EURO

LEGAME SEMPRE PIÙ STRETTO TRA IL GESTITO E L'ITALIA

L'industria tricolore ha sfondato i 2mila miliardi di euro di patrimonio. Corcos (Assogestioni): "E conferma la sua centralità per il Paese, con ruolo più ampio di supporto all'economia reale"

di **Gabriele Petrucciani**

Gli ultimi dati di raccolta diffusi da Assogestioni nella consueta mappa mensile mostrano un'industria italiana del risparmio gestito in gran forma. Sono 8,1 i miliardi che sono confluiti nelle casse delle società di gestione del risparmio nel solo mese di giugno, per un bilancio che da inizio anno ha raggiunto i 56,5 miliardi. Ma il dato davvero sorprendente riguarda il patrimonio gestito, che ha sfondato (già nella rilevazione di maggio) la soglia dei 2mila miliardi di euro. "Un traguardo che conferma la solidità della nostra industria - commenta Tommaso Corcos, presidente di Assogestioni".



INSIGHTS

La fotografia dell'industria italiana del gestito

	Raccolta netta in miliardi di euro			Patrimonio in miliardi di euro
	Giugno	Maggio	Da inizio anno	
Gestioni collettive	8,1	12,52	43,92	1.011
Fondi aperti	7,93	12,38	43,54	962
Fondi chiusi	0,16	0,14	0,37	49
Gestioni di portafoglio	0,02	-1,02	12,6	994
Retail	0,16	0,77	3,51	129
Istituzionali	-0,14	-1,79	9,09	865
TOTALE	8,12	11,5	56,52	2.005

Elaborazione su dati Assogestioni

8,1 miliardi che sono confluiti nelle casse delle società di gestione del risparmio nel solo mese di giugno

56,5 miliardi di euro è il bilancio da inizio anno.

2.000 miliardi di euro. La soglia superata di investimenti dall'industria del risparmio gestito

Cosa significa il raggiungimento di questo importante traguardo per l'Italia?

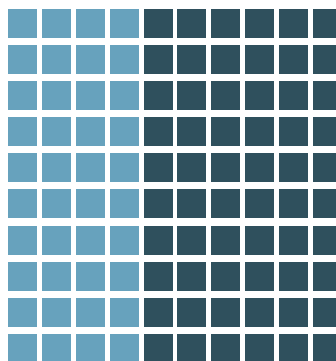
Sicuramente è una conferma di un'industria particolarmente importante per il Paese. Gran parte di questo traguardo è stato raggiunto grazie al fatto che il mondo della gestione ha saputo conquistarsi sempre più la fiducia dei risparmiatori, sviluppando insieme ai distributori un modello di servizio che vede i diversi attori più vicini al cliente. Di fatto, questa vicinanza e dialogo continuo tra produttore-distributore-cliente ha aiutato a valorizzare i capitali affidati al risparmio gestito. Ma un elemento ancora più significativo è che questa crescita conferma la centralità dell'industria per il Paese, soprattutto nel momento in cui la responsabilità del risparmio gestito si sta allargando a un ruolo più ampio di supporto all'economia reale. Attraverso diversi strumenti.

Si riferisce ai Pir, che stanno riscuotendo un enorme successo. Se lo aspettava?

I Pir hanno avuto un successo straordinario anche, da un punto di vista della velocità del successo stesso, superando ogni aspettativa. Inizialmente si stimava una raccolta per il 2017 intorno ai 2 miliardi. Previsioni che, visto il boom dei Pir, sono state poi ricalibrate sui 10 miliardi. Questo ci ha portato ad accelerare un dialogo con le istituzioni per favorire una maggior conoscenza dello strumento Pir verso le imprese affinché si rendano conto dell'enorme opportunità che offre quest'innovazione.

Torniamo a parlare dei 2mila miliardi di patrimonio. Sono numeri significativi, soprattutto se rapportati al Pil.

Assolutamente sì, soprattutto se consideriamo il patrimonio nella sua interezza, quindi gestioni collettive e gestioni di portafoglio. Spacchettando i numeri, però, il risultato cambia. Se prendiamo solo la parte dei fondi (gestioni collettive, ndr), sommando i prodotti di diritto italiano e gli estero-vestiti abbiamo un peso del patrimonio sul Pil intorno al 40%, come ha evidenziato un recente studio. Da questo punto di vista l'Italia è indietro rispetto al resto d'Europa, ma anche agli Stati Uniti. Cosa vuol dire? Che abbiamo ancora un ampio spazio di crescita,



40%

Se prendiamo solo la parte dei fondi, sommando i prodotti di diritto italiano e gli estero-vestiti abbiamo un peso del patrimonio sul Pil intorno al 40%.

+3%

La crescita del settore prevista per il 2017. Il risultato è stato raggiunto in soli 6 mesi

soprattutto se le Sgr, insieme al mondo della distribuzione e della consulenza, continueranno a collaborare per offrire le soluzioni più adatte alle esigenze dei risparmiatori. C'è anche un altro elemento che oggi manca al Paese e che domani potrebbe favorire un'ulteriore accelerazione dell'industria: lo sviluppo di investitori istituzionali come i fondi pensione. Un nodo che spero venga risolto definitivamente con la grande innovazione dei Pepp.

Quali sono le vostre stime di crescita per il futuro?

L'industria quest'anno sta crescendo piuttosto bene. Inizialmente avevamo preventivato una crescita del 3% per il 2017. Un traguardo che abbiamo ampiamente raggiunto in soli sei mesi. Non dimentichiamoci, però, che quella del gestito è un'industria molto legata anche all'andamento dei mercati finanziari. Basti pensare a come siamo partiti nei primi mesi del 2016, quando le Borse hanno traballato. Oltre ai mercati, comunque, la crescita è legata anche alla capacità di innovazione di prodotto e al continuo lavoro della consulenza. Tanto si continua in questo rafforzamento e tanto più l'industria sarà in grado di smussare l'effetto dei mercati finanziari.

Vede, invece, dei fattori di rischio all'orizzonte?

Un primo fattore è legato al ciclo economico, che sta avendo una vita media piuttosto lunga. Altro elemento, poi, riguarda l'appuntamento con la Mifid II a inizio 2018. Con l'introduzione della product governance, la direttiva comunitaria di secondo livello introduce elementi di maggiore responsabilità delle Sgr nel ciclo dei vita del prodotto. Ci sarà una ripartizione equa di responsabilità tra fabbrica prodotto e distributore. Il tutto, però, va nella direzione di uno sviluppo ulteriore di un modello di servizio che fino a oggi ha portato risultati molto positivi ■



L'analisi, aggiornata con i dati di fine 2015, evidenzia come in una fase iniziale durata dal 1999 al 2005, la maggioranza del patrimonio gestito era rappresentata dalle gestioni collettive, i fondi comuni, con picchi iniziali superiori al 90 per cento. A partire dal 2006, il trend si è invertito e le gestioni di portafoglio, i mandati, hanno visto crescere le proprie masse fino a raggiungere negli ultimi cinque esercizi (2011-2015) il 70% del patrimonio complessivo.

I fondamentali delle Sgr italiane

Redditività stabile ed equilibrata



Negli ultimi quindici anni la marginalità sulle masse dei gestori italiani si è mantenuta pressoché costante nonostante i profondi mutamenti nella composizione dell'offerta complessiva



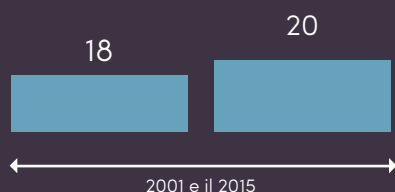
di Riccardo Morassut *

SCHEDA



REDDITIVITÀ

La redditività sulle masse, infatti, nel periodo compreso tra il 2001 e il 2015 è stata pressoché costante attestandosi mediamente attorno ai 18-20 punti base.



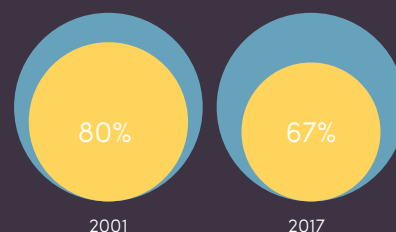
COMMISSIONI

La commissione attiva media delle Sgr italiane, infatti, ha registrato una dinamica flettente su tutto il periodo considerato attestandosi nel periodo 2011-2015 sui 50 punti base (superava l'1% nel triennio 1999-2001).



MARGINALITÀ

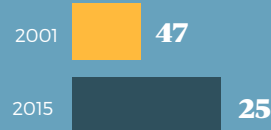
La seconda determinante della marginalità è data dalle retrocessioni: queste già a partire dal 2001 hanno subito una netta diminuzione e i rebates complessivi dell'industria che superavano l'80% si attestano ora al 67%.



Commissione attiva media 2011-2015



Redditività fondi comuni



A

partire dal 2001 la marginalità media (le commissioni nette, ndr) delle masse gestite dalle Sgr tradizionali italiane si è mantenuta pressoché costante, oscillando in un intervallo compreso tra i 18 e i 20 punti base. Ciò si è verificato nonostante il progressivo riposizionamento verso un modello di business che ha visto crescere l'incidenza dei mandati istituzionali. È questo uno dei principali risultati che emerge dal Quaderno di Ricerca "Redditività ed efficienza delle Sgr italiane" curato dall'Ufficio Studi di Assogestioni.

L'analisi, aggiornata con i dati di fine 2015, evidenzia come in una fase iniziale durata dal 1999 al 2005, la maggioranza del patrimonio gestito era rappresentata dalle gestioni collettive, i fondi comuni, con picchi iniziali superiori al 90 per cento. A partire dal 2006, il trend si è invertito e le gestioni di portafoglio, i mandati, hanno visto crescere le proprie masse fino a raggiungere negli ultimi cinque esercizi (2011-2015) il 70% del patrimonio complessivo. Il trend registrato riflette puntualmente le dinamiche complessive dell'industria italiana del risparmio gestito. Dopo una prima fase (1999-2005) che ha visto importanti flussi di raccolta giungere nei fondi comuni promossi dalle Sgr italiane, è seguita una lunga fase di riscatti, in particolare nel periodo 2007-2011, che ha interessato i fondi domestici a vantaggio dei prodotti di diritto estero. Contestualmente è cresciuto il business dei mandati istituzionali, tipicamente di natura assicurativa, facendo emergere un segmento di attività prevalentemente captive che vede conferire alle Sgr di gruppo la gestione degli investimenti delle compagnie assicurative. L'operazione di ristrutturazione del gruppo Generali, che nel 2012 ha accentrato presso la Sgr italiana le attività di gestione svolte dalle controllate basate in Francia e Germania, ha notevolmente rafforzato questo settore di mercato.

Nonostante questo riequilibrio nella composizione qualitativa delle masse gestite, la marginalità sull'attività di gestione delle Sgr italiane non ha però evidenziato sostanziali cambiamenti. La redditività sulle masse, infatti, nel periodo compreso tra il 2001 e il 2015 è stata pressoché costante, attestandosi mediamente attorno ai 18-20 punti base. Il mantenimento di un margine quasi costante per un periodo di tempo tanto esteso è la

conseguenza del continuo ribilanciamento tra gli effetti negativi dello spostamento delle masse dai fondi comuni verso prodotti meno remunerativi con quelli positivi dovuti alla diminuzione dell'incidenza delle retrocessioni.

La commissione attiva media delle Sgr italiane, infatti, ha registrato una dinamica flettente su tutto il periodo considerato, attestandosi nel periodo 2011-2015 sui 50 punti base (superava l'1% nel triennio 1999-2001). Questa dinamica, come già visto, è dovuta al crescente peso che hanno assunto i mandati istituzionali, che presentano una commissione attiva media più bassa rispetto ai fondi comuni: la media degli ultimi cinque esercizi (2011-2015) è infatti di circa 150 punti base per i fondi contro i 15 punti base delle gestioni di portafoglio.

La seconda determinante della marginalità è data dalle retrocessioni: queste già a partire dal 2001 hanno subito una netta diminuzione e i rebates complessivi dell'industria che superavano l'80% si attestano ora al 67 per cento. Il trend è stato di fatto determinato dalla dinamica delle retrocessioni sui fondi comuni che, dopo i picchi dell'80% dei primi anni 2000, hanno successivamente toccato dei minimi (65% nel 2009) per poi riprendere leggermente nell'ultimo triennio attestandosi al 70% nel 2015. Per quanto riguarda i mandati, invece, le retrocessioni non hanno mai superato il 70 per cento.

Dalla combinazione di commissioni attive e retrocessioni sulle due macro categorie di prodotti si ottiene dunque la marginalità complessiva che, come anticipato, è ricompresa tra i 18 e i 20 punti base. Per gli effetti spiegati in precedenza, la redditività assume una dinamica crescente per i fondi comuni: dai 25 punti base del 2001 si arriva ai 47 del 2015. Decisamente più stabili i margini dei mandati, di fatto costanti a 5 punti base.

La redditività crescente sulla gestione dei fondi comuni ha consentito, maturando in un contesto di calo delle masse relative, di riequilibrare il costante incremento delle masse istituzionali a marginalità ridotta e costante. Giova ricordare che il calo delle retrocessioni dell'industria delle Sgr italiane sia stato di rilevante importanza ai fini di assicurare una costanza nel raggiungimento degli equilibri economici di gestione ■

** Research analyst di Assogestioni*



> Riccardo Morassut

* Research analyst
di Assogestioni



20%

Un azionista, da solo o in gruppo fino ad un massimo di 20 azionisti, che possiede continuativamente per un periodo di 3 anni il 3% del capitale della società, ha il diritto di nominare fino al 20% del totale dei componenti del board.

Il sistema del voto di lista italiano e il contesto internazionale

Non solo all'incumbent la scelta dei componenti degli organi sociali

di **Alessia Di Capua**

Relazioni Istituzionali e Corporate Governance di Assogestioni



Italia ha consolidato negli ultimi vent'anni il sistema del voto di lista per la nomina degli organi sociali delle società quotate, che consente agli investitori istituzionali di contribuire alla composizione dei consigli di amministrazione e dei collegi sindacali delle società nelle quali essi investono i loro patrimoni.

Al di là delle specificità tecniche del sistema italiano del voto di lista (cfr. "Corporate governance e stewardship, l'Italia è all'avanguardia" su Focus n. 5/2017), la proposta e l'elezione di candidati nel consiglio di amministrazione delle società quotate anche da parte di soggetti diversi dall'incumbent – sia esso rappresentato dal consiglio di amministrazione uscente, come nell'esperienza statunitense, o dall'azionista di maggioranza/gruppo di controllo, più familiare ai contesti continentali – rappresenta un fil rouge sempre più nitidamente tratteggiato nelle esperienze comparate di governo societario.

Gli esempi di sistemi analoghi nel mondo sono molteplici. A partire dal 1992, una modifica legislativa ad hoc ha introdotto negli Stati Uniti la c.d. short slate rule, meccanismo che permette agli azionisti che vogliano presentare delle candidature per l'elezione nel board, senza puntarne alla maggioranza, di includere nella loro proxy card anche i nominativi a loro graditi proposti dagli incumbent. La presentazione di una lista, seppure di "minoranza", comporta tuttavia un ingente impiego di risorse a carico dell'azionista presentatore e i costi da questi sopportati sono rimborsati

dalla società solamente in caso di effettiva elezione dei candidati di minoranza. Anche alla luce di ciò, alla short slate rule si è poi affiancato il c.d. proxy access, meccanismo che permette agli azionisti/gruppi di azionisti che rispettino alcuni requisiti di presentare propri candidati per l'elezione nel board, riservando loro una parte dei posti disponibili. La disciplina dell'istituto, demandata in via esclusiva all'autonomia privata, si concretizza solitamente nella "struttura 3/3/20/20": un azionista, da solo o in gruppo fino ad un massimo di 20 azionisti, che possiede continuativamente per un periodo di 3 anni il 3% del capitale della società, ha il diritto di nominare fino al 20% del totale dei componenti del board. Gli emittenti americani che hanno adottato volontariamente nei propri statuti il proxy access, anche a seguito di engagement con gli investitori, alla data di oggi sono molti e in continuo incremento.

Un rilevante esempio di voce riservata alle minoranze si ritrova poi nell'esperienza britannica: per l'elezione degli amministratori indipendenti delle società quotate nel segmento Premium in cui è presente un azionista di controllo è infatti necessaria anche l'approvazione della maggioranza degli azionisti di minoranza (c.d. whitewash).

Nella tradizione tedesca, sintonica con quella d'oltralpe in alcuni aspetti, accanto al generale diritto per ogni azionista di presentare propri candidati, è previsto il diritto di nomina di una parte del consiglio di sorveglianza – addirittura fino alla metà dei componenti, nelle società di grandi dimensioni – da parte dei dipendenti della società, sancito esplicitamente dalla legge (c.d. Mitbestimmung, "cogestione"). Ulteriori esperienze, infine, si possono annoverare anche in Spagna, Israele, Brasile, Portogallo, Turchia. Il contesto internazionale conferma quindi il consolidarsi della tenden-

I casi campione



USA - Short slate rule

Meccanismo che permette agli azionisti che vogliano presentare delle candidature per l'elezione nel board, senza puntarne alla maggioranza, di includere nella loro proxy card anche i nominativi a loro graditi proposti dagli incumbent.



GERMANIA - Mitbestimmung

È previsto il diritto di nomina di una parte del consiglio di sorveglianza da parte dei dipendenti della società, sancito esplicitamente dalla legge



UK - Whitewash

L'elezione degli amministratori indipendenti delle società quotate nel segmento Premium in cui è presente un azionista di controllo è infatti necessaria anche l'approvazione della maggioranza degli azionisti di minoranza



Italia

L'Italia ha consolidato negli ultimi vent'anni il sistema del voto di lista per la nomina degli organi sociali delle società quotate.

za degli ordinamenti a riconoscere anche ad “altri” soggetti, diversi dall'incumbent, una riserva di posti nei board, seppure con diversi meccanismi di applicazione.

In questo contesto, poiché il sistema del voto di lista italiano ha ormai da tempo caratteristiche ben definite e ha raggiunto negli anni diversi risultati, appare oggi possibile trarre alcune conclusioni sulla base dell'esperienza maturata, anche alla luce del numero crescente di codici di stewardship approvati nel mondo (attualmente una ventina tra codici nazionali e sovranazionali) e dei contenuti della Direttiva (UE) 2017/828 che modifica la direttiva sui diritti degli azionisti e che ha come fine quello di incoraggiare l'impegno a lungo termine degli azionisti.

Nel considerando 14 della Direttiva si legge, infatti, che “un impegno efficace e sostenibile degli azionisti costituisce uno dei pilastri del modello di governo societario delle società quotate, basato su in sistema di pesi e contrappesi tra i diversi organi e i diversi portatori di interesse. Il maggiore coinvolgimento degli azionisti nel governo societario delle società rappresenta una delle leve che possono contribuire a migliorare i risultati finanziari e non finanziari delle società, anche per quanto riguarda i fattori ambientali, sociali e di governo”.

In quest'ottica vale la pena sottolineare, tra gli altri, gli effetti che il voto di lista ha proprio sul tasso di partecipazione assembleare: anche in ragione della possibilità di partecipare alla composizione degli organi sociali, eleggendone alcuni membri, un numero crescente di investitori istituzionali – sempre di più anche internazionali – ha esercitato negli anni ed esercita in modo vieppiù massiccio i diritti di voto nelle assemblee.

Il voto di lista inoltre consente agli investitori istituzionali di esercitare un engagement continuo e sempre più maturo con gli emittenti quotati partecipati, realizzando così quanto da ultimo rappresentato nel considerando 15 della direttiva: “gli investitori istituzionali e i gestori di attivi sono spesso azionisti importanti delle società quotate dell'Unione e di conseguenza possono svolgere un ruolo di rilievo nel governo societario di queste ultime”.

Questo concetto per la verità era già chiaramente contenuto nel primo codice di stewardship, quello britannico, al quale tutti gli altri si sono ispirati e del quale si richiama, in conclusione, un passaggio della parte introduttiva: “For investors, stewardship is more than just voting. Activities may include monitoring and engaging with companies on matters of strategy, performance, risk, capital structure and corporate governance, including culture and remuneration” ■

Grecia, dalla crisi al ritorno sul mercato

Timeline degli accadimenti politico economici che hanno portato la Grecia ad avere una nuova chance sul mercato

2010

Dopo il downgrade delle agenzie di rating si diffondono i timori di un default della Grecia.

2011

Le agenzie di rating tagliano ulteriormente il merito di credito del Paese a "junk". Primo bailout da parte della "trojka" (Fmi, Ue e Bce) da 109 miliardi di euro erogati attraverso lo European financial stability facility e haircut del debito del 50%

2012

Nuovo accordo di salvataggio da 130 miliardi di euro e accordo di swap sul debito con i creditori del settore privato, che permette alla Grecia di dimezzare il peso del debito

Grecia, torna la fiducia

L'Eurogruppo ha concesso al Paese nuovi aiuti per 8,5 miliardi di euro. Rimandato per ora il taglio del debito, ma gli addetti ai lavori sono ottimisti. Intanto Atene torna sul mercato dei bond

di Gaia Giorgio Fedi

L'estate 2017 ha portato un cauto sospiro di sollievo sulla situazione della Grecia. A giugno, l'Eurogruppo ha concesso nuovi aiuti per 8,5 miliardi di euro, pur rimandando la decisione su un taglio del debito, e a luglio Atene è tornata sui mercati con un bond quinquennale da 3 miliardi, per la prima volta dopo oltre tre anni. "L'accoglienza sul mercato non è stata negativa, anche perché è stata preceduta da un rialzo dell'outlook da parte di S&P e dalla speranza che il prossimo anno verrà raggiunto un accordo sul nodo debito", osserva Francesco Citta, ufficio studi di Copernico Sim. Anche il risultato dell'Eurogruppo di giugno è stato accolto positivamente, pur se con qualche riserva. "L'accordo prevede la concessione di una nuova tranche di

IL TERZO SALVATAGGIO

Pil Grecia



180%

Aiuti



2014

L'Eurogruppo annuncia la disponibilità di altri 8 miliardi di fondi per la Grecia. Il partito di Alexis Tsipras, Syriza, vince le elezioni europee.

2015

Tsipras diventa primo ministro dopo aver vinto le legislative. Terzo round di aiuti per la Grecia da 86 miliardi di euro.

2016

L'Eurogruppo sblocca altri 10,3 miliardi di euro di prestiti per aiutare Atene a far fronte alle scadenze sul debito, accordando inoltre un'estensione del periodo di rimborso e un cap agli interessi.

2017

L'Eurogruppo concede una nuova tranche di aiuti da 8,5 miliardi. La Grecia torna sul mercato dei capitali con un bond quinquennale

Ottimismo sui periferici, ma resta qualche nube sul Belpaese

La Grecia tira il fiato, ma gli altri periferici? Gli esperti interpellati da Focus Risparmio sono cautamente ottimisti, alla luce del miglioramento del contesto politico-economico europeo e delle finanze dei Paesi interessati. Ma qualche dubbio resta sull'Italia, dove l'economia migliora ma "la situazione politica resta molto incerta", secondo François Raynaud, gestore di Edmond de Rothschild Am. Per Claudia Segre, presidente di Global Thinking Foundation, "insieme alla Grecia anche il Portogallo sta trainando le performance positive

e quindi il recupero dei mercati finanziari dei periferici, con riscontri evidenti sullo spread rispetto al Bund e sul miglioramento delle loro economie". Per Spagna e Italia, "l'onda lunga della crisi bancaria zavorrata dalla questione degli Npl ha condizionato le previsioni di crescita, e la corsa risulta irta di ostacoli; soprattutto per l'Italia, dove il rischio politico legato a prossime elezioni potrebbe riportarla a essere il fanalino di coda di questo nuovo rally dei Pigs".

aiuti dal valore di 8,5 miliardi di euro unitamente all'impegno del governo ellenico di realizzare un avanzo primario annuo del 3,5% per i prossimi cinque anni e del 2% per i successivi 38 anni; la liquidità così ottenuta permetterà ad Atene di rimborsare principalmente i creditori istituzionali (Bce e Fmi, ndr) e in via residuale quelli privati", ricorda Citta, commentando che tali misure replicano tuttavia la ricetta dei primi aiuti, fatta "di tagli alla spesa pubblica e poca attenzione alla crescita economica", la stessa che "ha portato il Paese a una profonda recessione e a un'esplosione del debito che ormai al terzo salvataggio si appresta a sfondare il 180% del Pil".

Sul taglio del debito c'è stata una fumata grigia: la Grecia poteva contare sull'appoggio della Francia, ma i tedeschi

hanno preferito prendere tempo, in vista delle elezioni di settembre, su una decisione che imporrebbe il coinvolgimento del Fmi, poco propenso a concedere nuovi prestiti senza una riduzione del debito. Ma Citta è cautamente ottimista: "dal punto di vista politico l'intesa potrebbe essere meno lontana del previsto soprattutto se si considera che il 2017 è un anno ricco di appuntamenti elettorali", mentre "il 2018 potrebbe essere l'anno della svolta con una classe politica meno oppressa da imminenti valutazioni elettorali". Anche François Raynaud, fund manager Asset Allocation & Sovereign Debt di Edmond de Rothschild Am, è fiducioso: intanto l'accordo con l'Eurogruppo "ha già permesso il pagamento delle obbligazioni con scadenza in luglio, evitando una probabile crisi di fiducia nella zona euro ►



> Francesco Citta
ufficio studi
di Copernico Sim



> François Raynaud
fund manager Asset
Allocation & Sovereign
Debt di Edmond
de Rothschild Am

AMMONTARE DEL TERZO SALVATAGGIO

8,5 miliardi di euro

17,5%

3,5% per i
prossimi 5 anni

76%

2% per i prossimi 38 anni

> Filippo Di Naro
direttore investimenti
e prodotti di Anima



Periferici Ue di nuovo in voga

Stanno facendo registrare le migliori performance in Europa. Di Naro (Anima): "Equity da preferire". Sui bond pende la spada di Damocle della Bce

di Andrea Dragoni

Grecia ma non solo. Tutte le Borse dei Paesi periferici stanno facendo registrare le migliori performance in Europa da inizio anno (dati al 21 luglio). E se la Borsa di Atene si avvicina al 30%, mercati come Spagna, Italia e Portogallo fanno segnare tra il 12% e il 13%, contro un 10% dell'Eurostoxx. Altre piazze, come Francia e Germania, invece, sono al di sotto del 10%. Gli ex Pigs, dunque, sembrano essere tornati di moda. "L'attuale contesto politico, più rilassato grazie agli ultimi esiti elettorali, ha favorito un ritorno d'interesse da parte degli investitori internazionali verso l'area euro - commenta Filippo Di Naro, direttore investimenti e prodotti di Anima - Inoltre, la stabilizzazione e il miglioramento delle aspettative di crescita hanno portato i mercati ad avere una visione più costruttiva in relazione alle aree periferiche. Nel frattempo, le situazioni più critiche del settore bancario in termini di patrimonializzazione e di gestione dei crediti non performanti hanno trovato una soluzione, togliendo dal tavolo un forte elemento di incertezza e disturbo. E i Pigs, in quanto mercati a più alto beta, hanno tratto vantaggio da questo clima".

L'Italia, in particolare, ha anche beneficiato dell'effetto Pir, non crede?

Absolutamente sì. Sui Pir, i dati di raccolta dei primi mesi testimoniano un interesse altissimo che ha fatto da volano alla salita delle quotazioni delle società target di questi prodotti, cioè small e mid cap. Non mancano i rischi di un surriscaldamento delle quotazioni di alcuni segmenti di titoli ed è dunque auspicabile un ampliamento dell'offerta, vale a dire delle società quotate, ora che si è creata una domanda istituzionale forte. Per contro,

c'è da dire, appare incerto il contesto politico e non è difficile prevedere un aumento della volatilità in vista delle elezioni.

Ok ai periferici, dunque. Ma meglio azioni o obbligazioni?

L'attuale contesto premia maggiormente l'investimento azionario: nonostante il trend sia maturo e le valutazioni mediamente più elevate rispetto al passato, a supporto abbiamo una dinamica degli utili societari che, in Europa, è la migliore dal 2011. Sul fronte obbligazionario, la normalizzazione della politica monetaria della Bce e, in generale, la sincronizzazione delle azioni delle banche centrali alimentano la prospettiva di un rialzo dei tassi di interesse.

Con che effetti?

Sui periferici potrebbe esserci un duplice effetto: in primo luogo, i mercati a spread o con un carry positivo resteranno più interessanti rispetto a un investimento nei titoli di Stato dei Paesi core; allo stesso tempo, è necessario riflettere su cosa succederà alle quotazioni dei titoli che sono stati oggetto di acquisto da parte della Banca centrale europea, quando questa comincerà a ritirare liquidità dal mercato.

Quanto esporsi ai periferici?

I mercati periferici sono soggetti a una maggiore volatilità. Detto questo, quale peso debbano avere all'interno di un portafoglio è una domanda che può trovare una risposta più efficace nell'ambito di un processo di asset allocation su base individuale, in relazione al profilo di rischio e orizzonte temporale di ciascun investitore.

L'accoglienza sul mercato non è stata negativa, anche perché è stata preceduta da un rialzo dell'outlook da parte di S&P e dalla speranza che il prossimo anno verrà raggiunto un accordo sul nodo debito

e un innalzamento dei tassi dei debiti sovrani più deboli". E poi la situazione non era oggettivamente facile, con le cautele tedesche e la differenza di vedute con il Fmi. "Alla fine è stato trovato un compromesso per sbloccare la situazione e guadagnare tempo", argomenta Raynaud, ma comunque "i mercati aspettano notizie positive sulla possibilità per il Fmi di considerare il debito greco come sostenibile e considerare l'eleggibilità al Qe. Questo scenario è sostenuto dagli sforzi della Grecia per rispondere alle richieste europee e da un ambiente macroeconomico più positivo".

I segnali sono incoraggianti. «Il turismo è in fase di boom, la produzione industriale cresce su base annua a un tasso di oltre il 5%. Ancora più incoraggiante è la discesa della disoccupazione, la crescita dei redditi reali aggregati, e la conseguenza che il consumatore greco sta diventando più fiducioso», fa notare Nicholas Wall, portfolio manager di Old Mutual Global Investors, convinto anche che oggi il governo greco abbia minore bisogno di ricorrere all'austerità.

"I mercati finanziari hanno preso buona nota del recupero del Pil del primo trimestre, della diminuzione della disoccupazione superiore alle aspettative e di una crescita della produzione industriale incoraggiante e si attendono che i dati macroeconomici continuino a migliorare gradualmente permettendo un consolidamento del surplus di bilancio", sottolinea Claudia Segre, presidente di Global Thinking Foundation. In questo contesto "l'apertura dell'Eurogruppo rispetto alle cautele del Fmi, che mantiene il punto fermo sulla riduzione del debito, permette alla Grecia di raccogliere commenti positivi dalle case di rating e soprattutto un ampliamento del consenso di mercato che è fondamentale per dare supporto al ritorno della Grecia sul mercato", conclude Segre ■



SOME STARS ARE BRIGHTER THAN OTHERS

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



Talento, Passione, Risultati.

CALENDARIO BREXIT



BREXIT, molto rumore per nulla

A oggi, i rapporti futuri tra Regno Unito e Unione europea non sono ancora chiari, come non sono chiare le prospettive economiche per il Paese né il suo futuro politico

di Laura Magna

Un anno e poco più dal referendum su Brexit. E il commento più facile di tutti è che si è fatto molto rumore per nulla. Almeno per gli investitori. "Il Regno Unito è nel caos - sintetizza la situazione Chris Iggo, responsabile investimenti obbligazionari di Axa Investment Managers - ma vi sarebbe andata bene se aveste investito in strumenti finanziari britannici dopo quell'epocale venerdì mattina di un anno fa. È difficile non essere pessimisti in merito alla politica e all'economia del Paese, tuttavia le prospettive positive su scala globale potrebbero far salire ancora gli investimenti in sterlina". Una situazione paradossale, in cui a rimetterci è stata finora solo la Gran Bretagna. E nei prossimi mesi il conto da pagare potrebbe rivelarsi perfino più salato. Cosa è successo dunque in questo anno e come si evolveranno e con quali conseguenze i rapporti tra Regno Unito e Ue? Focus Risparmio lo ha chiesto ai capi economisti delle Sgr internazionali.

IL BILANCIO A UN ANNO

"Dopo 12 mesi le negoziazioni per la Brexit sono finalmente iniziate - dice Neil Williams, chief economist di Hermes Investment Management - ma già l'ipotesi di calendario proposto sembra troppo ottimistica: il termine delle negoziazioni è stato fissato a novembre 2018, 6 mesi per la ratifica di Bruxelles e un periodo di almeno 2 anni per un adeguamento soft entro le elezioni previste per il 2022. La



> Neil Williams
Chief economist di
Hermes Investment
Management

sfida per i politici inglesi è quella di rimanere quanto più vicino possibile al tavolo delle trattative con l'Europa, al fine di poter continuare a mantenere i migliori accordi di scambio e soprattutto le regolamentazioni che disciplinano i servizi". E a oggi, i rapporti futuri tra Regno Unito e Unione Europea non sono ancora chiari, "come non sono chiare le prospettive economiche per il Paese né il suo futuro politico - aggiunge Iggo - Il governo è debole, l'opposizione promuove un programma politico da sinistra radicale, la Banca d'Inghilterra sembra avere visioni contrastanti sulla necessità di alzare i tassi, la moneta è debole e i cittadini sembrano profondamente divisi su molte tematiche, tra cui la Brexit, l'immigrazione, la lotta al terrorismo e la natura stessa del modello socioeconomico che ha prevalso per molti decenni". Come se non bastasse, "i primi resoconti sui negoziati per la Brexit in corso a Bruxelles dimostrano che il Regno Unito è già dovuto scendere a compromessi e che la posizione dell'Ue è chiara, mentre quella del governo britannico è confusa - sottolinea ancora l'esperto di Axa Im - Si discute molto di soft e hard Brexit nel Paese, ma la posizione dell'Ue

+17%

La performance dell'indice Ftse-100 dopo il referendum

+30%

La performance dell'indice Mid-Cap, miglior indicatore della situazione economica del Regno Unito

Il tutto è dovuto alla fase rialzista per il mercato globale. Le prospettive macroeconomiche indicano una probabile crescita mondiale del 3,3% per quest'anno e leggermente superiore nel 2018.

**+3,3%**

sembra molto più netta: Brexit sì o Brexit no. Il fatto è che le prospettive sono ancora indefinite e, con un governo debole, potrebbero restare poco chiare ancora a lungo. Io credo che potremmo arrivare a un'altra consultazione elettorale oppure a un altro referendum prima che si giunga a un accordo definitivo. A mio giudizio, il rischio politico nel Regno Unito resterà alto”.

GILT E AZIONI SONO CRESCIUTI

Cosa è successo nel frattempo sui mercati? I Gilt sono stati protagonisti di una forte volatilità. E oggi il rendimento è fermo all'1,04%. Alla vigilia dell'elezione di Trump era allo 0,5% e subito dopo all'1,54%. Insomma, ha avuto un maggior impatto la politica Usa che quella interna sulle obbligazioni britanniche. Inoltre, dopo essere crollato all'inizio, il valore ponderato per gli scambi commerciali della sterlina è sceso solamente di un paio di punti percentuali rispetto ai giorni immediatamente dopo il referendum. Infine, le azioni. L'indice Ftse-100 è salito del 17% circa dal referendum. Persino l'indice mid-cap, che dovrebbe riflettere meglio la situazione economica nel Regno Unito, è salito di oltre il 30% dai minimi raggiunti il 27 giugno di un anno fa, il lunedì post-voto. Come si spiegano queste performance? “Soprattutto attraverso fattori globali - risponde Iggo - È stata e continua a essere una fase rialzista per il mercato globale. Le prospettive macroeconomiche globali indicano una crescita discreta e un miglioramento, al punto che le stime di consensus prevedono una crescita mondiale del 3,3% per quest'anno e leggermente superiore nel 2018”.

L'ECONOMIA BRITANNICA ALLA PROVA

A un certo punto, però, il cambio di passo c'è stato. “Se nella fase immediatamente successiva al voto su Brexit l'impatto del referendum era stato positivo sulla crescita economica, progressivamente, fin dall'inizio del 2017, la situazione è cambiata - spiega Philippe Waechter, chief economist di Natixis Asset Management - È cambiato il trend dei prezzi del mercato immobiliare che non sono più su livelli elevati, si intravedono rischi sugli investimenti diretti esteri e il tasso di inflazione è ormai vicino al 3%. Anzi, viaggiava a maggio intorno al 3,7%, come rileva Williams “ma la combinazione di una sterlina più debole e del rialzo del greggio potrebbero trainarlo al 4%. Sarà tuttavia più un'inflazione da costi che un'inflazione da domanda, che potrebbe essere annullata da un rialzo dei tassi pari a 25 punti base. In assenza di un aumento dei salari reali, è improbabile che vi sia un rialzo dei tassi più aggressivo”.

GLI EFFETTI DELLA BREXIT



COSTI

L'uscita dalla Ue comporterà per il Regno Unito costi tra i 24,5 miliardi di euro e i 72,8 miliardi di euro (Fonte: Centro per le riforme europee, 2017)



MERCATO DEL LAVORO

Circa 3,3 milioni di lavoratori Uk arrivano dall'Ue (fonte: Office for national statistics, dati 2015). Dal 2008 al 2016 l'85% della forza lavoro Uk è arrivata dall'estero, mentre dal 2014 oltre il 50% dei nuovi posti di lavoro sono stati occupati da cittadini europei extra Ue



CONTRIBUTI

Il regno Unito è il terzo contributore al budget Ue e dopo la Germania e la Francia: con una quota del 12,7% (Fonte: HM Treasury). Ed è il secondo nella classifica di chi dà di più in proporzione a quello che riceve, con un deficit di oltre 11,5 miliardi



VALUTA

La sterlina è crollata contro un paniere di valute internazionali subito dopo il referendum e per tutto il mese di giugno. Nei primi tre mesi del 2017 l'indice ha perso ancora l'1,5% e a marzo 2017 la valuta britannica vale il 10,5% in meno rispetto a marzo 2016 (Fonte: Ons)



IMPORT EXPORT

Il 45% dell'export britannico finisce in Ue. Sempre secondo l'Ons il deficit della bilancia dei pagamenti è sceso a 1,8 miliardi in aprile da 2,1. Per effetto, secondo l'istituto nazionale di statistica, del crollo della sterlina che ha reso l'import più costoso. Secondo Ceps, il think tank di Bruxelles che si occupa di affari europei, sono a rischio i 184 miliardi di esportazioni verso il mercato comune, che da soli valgono il 7,5% del prodotto interno lordo britannico

La cosa peggiore di tutte è che all'orizzonte “non vi è nulla in vista in grado di offrire un vantaggio specifico che possa compensare l'uscita dal mercato unico e supportare una rinnovata strategia di crescita - afferma ancora Waechter - Ed è il motivo per cui anche gli investitori internazionali hanno deciso di limitare gli investimenti nel Regno Unito. Vediamo un Regno Unito che si attende un comportamento morbido dall'Ue per limitare l'impatto negativo che si inizia a percepire. Non riusciamo a pensare a un tale comportamento da parte dell'Unione europea, che non intende creare un precedente e manterrà quindi una linea dura a spese dell'economia britannica. Gli effetti negativi continueranno fino a quando non verrà definito un nuovo quadro più chiaro. Il che potrebbe richiedere anni” ■



> Philippe Waechter
Chief economist di
Natixis Asset
Management

A settembre si tifa Merkel

In realtà, in molti ritengono che l'esito delle elezioni tedesche sia influente. Ma per evitare rischi inutili meglio conservare lo status quo

di Vittoria Ricci

All'orizzonte dell'Ue, si profila un asse franco-tedesco più forte e un divario sempre più profondo tra core e periferia. Non sarà l'Europa dei popoli e della solidarietà, ma quella dell'economia e della finanza Berlino-centrica, che già conosciamo, che ci attende dopo le elezioni tedesche. E a ben vedere, sarà così sia che vinca Merkel, favorita nei sondaggi al momento, sia che la Cancelliera sia sconfitta. L'appuntamento è per il 24 settembre prossimo, intanto proviamo a delineare i possibili scenari.

La situazione economica tedesca continua a essere brillante, con una robusta crescita del Pil (1,7% tra il primo trimestre 2016 e il primo trimestre 2017) e un tasso di disoccupazione molto basso. "Con ogni probabilità, questa ripresa continuerà nei prossimi trimestri - afferma Tristan Perrier, economista specializzato sui Paesi sviluppati di Amundi - Il driver principale è costituito dalla domanda interna: la spinta a tantum dei consumi privati e pubblici connessi alla crisi dei rifugiati del 2015 non si ripeterà, ma l'andamento dei salari e il mercato immobiliare supportano la crescita. Inoltre, si prevedono maggiori spese per le infrastrutture dopo le elezioni di settembre, indipendentemente da chi vinca. Il nuovo governo dovrà anche decidere in che misura porterà avanti nuovi progetti (come quelli suggeriti dalla Francia) per rafforzare l'architettura dell'Eurozona".

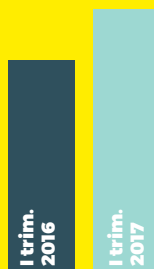
Dopo una serie di risultati elettorali favorevoli per i partiti pro-europei, i mercati sono finalmente riusciti a lasciarsi alle spalle gran parte dei loro timori sui rischi per l'Europa. "All'inizio del 2017, le preoccupazioni circa l'andamento politico della Germania erano maggiori - fa notare Brendan Mulhern, global strategist di Newton - L'ascesa di Martin Schulz nei sondaggi sembrava rappresentare una minaccia genuina per la rielezione di Merkel, prospettando l'arrivo di un nuovo fattore dirompente nelle politiche domestiche dell'Eurozona. Durante l'anno, però, una serie di molteplici elezioni statali ha favorito l'alleanza Cdu/Csu, mentre l'Spd ha gradualmente e costan-



> Tristan Perrier
economista
specializzato sui Paesi
sviluppati di Amundi

PIL

+ 1,7%



temente perso terreno nei sondaggi, anticipando quella che pare destinata a essere una facile vittoria per Merkel a settembre. In assenza di eventi imprevisti e imprevedibili, le elezioni federali tedesche sembrano avviate verso un esito scontato". E la vittoria di Merkel creerebbe senz'altro un'Europa più coesa, "aiutando a rinsaldare le relazioni con la Francia - aggiunge Marco Palacino, managing director per l'Italia di Bny Mellon Im - Complessivamente l'esito delle elezioni tedesche non avrà un impatto particolarmente significativo sulla ripresa economica in Europa, che sembra già ben avviata e che non è stata fermata neanche da un evento ben più sconvolgente per i mercati come la Brexit. I mercati finanziari sarebbero rasserenati dalla vittoria di Merkel, interpretandola come l'ultima conferma del fatto che il progetto europeo è al sicuro, almeno per il momento". Ma c'è anche chi, come Davide Pasquali, presidente di Pharus Sicav, ritiene "una eventuale sconfitta della Merkel non produttiva di alcun impatto degno di nota sui mercati, siano essi azionari o obbligazionari. Del resto gli ultimi eventi politici parlano chiaro: è successo di tutto e il contrario di tutto e i mercati non hanno nemmeno sobbalzato, continuando imperterriti nella loro ascesa. Chiunque sarà il successore della Merkel continuerà nella politica egemonica messa in atto dalla Germania" ■

BREXIT, NEGOZIATO RIGOROSO MA NON RANCOROSO

Della Vedova (Affari Esteri): "È necessario tenere ben aperta una porta a Londra". Dalla Germania, invece, nessun rischio. L'appuntamento decisivo è con le elezioni italiane

di **Lele Pedrosa**

"Il voto in Italia sarà una battaglia decisiva nello scontro politico tra europeisti e nazionalisti". Benedetto Della Vedova, sottosegretario di Stato al Ministero degli Affari Esteri e della Cooperazione Internazionale, illustra le conseguenze che le elezioni italiane potranno avere per l'Unione Europea. E sulla Brexit dice: "Il bilancio è negativo. Ora, il negoziato con la Gran Bretagna dovrà essere rigoroso ma non rancoroso". Sull'imminente voto in Germania, invece, è convinto che la Ue verrà usata di meno come capro espiatorio per i problemi nazionali".

La vittoria di Macron ha arginato il populismo in Europa?

Sicuramente è stata una vittoria sulla demagogia populista, quindi una sconfitta per il variegato fronte politico che punta alla disgregazione dell'Unione. È stata vinta una battaglia campale ma non la guerra. In ogni caso l'appuntamento decisivo sarà quello delle elezioni italiane".

Perché?

Innanzitutto perché si chiude un ciclo di elezioni nei grandi Paesi europei. È evidente che il voto italiano sarà un'altra battaglia decisiva nello scontro politico tra europeisti e nazionalisti che vogliono scardinare l'Unione con l'idea che questa sia la scorciatoia per rifare grandi i propri Paesi.



> Benedetto Della Vedova
Sottosegretario di Stato al Ministero degli Affari Esteri e della Cooperazione Internazionale

Scorciatoia che nel Regno Unito non sembra portare a nulla di buono".

Quale bilancio si sente di fare sulla Brexit a più di un anno dal referendum?

Il bilancio è piuttosto negativo. Adesso che il negoziato è partito, credo che la Gran Bretagna sia, tra le parti, quella più in difficoltà. Il famoso take back control si sta rivelando un'illusione. Per Londra è difficile capire quale sia la strategia: c'è chi vuole un'uscita totale dall'Ue, oppure c'è chi sostiene che sia necessario mantenere l'accesso al Mercato unico. Nel frattempo gli investitori sembrano più restii a scommettere sul Regno Unito. Il negoziato non può che essere rigoroso, ma non rancoroso. È necessario tenere ben aperta una porta a Londra. Se durante il negoziato subentrasse una valutazione diversa della Gran Bretagna per mettere in discussione la Brexit, noi dovremmo essere pronti e attenti a raccogliercela.

Che cosa si aspetta dalle elezioni tedesche?

Probabilmente gli anti europeisti di Alternative für Deutschland supereranno lo sbarramento e entreranno in Parlamento: questo è un fattore rilevante. Ma queste elezioni non rappresentano un campo di battaglia dello scontro tra europeisti e anti europeisti. Sono le elezioni dove l'Unione verrà usata di meno come capro espiatorio per i problemi nazionali".

Veniamo alla Grecia, la Commissione europea ha chiuso la procedura d'infrazione. Atene non è più una mina vagante per l'Europa?

In questi anni la Grecia ha compiuto dei passi molto pesanti e importanti, ma non bisogna chiudere definitivamente il capitolo. Diciamo che il moral hazard per quanto riguarda Atene è stato senza dubbio sanzionato. Da qui in poi l'Ue dovrà farsi carico del futuro della Grecia senza consentire che si ripetano gli errori precedenti con misure e richieste ragionevoli.

Lei ha dato vita al movimento Forza Europa. Perché?

Perché ritengo che lo scontro politico ed elettorale sarà innanzitutto sull'Europa. Fino a oggi abbiamo lasciato il monopolio della discussione sull'Ue a coloro che la usano populisticamente come capro espiatorio. A questi va data una risposta uguale e contraria: avete torto, l'Europa è il nostro destino migliore ■

IN ITALIA SI FA LARGO IL CENTRODESTRA

“Vincerà le prossime elezioni”. Ne è convinto il filosofo Cacciari, che su Salvini premier dice: “Non credo voglia fare la fine di Le Pen”

di Daniele Riosa

Le prossime elezioni in Italia? “Le vincerà il Centrodestra”. Il filosofo Massimo Cacciari scommette sulla vittoria dell'asse Salvini-Berlusconi nel 2018. Poi stronca la possibilità di ricreare un nuovo Ulivo nonostante un possibile ritorno in campo di Prodi. Pisapia? “Elettoralmente non conta niente”. E su Salvini premier dice: “Non credo voglia fare la fine di Le Pen”. La chiosa su Grillo: “Punta a vincere da solo, le alleanze non sono nel suo dna”.

Sono ancora possibili le elezioni anticipate?

Sì, le possibilità di collasso del governo esistono. Diciamo che sono molto poco probabili, anche perché l'esecutivo ha rinviato l'approvazione dello Ius soli”.

Su che cosa potrebbe cadere?

Sulla Legge di Stabilità. A Renzi non conviene far passare una legge con tutte le opposizioni che gridano all'affamatore. È chiaro che a lui converrebbe andare a elezioni anticipate prima dell'approvazione della Legge di Stabilità se questa non contenesse segnali espansivi.

Renzi potrebbe essere il prossimo presidente del Consiglio?

Lui gioca tutto su questo, secondo me incautamente. Le uniche possibilità per lui potrebbero essere quelle di una larga vittoria del Pd, a oggi molto improbabile, o un risultato elettorale che favorisse un governo sostenuto dal Pd e da FI. Ma questa ipotesi si fa di giorno in giorno più remota. Il problema è che Renzi continua a giocare su questa ipotesi mettendo in difficoltà Gentiloni, il Pd e il Paese.

Come valuta l'ipotesi di ricostruire il Centrosinistra sul modello dell'Ulivo di Prodi?

È una cosa che non ha corrispondenza con la realtà. Lo sa anche Pisapia. L'ex sindaco di Milano elettoralmente non conta niente, sarebbe



già un buon risultato se questa sinistra arrivasse al 5 per cento. D'altra parte come farebbero Bersani, Speranza e compagnia bella a puntare sull'Ulivo dopo essere stati trattati da Renzi in quel modo? Sarebbe una cosa comica.

Nemmeno con Prodi mediatore?

Paradossalmente, l'unica cosa che potrebbe riuscire sarebbe un'operazione nostalgia, presentando candidato premier proprio il Professore. L'Italia è un Paese di fratricidi col culto del nonno. Ma Prodi sarebbe il primo a non starci: è una persona intelligente.

Intanto nel Centrodestra è scontro sulla leadership. Chi la spunterà tra Berlusconi e Salvini?

Ma a loro della leadership non interessa nulla. Si presenteranno divisi per poi colpire dopo le elezioni. Ce lo insegna anche l'ultima tornata amministrativa: quando sentono odore di potere sanno come muoversi. Per questo prevedo una vittoria del Centrodestra.

Salvini presidente del Consiglio?

Il leader della Lega sa benissimo che non può farlo. Immagino abbia imparato qualcosa da Le Pen: se candidano Salvini perdono. Troveranno una persona adatta dopo il voto.

Passiamo al M5S, reputa possibile un'alleanza tra Grillo e Salvini?

No. Grillo punta, ed è costretto, a vincere da solo.

Sarebbe il suo stesso elettorato a non accettare alleanze?

Magari sì, ma non è nel dna di Grillo cercare intese. Il M5S dovrebbe cambiare se stesso troppo radicalmente. Non siamo ai prodromi di un'intesa con la Lega; si tratta invece di una competizione tra i due partiti per occupare quella parte di Centrodestra particolarmente sensibile ai temi della crisi internazionale e dell'immigrazione ■



USA IL RISCHIO A TUO VANTAGGIO

Una maggiore comprensione del rischio può aiutarti a riconoscere le opportunità in contesti di volatilità. Esplora strategie volte ad affrontare con più sicurezza i mercati instabili.

Visita ngam.natixis.it



Ogni investimento comporta dei rischi, incluso il rischio di perdite di capitale. Documento promozionale non contrattuale.

Natixis Global Asset Management, S.A. è la società capogruppo di una serie di società specializzate nella gestione e distribuzione a livello mondiale. Il presente materiale è fornito da NGAM S.A. società di gestione del risparmio di diritto lussemburghese, o dalla propria succursale NGAM S.A., Succursale Italiana, con sede in via Larga, 2 – 20122 Milano (Tel 800 131 866).

PRIMA DELL'ADESIONE, LEGGERE IL PROSPETTO E IL KIID DISPONIBILI PRESSO I COLLOCATORI.

ADINT318-0217

QE, NUVOLE NERE all'orizzonte dell'Italia

Sullo sfondo del Tapering si percepisce un crescente nervosismo, che è la naturale benzina sul fuoco di potenziali crisi finanziarie, con lo scoppio di "bolle"

di Angelo Miglietta *

C

he il QE e la politica monetaria iperespansiva della Bce debbano terminare è pacifico. Anzi, il processo di rientro è già in corso, visto che gli acquisti mensili di titoli sono scesi ormai da 80 a 60 miliardi di euro. Vi è una certa incertezza sui prossimi passi, però è chiaro che, salvo shock di tipo sistemico, si vada verso la chiusura. Fino a oggi gli effetti sui mercati finanziari sono stati tutto sommato contenuti, anche se non assenti, come la reazione al pur moderatissimo discorso di Draghi a Sintra ci ha mostrato. Si potrebbe dire che i mercati ritengono che sia ancora "troppo presto" per (re)agire al tapering. Tuttavia, sullo sfondo si percepisce un crescente nervosismo. E come tutti ben sappiamo, il crescente nervosismo sullo sfondo è la naturale benzina sul fuoco di potenziali crisi finanziarie, con lo scoppio di "bolle".



Per capire che cosa potrà accadere, pur nella mitigazione degli effetti delle decisioni della politica monetaria ultraespansiva della Bce che essa saprà sapientemente conseguire con una ben calibrata prudenza, bisogna analizzare e valutare gli effetti reali del QE. Essi si possono dividere in tre macroambiti, peraltro intrecciati reciprocamente: 1. La finanza pubblica e il problema del debito sovrano; 2. La crescita dell'economia; 3. La tenuta dell'euro e quindi, a ben vedere, dell'impianto europeo voluto dai grandi padri fondatori Adenauer, Schumann e De Gasperi per garantire pace e progresso alle martoriate genti d'Europa.

Prima di tutto va detto che la politica monetaria per sua natura non può sostituirsi alla politica economica, che è di competenza del governo. Non solo e non tanto per motivi giuridici, ma proprio per i limitati effetti delle politiche monetarie sulle politiche economiche, soprattutto se devono agire in senso positivo.

Il fondamento di una equilibrata politica economica, che dunque favorisca il progresso ordinato della società, la generazione di ricchezza e la sua adeguata distribuzione, l'occupazione, risiede nel rispetto di regole "reali" non monetarie. In via sintetica quelle

Siamo vissuti nell'Eden economico, eppure non ce ne siamo accorti. Il dibattito politico, in un Paese che già diviso è stato poi persino lacerato dallo scontro di narcisismi caratteriali, non ha prodotto quelle micro riforme che non necessitano di faraoniche campagne mediatiche, ma di un po' di diligenza e olio di gomito. Invece di cambiare la Costituzione, cosa forse pure utile, si poteva fare qualcosa di più semplice e molto concreto.

previste con il noto trattato di Maastricht. Purtroppo, la costruzione della moneta unica è partita con la deroga al più importante dei tre pilastri, per alcuni Paesi: Italia, Belgio e Grecia furono ammessi nonostante un rapporto di debito sul Pil superiore non solo al limite del Trattato, il 60%, ma addirittura ben oltre il 100%. Invece di fare le riforme, i cui costi erano mitigati dall'ingresso (immeritato) nell'Euro, i governanti di Italia e Grecia (ma non in Belgio, che ha avuto la "fortuna" di restare senza governo per quasi due anni!) hanno perpetuato con nuovo vigore antichi vizi, e abbiamo sperimentato la sciagurata stagione dei tagli lineari: con l'effetto di eliminare le spese pubbliche di "migliore qualità" (gli investimenti) per raggiungere un effimero risultato di bilancio, senza operare la vera riforma della macchina burocratica, il Leviatano dei Paesi mediterranei, il nostro in primis.

Lanciando il QE con il suo famoso "whatever it takes" nell'estate 2012, la Bce ha semplicemente reagito alla crisi del debito sovra-

no, soprattutto, italiano. Si è così aperta una stagione straordinariamente favorevole per il nostro Paese, così favorevole che non vi sono precedenti nella storia dell'Unità d'Italia, dato in particolare il nostro troppo elevato debito pubblico, tale, sia chiaro, non per effetto della crisi del 2008, ma per il malcostume di lungo corso dei nostri governi. E così in questi ultimi quattro anni abbiamo avuto, proprio per una politica monetaria inusuale e senza precedenti in Europa, condizioni straordinariamente favorevoli: tassi di interesse persino negativi; elevatissima domanda di titoli di Stato italiani grazie agli acquisti diretti e indiretti tramite il sistema bancario da parte della Bce, con conseguente schiacciamento dello spread; svalutazione impressionante dell'euro rispetto a tutte le principali valute e in particolare al dollaro, con effetti di stimolo straordinario delle esportazioni; tracollo del prezzo del petrolio, di cui siamo importatori.

Siamo vissuti nell'Eden economico, eppure non ce ne siamo accorti. Il dibattito politico, in un Paese che già diviso è stato poi persino lacerato dallo scontro di narcisismi caratteriali, non ha prodotto quelle micro riforme che non necessitano di faraoniche campagne mediatiche, ma di un po' di diligenza e olio di gomito. Invece di cambiare la Costituzione, cosa forse pure utile, si poteva fare qualcosa di più semplice e molto concreto. Solo per far alcuni esempi: disporre che le società possano essere registrate automaticamente da un notaio telematicamente il giorno stesso in cui i soci le costituiscono; svuotare di competenze le province trasferendole massicciamente agli altri enti locali; procedere a una decisa privatizzazione del "capitalismo comunale"; procedere a una riorganizzazione del sistema scolastico attribuendo poteri e autonomia di spesa e selezione del personale in modo decentrato, sostenendo il costo a carico dei cittadini con contributi pubblici dando a essi direttamente il potere di scegliere dove fare studiare i loro figli, invece di finanziarie strutture fatiscenti e con servizi sempre meno apprezzati; comprendere se la proprietà delle banche ha responsabilità nella gigantesca crisi dei Npl (come mai sono su livelli fisiologici nelle banche con un assetto proprietario caratterizzato dalla presenza di una proprietà riconducibile a persone e invece in altri casi vi sono autentici disastri con effetto sistemico, anche per i già disastriati conti pubblici?). Moltissimi altri sono gli esempi che si potrebbero fare. Ecco perché, adesso che siamo alla fine di questa stagione felice dobbiamo davvero preoccuparci delle nuvole che si iniziano a profilare all'orizzonte. Il comportamento che abbiamo tenuto è stato quello della cicala più sfrenata. Abbiamo davvero perso una seconda opportunità straordinaria, dopo che sciupammo la prima con il dividendo dell'ingresso nell'Euro ■

** Chartered accountant Professor of Management and Entrepreneurship Deputy Rector for Innovation-IULM University. Membro di Wealthground*

BANCHE, OLTRE ALLE VENETE CI SONO ALTRI FOCOLAI DI CRISI

Il mondo del credito cooperativo che necessita di processi di aggregazione per sopravvivere. Qualche incognita anche tra le popolari quotate. E sullo sfondo rimane sempre Mps

di Vittoria Ricci

Non c'è tregua per gli investitori delle banche italiane. Dopo la risoluzione delle quattro banche del centro (Banca Etruria, Banca Marche, Cassa di risparmio di Ferrara, Carichieti) a novembre 2015, è stata la volta delle venete, liquidate e spaccettate nella parte buona, comprata da Intesa per un euro, e in quella cattiva che include gli Npl e che sarà scaricata in una bad bank di fatto finanziata dai contribuenti. Una soluzione che ha fatto discutere molto, in quanto dribbla completamente la direttiva europea Brrd e anche perché arriva con estremo ritardo. Quando ormai il danno è fatto. In mezzo a questi due eventi, la storia infinita di Mps, che ora naviga a vista ma è stata a un passo dal tracollo ed è quasi statalizzata (al 60%). E ciò che è peggio è che non è ancora finita: contrariamente a quello che sostiene con forza il ministro dell'Economia Pier Carlo Padoan, i focolai di crisi non sono esauriti. "Da un lato gli istituti grandi come Unicredit si sono rafforzati e patrimonializzati, pulendo i bilanci e facendo aumento di capitali - dice a Focus Risparmio Francesco Leghissa, responsabile dell'Ufficio Studi di Copernico Sim - dall'altro abbiamo tutto il credito cooperativo che necessita di processi di aggregazione per poter sopravvivere e qualche ulteriore incognita sulle rimanenti popolari quotate e non alle prese con un bagno di realtà (soprattutto per i clienti/soci/azionisti, ndr)

Crisi bancarie

- 1982** Crisi del Banco Ambrosiano
- 1987** Cassa di Risparmio di Prato
- 1992** Banca Commerciale Italiana e Cassa di Risparmio di Venezia
- 1995** Casse di Risparmio meridionali di Puglia, Campania, Calabria, Sicilia (aggregate in Cariplo, poi finita in Intesa) e Banco di Napoli
- 1998** Bipop di Brescia
- 2002** Inizia la crisi Mps
- 2006** Scoppia il caso Banca Italease
- 2008** Esplode il caso Monte dei Paschi
- 2012** Crisi per Carige
- 2015** Banca Etruria, Banca Marche, Cassa di risparmio di Ferrara, Carichieti
- 2017** Fallimento di Banca Popolare di Vicenza e Veneto banca

per quanto riguarda il valore delle azioni e patrimonio. Sullo sfondo rimane sempre Mps". E la soluzione trovata per le venete "di certo non sarà indolore per i conti pubblici, anche se non è chiara l'entità dell'impatto", secondo Leghissa. Una soluzione all'italiana che arriva fuori tempo massimo, quando le alternative sono tutte esaurite. E in generale, "la salute del mercato italiano è ancora fragile - afferma Gilles Guibout, head of european equity team di Framlington Axa Investment Managers - Sul sito di Banca d'Italia si parla di alcune situazioni che dovranno essere gestite". La fragilità del sistema italiano è direttamente proporzionale alla sua frammentazione: "Bisogna ancora lavorare per rafforzarlo attraverso un maggiore consolidamento - continua Guibout - La profittabilità del sistema bancario in ogni Paese è correlata con il livello di frammentazione. Non è casuale se peggio dell'Italia fa solo la Germania: il mercato tedesco è frammentato come quello italiano". Il parametro del Cet1 resta un buon indicatore per capire capitalizzazione e capacità di assorbire shock o svalutazioni contabili sui crediti, "ma rimane fondamentale osservare la governance - chi comanda, come lo fa, a quali gruppi di interesse risponde o rappresenta rimane fondamentale per cercare di evitare la prossima Bpvi - e se sono presenti fonti di reddito diversificate capaci di generare commissioni, vista la bassa remuneratività della tradizionale attività bancaria - conclude Leghissa - Il Too Big to Fail forse a breve non esisterà più" ■

INSIGHTS

La fotografia delle principali banche italiane

	Earning per share	Price to Book	NPL su prestiti totali (%)	Prestiti totali su totale depositi (%)
INTESA SANPAOLO	0,19	0,96	15,93	136,53
UNICREDIT SPA	-9,93	0,71	12,48	113,98
UBI BANCA SPAv	-0,87	0,46	14,44	161,69
BANCO BPM SPA	-1,06	0,39	21,5	103,34
BPER BANCA	0,03	0,46	22,06	136,41
BANCA CARIGE SPA	-0,35	0,09	33,22	165,25
BANCA POPOLARE DI SONDRIO	0,22	0,64	16,52	98,91
CREDITO VALTELLINESE SPA	-3	0,26	27,45	124,6

Fonte: Bloomberg - Dati al 16 luglio 2017



Domani le fonti di reddito saranno molteplici

Diversifica oggi con il multi-asset income

Gli investimenti tradizionali di oggi potrebbero non essere sufficienti per soddisfare le esigenze di domani. **AXA World Funds – Global Income Generation** è una soluzione semplice che diversifica i suoi investimenti privilegiando la generazione di reddito e una rigorosa gestione del rischio.

Fondo Global Income Generation.
[blog.axa-im.it/income*](http://blog.axa-im.it/income)

PRIMA DELL'ADESIONE LEGGERE IL KIID E IL PROSPETTO, disponibili sul sito www.axa-im.it

AXA World Funds Global Income Generation è un comparto di AXA World Funds SICAV – un organismo di investimento collettivo del risparmio di diritto lussemburghese, armonizzato ai sensi della direttiva 2009/65/CE, le cui azioni sono ammesse a essere offerte in Italia. AXA World Funds Global Income Generation può non essere adatto a tutti i tipi di investitori e i rendimenti non sono garantiti. AXA World Funds Global Income Generation è esposto a specifici fattori di rischio e gli investitori potrebbero non recuperare l'intero capitale investito. Il presente è un documento con contenuti pubblicitari e non va inteso come offerta, raccomandazione o sollecitazione all'acquisto o alla vendita di specifici strumenti finanziari. A cura di AXA Investment Managers Italia SIM S.p.A., Corso di Porta Romana, 68 – 20122- Milano, Tel +39 02 58299.11, iscritta al n. 210 dell'albo delle SIM tenuto dalla CONSOB www.consob.it

*Sito riservato ad investitori professionali.

**Gli effetti positivi
del Target
Market**



Riduzione
del rischio
di vendita
fraudolenta



Ripristinare la
fiducia degli
investitori nei
mercati finanziari



Effetti positivi
sulla produttività e
sull'efficienza delle
imprese

TARGET MARKET, ESMA DETTA LE LINEE GUIDA

L'Authority europea ha tenuto conto di gran parte delle osservazioni di Assogestioni

di Roberta D'Apice *

Sul sito istituzionale di Esma è stato pubblicato il Final Report contenente le "Guidelines on MiFID II product governance requirements" che segna un importante momento per l'implementazione della direttiva MiFID II. Con la pubblicazione delle Linee Guida, l'Authority europea è intervenuta chiarendo significativi aspetti necessari per la corretta e tempestiva implementazione della disciplina sulla product governance contenuta nella Direttiva 2014/65/UE (d'ora in poi, "MiFID II") e nella Direttiva delegata (UE) 2017/593 e, in particolare, sui criteri di identificazione del Target Market.

In generale, la versione finale delle Linee Guida tiene conto di gran parte delle osservazioni di Assogestioni finalizzate, da un lato, a semplificare il rapporto tra società di gestione e distributori di Oicr e, dall'altro, a salvaguardare l'approccio di portafoglio.

Nella prima prospettiva si collocano le indicazioni fornite dall'Esma in ordine: alla possibilità del distributore di fare affidamento sul target market identificato dal produttore (senza necessità di effettuare alcun suo "raffinamento"), ove il target market del produttore riguarda prodotti semplici e comunemente diffusi come, per esempio, gli Ucits non complessi; alla possibilità del produttore di utilizzare, nel caso di prodotti comparabili, le medesime categorie di identificazione del target market e, più in generale, alla possibilità individuare un approccio comune per prodotti con caratteristiche simili; alla possibilità per il produttore e il distributore di sviluppare congiuntamente un target market modello per i prodotti che si scambiano con maggior frequenza; alla non



> Roberta D'Apice
direttore settore legale di
Assogestioni

necessità di stipulare alcun contratto tra società di gestione (in qualità di ente non soggetto a MiFID II) e distributore, nel caso in cui siano pubblicati documenti d'offerta quali il Kiid o il Kid e, alla precisazione che in tali casi il reporting del distributore è solo una good practice; alla possibilità che nel caso di prodotti semplici e poco rischiosi non si identifichi, a seguito del processo di verifica, un target market negativo.



Maggiore
armonizzazione
dell'attività di
vigilanza



Migliore
armonizzazione e
standardizzazione
dei costi



Per approfondire
https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-620_report_on_guidelines_on_product_governance.pdf

Sempre nell'ottica della semplificazione muovono, inoltre: l'individuazione "standardizzata" della tipologia di clienti a cui il prodotto è indirizzato; la possibilità di identificare la tolleranza al rischio e la compatibilità del profilo di rischio/rendimento del prodotto con il target market, utilizzando l'indicatore di rischio contenuto nel Kiid/Kid; l'accorpamento in un'unica categoria delle voci "obiettivi del cliente" e "bisogni del clienti", consentendo di descrivere l'orizzonte temporale mediante l'indicazione dell'orizzonte di investimento raccomandato, qualora previsto nella documentazione di offerta, ma anche tramite l'inclusione di categorie descrittive (orizzonte di breve, medio, lungo periodo), seppur debitamente spiegate.

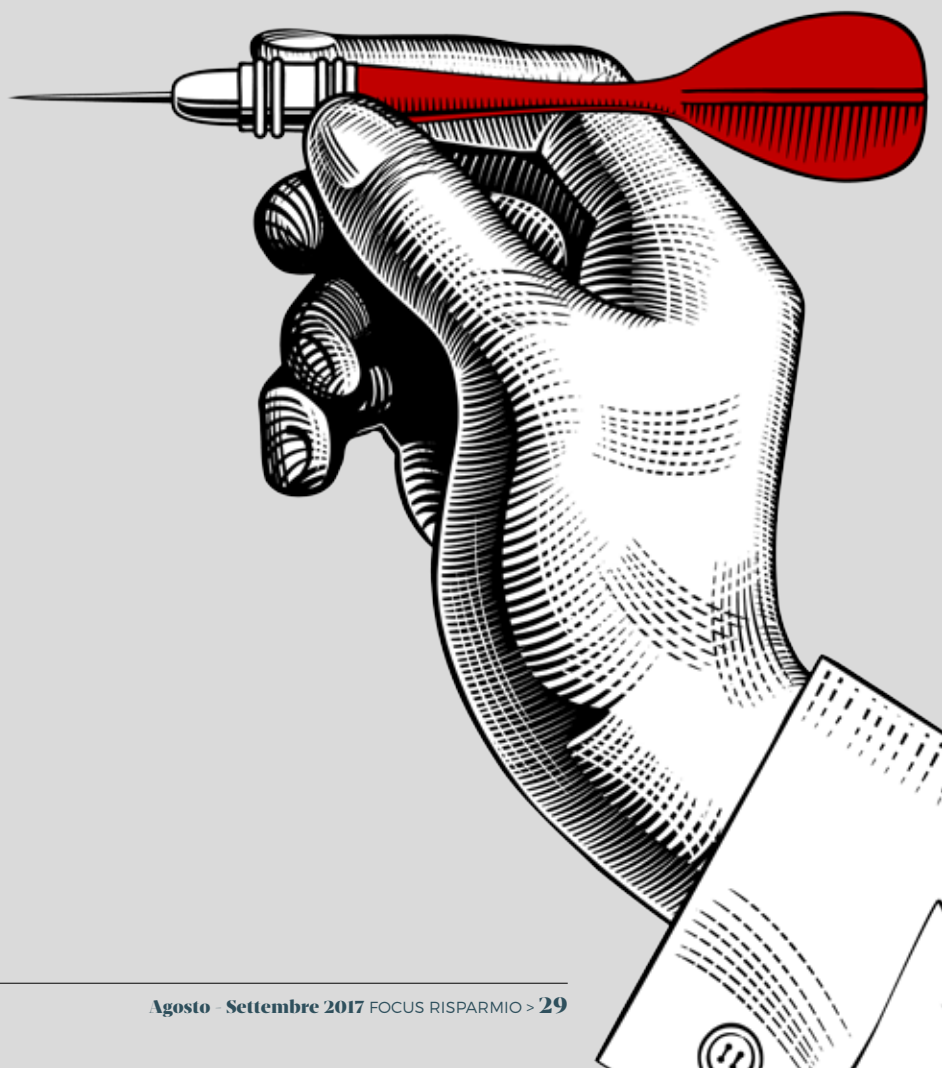
Per quanto riguarda l'approccio di portafoglio, le indicazioni di Esma - ora fornite direttamente nelle Linee Guida, come auspicato dall'Associazione - riconoscono al distributore, che presti il servizio di consulenza adottando un approccio di adeguatezza per portafoglio ovvero il servizio di gestione individuale di portafogli, di poter utilizzare i prodotti al di fuori del target market positivo definito dal produttore, ove il portafoglio nel suo complesso o la combinazione di strumenti siano adeguati per il cliente, senza per ciò dover adempiere ad obblighi di reporting nei confronti del produttore. Le vendite di prodotti nell'ambito del target market negativo dovrebbero invece, da un lato, avvenire in limitate occasioni, anche se per finalità di diversificazione, dall'altro, essere oggetto di obblighi di reporting al produttore e di comunicazione nei confronti dei clienti.

Questa impostazione in tema di approccio di portafoglio consente, così, di superare le criticità legate alla qualificazione del servizio di gestione come servizio distributivo (qualificazione che viene peraltro confermata nella versione finale delle Linee Guida), tenuto conto che, in tal caso, l'identificazione del target market è effettuata sul portafoglio nel suo complesso o sua combinazione di strumenti finanziari.

Le Linee Guida dovranno ora essere tradotte in tutte le lingue ufficiali dell'Ue e pubblicate sul sito di Esma. Da quel momento le Autorità nazionali avranno due mesi di tempo per notificare all'ESMA la loro intenzione di conformarsi. Le Linee Guida si applicheranno dal 3 gennaio 2018, data di entrata in vigore della MiFID II ■

** Direttore settore legale Assogestioni*

Le vendite di prodotti nell'ambito del target market negativo dovrebbero da un lato, avvenire in limitate occasioni, anche se per finalità di diversificazione, dall'altro, essere oggetto di obblighi di reporting al produttore e di comunicazione nei confronti dei clienti.



PEPP, DALLA COMMISSIONE UE UNA PROPOSTA DI REGOLAMENTO

L'obiettivo è favorire l'integrazione dei mercati europei dei prodotti pensionistici di terzo pilastro

di Marco Caprotti, Morningstar Italy

Lo scorso 29 giugno la Commissione europea ha pubblicato una proposta di regolamento per la creazione di un prodotto pensionistico individuale paneuropeo, il Pepp (Pan-European Personal Pension Product). Strumento che, affiancandosi a quelli già esistenti a livello nazionale, va a completare l'offerta di prodotti del terzo pilastro delle pensioni sul territorio dell'Unione. Tale prodotto dovrebbe da un lato favorire l'investimento di lungo termine nell'economia reale europea e dall'altro lato rispondere efficacemente alle esigenze di quei cittadini che vogliono investire il proprio risparmio previdenziale in un unico prodotto, anche nelle ipotesi in cui trasferiscano la propria residenza in un altro Stato membro.

Al Pepp è infatti associato un servizio di portabilità che consente all'aderente di continuare a contribuire nel medesimo prodotto anche qualora cambi il proprio domicilio, o la propria residenza, presso un diverso Paese dell'Unione europea potendo, in tal modo, godere dei vantaggi e dei benefici connessi alla permanenza dell'adesione nel medesimo prodotto. Il servizio di portabilità è concretamente attuato attraverso la creazione di comparti distinti per ciascun Paese in cui l'aderente decida di contribuire. Ciascun comparto, a sua volta, sarà strutturato in modo tale da rispettare i requisiti stabiliti dal Paese di riferimento per l'ottenimento dei benefici fiscali.

Dal punto di vista dei soggetti istitutori, il vantaggio del Pepp rispetto ai prodotti nazionali risiede nel fatto di poter usufruire di un passaporto europeo grazie al quale, una volta ottenuta l'autorizzazione da parte

dell'Eiopa (è l'Autorità di vigilanza europea sulle assicurazioni e sulle pensioni), il prodotto potrà essere commercializzato in tutti i Paesi Ue.

IL NODO FISCALE E LA STRUTTURA DEL PRODOTTO

Riconoscendo la crucialità del ruolo svolto dal trattamento fiscale nel determinare il successo di prodotti di investimento del risparmio previdenziale, la Commissione europea ha pubblicato, unitamente alla proposta di regolamento, anche una proposta di raccomandazione relativa al trattamento fiscale da riconoscere ai prodotti pensionistici individuali e ai Pepp da parte degli Stati membri. Con tale documento, si raccomanda agli Stati membri di applicare ai Pepp lo stesso beneficio fiscale riconosciuto ai prodotti pensionistici individuali nazionali (PPP), anche nelle ipotesi in cui le caratteristiche del prodotto non rispettino tutti i criteri nazionali richiesti dallo Stato membro per poter applicare il beneficio fiscale ai PPP.

Nella proposta di regolamento, il Pepp viene delineato come un prodotto pensionistico ad adesione volontaria, con caratteristiche standard, che può essere offerto da una molteplicità di provider, quali imprese di assicurazione, banche, enti pensionistici aziendali o professionali, imprese di investimento e asset manager.

Quanto alla struttura del prodotto, la Commissione europea propone che ciascun Pepp preveda un'opzione di investimento di default, alla quale possono affiancarsi una o più opzioni di investimento alternative, fino ad un massimo di quattro. Mentre tutte le opzioni di investimento devono essere caratterizzate dall'utilizzo di tecniche di mitigazione del rischio, che assicurino adeguata protezione all'aderente, ciò che deve caratterizzare l'opzione di investimento di default è il basso rischio. A tal fine, la

proposta della Commissione prevede che per l'opzione di investimento di default sia previsto un meccanismo di protezione del capitale, sulla base di una tecnica di mitigazione del rischio, che assicuri quanto meno il recupero del capitale investito.

In ragione del minor rischio associato all'investimento nell'opzione di default è previsto che questa possa essere offerta senza che sia necessariamente prevista la prestazione di un servizio di consulenza, previa rinuncia da parte del potenziale aderente e fermo restando il rispetto di specifici standard di comportamento.

GLI OBBLIGHI INFORMATIVI

La proposta di regolamento disciplina, poi, dettagliatamente gli obblighi in tema di trasparenza e di informativa da fornire ai risparmiatori prima dell'adesione, durante la fase di accumulo, nonché nella fase che precede l'erogazione delle prestazioni.

In particolare, prima dell'adesione, le informazioni chiave sono fornite al potenziale aderente mediante un documento parzialmente conforme a quanto stabilito dal Regolamento (UE) n. 1286/2014 (PRIIPS) relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave per i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati, integrato con le informazioni aggiuntive che tengano conto ed esplicitino la natura previdenziale del Pepp.

Durante la fase di accumulo, agli aderenti deve essere annualmente messo a disposizione il prospetto delle prestazioni del Pepp, un documento conciso e personalizzato contenente le informazioni chiave riferite al prodotto e che tiene conto del sistema pensionistico nazionale di riferimento, nonché delle leggi sociali e del lavoro applicabili.

La proposta della Commissione europea disciplina anche i principi generali applicabili all'investimento delle risorse introducendo, tra l'altro, il principio della persona prudente, nonché la possibilità per l'aderente di trasferire la propria posizione presso un Pepp istituito da un altro soggetto, anche chiudendo la posizione originaria. In aggiunta a quanto stabilito dalla proposta di Regolamento, gli Stati membri potranno definire regole ulteriori relative ai limiti di età per l'adesione, alla permanenza minima, all'ammontare minimo e massimo delle contribuzioni, alle condizioni per il ricevimento di prestazioni prima del raggiungimento dell'età pensionabile.

Per quanto riguarda la fase di erogazione delle prestazioni, la proposta di regolamento lascia ampia libertà al provider. Quest'ultimo potrà decidere se consentire che l'erogazione delle prestazioni avvenga sotto forma di rendita, capitale, prelievi successivi, ovvero una combinazione delle precedenti. L'aderente dovrà scegliere una modalità di erogazione tra quelle disponibili al momento dell'adesione. Tale scelta potrà, comunque, essere modificata, solo una volta decorsi cinque anni di adesione al prodotto ■



LA NON FINANCIAL INFORMATION

È un decreto legislativo del 30 dicembre 2016, n. 254, in tema di attuazione della direttiva 2014/95/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 22 ottobre 2014, e recante modifica alla Direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi dimensioni. Si tratta della fase conclusiva del lungo processo di implementazione della direttiva europea riguardante la non financial information. Sul tema è intervenuta recentemente la Consob, pubblicando venerdì 21 luglio sul proprio sito un documento di consultazione relativo proprio alle

informazioni non finanziarie che dall'anno prossimo dovranno essere inserite nella relazione di gestione da parte degli enti di interesse pubblico rilevante. Il documento di consultazione fa riferimento a 6 articoli inerenti: le definizioni, la pubblicazione delle dichiarazioni non finanziarie, le informazioni da fornire alla Consob, i compiti del soggetto incaricato della revisione legale del bilancio, la relazione sulla dichiarazione di carattere non finanziario e i criteri per l'esame, da parte della Consob, dell'informazione non finanziaria. I pareri andranno espressi non oltre il 22 settembre.

È il momento della governance integrata

Se la sostenibilità resta una funzione aziendale on top rischia di creare un valore solo limitato per le società

S

ta emergendo la consapevolezza che la sostenibilità sia un approccio trasversale che per dare i suoi frutti deve essere presente in tutte le funzioni aziendali e trovare il suo punto di riferimento nel board. In questo senso si va verso un approccio più integrato all'analisi dell'investimento. Le Sgr più attente stanno considerando che la sostenibilità, oltre a essere eticamente attraente e un buon strumento per ridurre i rischi, può essere il volano per una gestione più attenta e innovativa dei processi aziendali e la spia della capacità di innovazione delle aziende, quindi fonte di competitività per le società che si impegnano su questo percorso, parte integrante e motore della strategia aziendale. Ma se la sostenibilità resta un funziona aziendale on top rischia di creare un valore solo limitato per le aziende e di non dispiegare il suo pieno potenziale. Un approccio alla sostenibilità che invece innerva la strategia aziendale e che si riflette in una governance integrata può offrire una risposta agli investitori a caccia di valore "nascosto" nelle società oggetto dei propri investimenti.

Non si può dire che questo sia un processo compiuto o che questo approccio sia diffuso, ma si tratta di innesta-

re un circolo virtuoso in cui il comportamento delle società quotate e quello degli investitori siano di sprone reciproco nell'integrazione. Ci aspettiamo che il decreto "non financial information" aiuti in questo percorso verso una maggiore attenzione alle tematiche Sri e una piena integrazione dell'analisi Esg con l'analisi tradizionale.

Dal punto di vista delle aziende, sul fronte dell'adozione della direttiva non financial c'è consapevolezza (oltre il 90% dei rispondenti rientra nell'applicazione), ma solo nella metà dei casi la nuova normativa è stata esaminata nel board. (fonte: Indagine sulla Integrated corporate governance 2017). Dal punto di vista degli investitori, invece, l'International Investor Survey 2017 di MarrowSodali mostra che ben il 72% degli investitori istituzionali ritiene molto importante la disclosure sugli aspetti ESG nelle proprie scelte di investimento.

L'auspicio è che un ampliamento della disponibilità di non financial information renda più facile il lavoro di chi già utilizza queste info e più difficile per gli altri ignorare le informazioni rese universalmente disponibili (fiduciary duty).

Da parte dei gestori, gli elementi chiave per una buona "di-

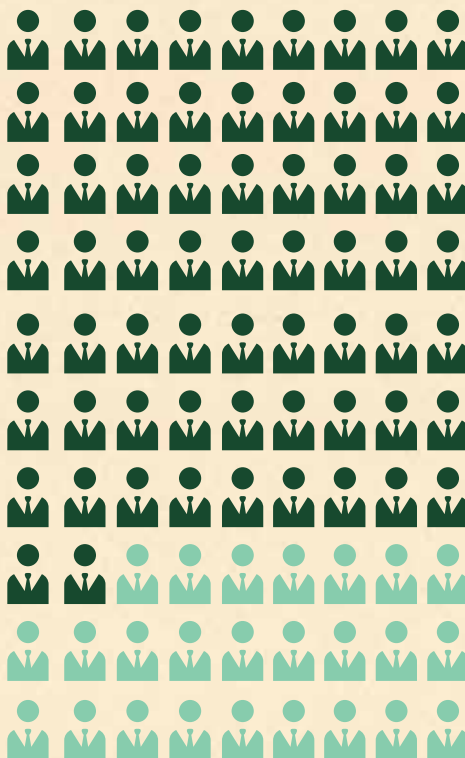


DI MANUELA MAZZOLENI
Direttore operations e mercati
di Assogestioni

“

L'auspicio è che un ampliamento della disponibilità di non financial information renda più facile il lavoro di chi già utilizza queste info e più difficile per gli altri ignorare le informazioni rese universalmente disponibili

sclosure” - dove per buona si intende “rilevante per gli investitori” - sono la materialità delle informazioni, ovvero l'impatto che le informazioni possono avere in primis sul rischio aziendale e la comparabilità. La recente pubblicazione delle Linee Guida della Commissione Europea e il Rapporto della Task force on climate related disclosure del Financial Stability Board costituiscono sicuramente due strumenti importanti in questa direzione ■



72%

Degli investitori istituzionali ritiene molto importante la disclosure sugli aspetti ESG nelle proprie scelte di investimento.

LE NEWS “RESPONSABILI”

La finanza Sri piace ai family office

Il 56% dei family office ha avviato riflessioni sulla finanza Sri. E il 78% la considera un modello d'investimento, e non una forma di charity. È il risultato che emerge da una ricerca pilota condotta dall'Aifo, l'Associazione Italiana dei family office, in collaborazione con l'ufficio studi di EticaNews. Per quanto ottenuti su un campione ridotto, i risultati esprimono un notevole valore qualitativo.

Le pensioni svizzere al test sul clima

Fondi pensione e assicurazioni svizzere possono misurare l'impatto sul clima dei propri portafogli. Il ministero dell'Ambiente elvetico, infatti, in collaborazione con l'ente previdenziale Asip, offre l'opportunità di poter vagliare quanto gli asset sono compatibili con gli accordi di Cop21. L'analisi, volontaria, gratuita e anonima, è condotta dal think-tank internazionale 2° Investing Initiative.

Bloomberg, rallentano i lettori Esg

Si ferma la crescita degli utilizzatori di “Esg data” di Bloomberg. È quanto emerge dall'ultimo impact report del gruppo americano. È vero che sono più che raddoppiati dal 2012. Ma nel 2015 e 2016 sono pressoché rimasti invariati passando da 11.500 a 12.200 in due anni. Segno che esiste uno scalino ancora da superare, in termini di capacità di utilizzo. E, che, per contro, si stanno moltiplicando le fonti informative.

OPPORTUNITÀ INFLATION LINKED MA OCCORRE PRUDENZA

I prezzi attuali incorporano un'inflazione più bassa rispetto alle stime. Montalbetti (Consultinvest): "Un'occasione. Ma occhio. Non tutte le emissioni sono uguali. Privilegiare la strada dei fondi"

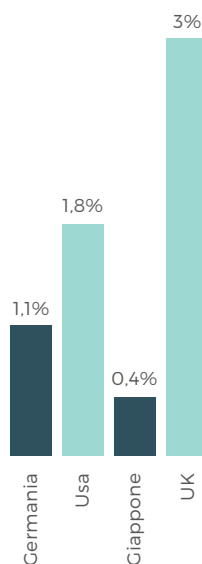
di Andrea Dragoni

Negli ultimi mesi l'inflazione si è resa protagonista prima di una forte accelerazione, all'indomani dell'elezione di Donald Trump alla presidenza degli Stati Uniti (novembre 2016), per poi ripiegare a maggio 2017. Un trend che ha interessato gli Stati Uniti quanto l'Europa. Ci si chiede ora cosa aspettarsi e se convenga o meno cominciare a proteggersi guardando con le inflation linked. "Fare previsioni non è per nulla facile - commenta Gabriele Montalbetti, Cfa di Consultinvest Sgr - Nemmeno le principali banche centrali ci riescono. Infatti, Fed, Bce e BoJ ormai da molto tempo formulano delle previsioni che poi si rivelano troppo elevate e allo stesso tempo non riescono, tramite gli strumenti a loro disposizione, a portare l'inflazione agli obiettivi che si sono posti. Ragionando con una logica classica, gli stimoli monetari messi in campo dopo l'ultima crisi, i tassi di disoccupazione molto bassi (negli Usa, ndr) e la crescita economica dovrebbero portare a livelli di inflazione più elevati di quelli attuali. Tuttavia, i prezzi contenuti delle materie prime, in particolare del petrolio, uniti al fattore strutturale della maggiore capacità produttiva negli Stati Uniti, e a una sempre minore dinamica salariale, contribuiscono a tenere i livelli più bassi di quello che si potrebbe prevedere e potrebbero avere portato a un nuovo paradigma per l'inflazione".

Quindi meglio proteggersi con le inflation linked.

I tassi impliciti nelle quotazioni dei titoli a dieci

Inflazione
Stime



anni stimano una inflazione all'1,1% in Germania, all'1,8% negli Usa, allo 0,4% in Giappone e al 3% in Inghilterra, mentre le previsioni delle banche centrali, del fondo monetario e di consenso sono su valori mediamente più elevati. Le obbligazioni indicizzate rappresentano sicuramente una opportunità se si crede che nel medio periodo l'inflazione realizzata sarà più elevata di quanto incorporato nei prezzi attuali. È tuttavia necessario fare attenzione ai titoli in cui si investe perché le obbligazioni legate alla inflazione presentano delle differenze non solo tra le emissioni dei diversi Paesi, ma anche tra emissioni dello stesso Paese.

Può farci qualche esempio?

Alcune obbligazioni pagano l'inflazione realizzata ogni sei mesi insieme alle cedole, come il Btp Italia, mentre altre la pagano in una sola soluzione alla scadenza dei titoli. E ancora, l'indice di inflazione a cui sono indicizzate può non essere lo stesso per tutte le emissioni. Un altro fattore a cui prestare particolare attenzione è la durata dei titoli legati alla inflazione, che spesso è abbastanza elevata e quindi i prezzi dei titoli possono risentire in maniera importante anche dell'andamento dei tassi interesse. Questo fenomeno è evidente nell'andamento dei fondi specializzati, che nelle fasi di rialzo dei tassi di interesse possono perdere più dei fondi obbligazionari sulle medesime aree geografiche. Se si ha una visione negativa sulle obbligazioni è quindi necessario valutare quale duration ha l'obbligazione scelta. Infine, come per una obbligazione nominale, l'investitore è esposto al rischio credito dell'emittente.

Quali strumenti privilegiare?

Anche se il mercato si è molto sviluppato e il numero degli emittenti è aumentato, rimane un segmento che richiede competenze specialistiche, quindi crediamo che lo strumento migliore per avere un'esposizione diversificata sia il fondo, attivo o passivo. Esiste ormai una ampia gamma di fondi globali o specializzati per aree geografiche, su titoli a lunga o a breve scadenza.

E a livello geografico? Dove indirizzarsi?

In termini di aree geografiche, l'Inghilterra, con la svalutazione della sterlina post Brexit, potrebbe dovere affrontare un periodo di maggiore inflazione rispetto alle previsioni ■



Per questo collaboriamo attivamente con i nostri clienti **per costruire portafogli obbligazionari** in grado di far fronte ai cambiamenti di mercato.

Per saperne di più visita il nostro sito
www.futurefixedincome.com/it



LET'S SOLVE IT.SM

Riservato ai Clienti Professionali - E' vietato il suo accesso e la sua diffusione al pubblico. Il valore degli investimenti e del reddito eventualmente distribuito dagli stessi può tanto diminuire quanto aumentare e gli investitori potrebbero non recuperare interamente il capitale inizialmente investito. Prima dell'adesione leggere il prospetto, disponibile presso i Soggetti Collocatori autorizzati e sul sito Internet www.jpnam.it. J.P. Morgan Asset Management è il nome commerciale della divisione di gestione del risparmio di JPMorgan Chase & Co. e delle sue affiliate nel mondo. © 2017 JPMorgan Chase & Co. Messaggio emesso in Italia da JPMorgan Asset Management (Europe) Société à responsabilité limitée, Filiale di Milano, Via Catena 4, I-20121 Milano, Italia. LV-JPM50410 | 07/17.

J.P.Morgan
Asset Management



Per approfondire

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-349_mifid_ii_qas_on_investor_protection_topics.pdf

LA MIFID II DIVENTA LEGGE

Lo scorso venerdì 28 luglio il Consiglio dei ministri ha approvato il decreto legislativo di attuazione della direttiva 2014/65/UE relativa ai mercati degli strumenti finanziari, ovvero la Mifid II, e di adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del regolamento Ue 600/2014 (Mifir).

TRA MIFID II E INFORMAZIONI SUI COSTI

Sul tema è intervenuta anche l'ESMA, fornendo chiarimenti interpretativi nell'ambito della sezione 9 delle Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection topics

Roberta D'Apice *



La direttiva 2014/65/UE (MiFID II) inasprisce gli obblighi gravanti sulle imprese di investimento riguardo alla divulgazione delle informazioni su tutti i costi e oneri e li estende, con alcune semplificazioni, ai rapporti con i clienti professionali e le controparti qualificate. L'articolo 24 della MiFID II definisce i criteri di carattere generale della nuova disciplina, mentre le norme di dettaglio sono contenute negli articoli 50 e 51 del Regolamento delegato (UE) 2017/565 della Commissione del 25 aprile 2016 (Regolamento delegato). Sul tema è intervenuta anche l'Esma, fornendo taluni chiarimenti interpretativi nell'ambito della sezione 9 delle Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection topics, il cui ultimo aggiornamento è dello scorso 6 giugno. A livello nazionale, il novellando articolo 27 del Regolamento Intermediari riprende la previsione sui costi e oneri contenuta nel citato art. 24 della MiFID II e rinvia agli articoli 50 e 51 del Regolamento delegato.

Comunicazione ex ante dei costi e oneri: tempistica e servizi interessati

Le imprese d'investimento sono tenute a fornire ai clienti informazioni sui costi e oneri relativi sia ai servizi d'investimento e accessori prestati sia agli strumenti finanziari. Tale comunicazione deve essere effettuata in tempo utile prima della prestazione

dei servizi d'investimento e accessori.

L'obbligo di effettuare la rappresentazione ex ante in forma aggregata dei costi e oneri del servizio e del prodotto si applica nei casi in cui l'impresa d'investimento è in grado di conoscere la struttura dei costi del prodotto sottostante e, cioè, quando l'impresa d'investimento raccomanda o offre in vendita strumenti finanziari all'investitore oppure quando sia tenuto a fornire al cliente un Kiid relativo a un Oicvm o un Kid relativo a un PRIIPs. Negli altri casi, invece, l'impresa d'investimento dovrà fornire al cliente il solo costo del servizio d'investimento o accessorio prestato e il



Le imprese d'investimento sono tenute a fornire ai clienti informazioni sui costi e oneri relativi sia ai servizi d'investimento e accessori prestati sia agli strumenti finanziari

prezzo di acquisto degli strumenti finanziari.

Nel caso di distribuzione di Oicr, l'intermediario distributore potrà desumere le informazioni sui costi e oneri del prodotto dal Kid PRIIPs, tenuto conto che il PRIIPs Kid già copre tutte le informazioni sui costi richieste dalla MiFID II. Per gli Oicr che ricadono invece nel periodo transitorio previsto dal Regolamento PRIIPs (e cioè nel periodo compreso tra il 3 gennaio 2018 e il 31 dicembre 2019), come i fondi Ucits e i Fia aperti, gli intermediari distributori dovranno, secondo quanto previsto da Esma nelle citate Q&A, acquisire dal gestore le informazioni sui costi del prodotto non incluse nel Kiid Ucits, tenuto conto che il Kiid Ucits, a differenza del Kid PRIIPs, non contiene tutti i costi previsti dalla MiFID, come, per esempio, i costi di transazione impliciti ed espliciti.

Servizi di investimento e/o servizi accessori	€ 1.500	1.5%
Pagamenti di terze parti ricevuti dall'impresa di investimento	€ 500	0.5%
Strumenti finanziari	€ 1.500	1.5%
Costi e oneri totali	€ 3.500	3.5%

Fonte: ESMA Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection topics

Comunicazione ex post dei costi e oneri: tempistica e servizi interessati

L'impresa d'investimento deve altresì fornire al cliente un'informativa ex post sui costi e oneri totali, con cadenza almeno annuale, "quando le imprese di investimento hanno o hanno avuto un rapporto continuativo con il cliente durante l'anno e hanno raccomandato o offerto in vendita a un cliente uno strumento finanziario o gli abbiano fornito il Kiid/Kid". La comunicazione ex post in forma aggregata deve avvenire "in modo personalizzato" e può essere effettuata contestualmente alle eventuali relazioni periodiche destinate ai clienti.

Modalità di aggregazione e rappresentazione dei costi e oneri

Le informazioni su costi e oneri devono essere rappresentate in "forma aggregata" per permettere al cliente di conoscere il "costo totale e il suo effetto complessivo sul rendimento". Di tali voci di costo deve inoltre essere fornita una rappresentazione che riporti il totale "sia in termini di controvalore monetario sia in termini percentuali". L'allegato II al Regolamento delegato riporta l'elenco dei costi e degli oneri che devono essere presentati al cliente in forma aggregata, rispettivamente, per i servizi di investimento e accessori prestati e per gli strumenti finanziari.

Nell'effettuare la rappresentazione aggregata dei costi, l'impresa d'investimento dovrà indicare separatamente i pagamenti di terzi ricevuti dagli intermediari in connessione con il servizio di investimento prestato al cliente. Nel caso di prodotti che indicano gli incentivi come componente di costo del prodotto (per esempio nel caso dei PRIIPs o Ucits), l'incentivo deve essere aggiunto ai costi del servizio d'investimento e dedotto dai costi del prodotto. L'intermediario distributore dovrà inoltre "aggiustare" l'informazione del costo di distribuzione applicabile al cliente finale, tenuto conto della specifica situazione del distributore (come, ad esempio, nel caso di sub-collocatori).

Aggregazione dei costi e oneri di altri intermediari

L'impresa d'investimento che raccomanda o offre in vendita ai clienti servizi prestati da un'altra impresa d'investimento deve presentare i costi e gli oneri dei suoi servizi in forma aggregata con i costi e gli oneri dei servizi prestati dall'altra impresa d'investimento. L'impresa d'inve-

stimento che ha indirizzato il cliente ad altre imprese d'investimento deve tenere conto dei costi e degli oneri connessi alla prestazione di altri servizi d'investimento o servizi accessori da parte delle altre imprese d'investimento.

Comunicazione ex ante ed ex post dell'impatto dei costi sulla redditività dell'investimento

L'impresa d'investimento deve altresì fornire al cliente, ex ante ed ex post, un'illustrazione che mostri l'effetto cumulativo dei costi sulla redditività che comporta la prestazione di servizi di investimento. In particolare, tale illustrazione deve: mostrare l'effetto dei costi e degli oneri complessivi sulla redditività dell'investimento; mostrare eventuali impennate od oscillazioni previste dei costi; essere accompagnata da una sua descrizione.

Comunicazione in forma analitica

Il cliente può ottenere su richiesta l'informativa sui costi e oneri in forma analitica. Tale dettaglio dei costi deve essere suddiviso quanto meno nelle sottovoci indicate nell'allegato II al Regolamento delegato, comprendenti le spese una tantum, le spese correnti, i costi delle operazioni, i costi dei servizi accessori ed i costi accessori riferibili agli strumenti finanziari. Ad avviso di Esma, l'impresa di investimento dovrebbe prendere misure ragionevoli per ridurre al minimo lo sforzo del cliente di richiedere le informazioni sui costi in forma analitica.

Alcune questioni da chiarire

Nonostante i chiarimenti già forniti da Esma, residuano ancora alcuni dubbi interpretativi su cui si attende un intervento delle Autorità, alcuni dei quali legati alla prestazione del servizio di gestione di portafogli. In attesa di ricevere i chiarimenti, Assogestioni ha partecipato attivamente a un tavolo di lavoro europeo volto a definire un flusso standard di comunicazione di dati al cui interno sono ricomprese anche le informazioni necessarie ai fini dell'adempimento degli obblighi in materia di identificazione del target market e di trasparenza dei costi e degli oneri ■

* Direttore Settore Legale Assogestioni

Mondo

43

EMERGENTI

Brasile e Cina
su tutti

44

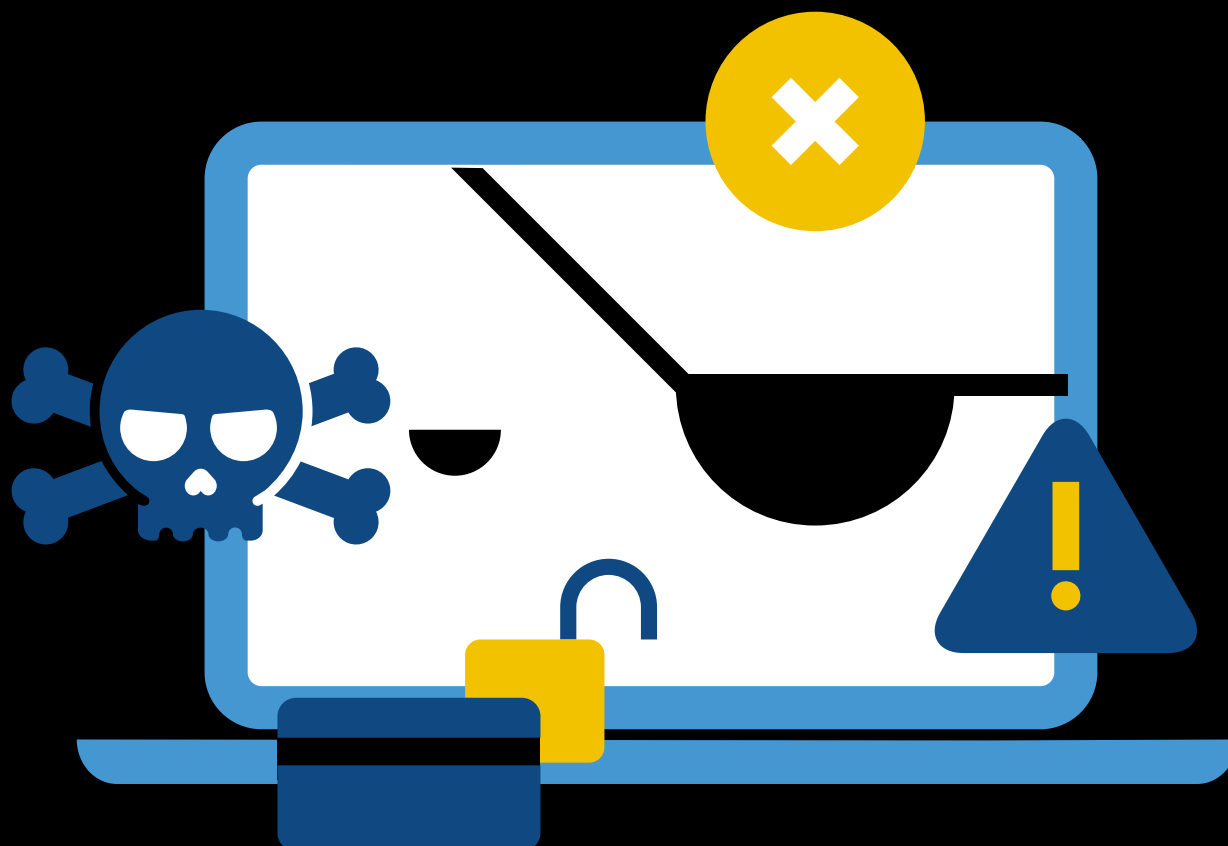
EMERGENTI

Tra i fondi brillano
Pigs e small cap

46

INVESTIMENTI

Avanti col
debito emergente



Secondo quanto emerge dall'edizione 2017 della ricerca "Global Risk Management Survey" condotta recentemente da Aon tra i ceo di aziende operanti in diversi settori a livello globale, il cyber risk rappresenta oggi una delle principali minacce alla continuità del business e alla reputazione delle imprese

Cresce la voglia di CYBER SECURITY

In un mondo iperconnesso aumenta l'esigenza di proteggere reti e sistemi informatici da attacchi sempre più frequenti ed estesi: un'opportunità per le società attive nel settore

di Gaia Giorgio Fedi



Il tema del momento sui mercati finanziari? È la cyber security, che dopo l'attacco dei malware WannaCry a maggio e Petya il mese successivo hanno messo in luce quanto i sistemi e le reti di governi, istituzioni, aziende, siano esposti al rischio informatico. Secondo una recente ricerca della società di market intelligence Idc non ci sono segnali che gli attacchi diminuiscano. Anzi, entro il 2019 "il 70% delle principali multinazionali affronteranno significativi attacchi informatici" ►



GERARDO COSTABILE
ceo di DeepCyber

Aspettando la Gdpr

È un regolamento Ue che impone alle Sgr di rafforzare i presidi di sicurezza informatica. Entrerà in vigore nel 2018

La sicurezza informatica e dei dati non è solo un supertrend di investimento, ma anche un problema importante per la finanza e il risparmio gestito. Nel 2018 entrerà in vigore un regolamento Ue (General Data Protection Regulation, o Gdpr), che imporrà alle società di gestione del risparmio di rafforzare i presidi di cybersecurity e di protezione dei dati dei clienti. Del resto secondo la società di cybersecurity Kaspersky, in futuro i sempre più frequenti attacchi dei ransomware (un tipo di malware che blocca il dispositivo che infetta o ne limita l'utilizzo) tenderanno a colpire soprattutto le infrastrutture finanziarie.

Secondo Gerardo Costabile, ceo di DeepCyber, società specializzata in soluzioni di contrasto alle minacce informatiche, "il settore bancario e finanziario è quello che prevede tra i maggiori investimenti nei prossimi anni per le azioni di cyber security. Le minacce stanno evolvendo e la dimensione degli investimenti toccherà le persone (e le loro competenze, sia interne sia gli stessi clienti), le tecnologie e le procedure/processi". Costabile ritiene che l'elemento umano sia essenziale quando si parla di sicurezza informatica e che un giusto approccio alla cybersecurity debba essere "di tipo duale: da un lato le istituzioni finanziarie devono fare una strategia cyber risk oriented, ovvero fornire in modalità top/down le linee guida, misurare e mitigare i rischi in ambito di enterprise risk management e definire i relativi investimenti; dall'altro, con una modalità bottom/up, trovare le migliori metodologie, competenze interne ed esterne, far evolvere i processi e le tecnologie, in una modalità più tecnica e pragmatica". L'importante, sostiene Costabile, è capire che "non si può solo attendere un allarme per rispondere efficacemente a un eventuale incidente, ma si dovrà essere più proattivi e integrare i processi di cyber threat intelligence nelle attività a tutela degli asset aziendali, prima di tutto dei clienti e del loro patrimonio". Meglio muoversi per tempo, insomma.

“

Il cyber crime è un problema crescente, e ritengo che il cloud in pratica incrementi la necessità di prevenire questo problema

Secondo quanto emerge dall'edizione 2017 della ricerca "Global Risk Management Survey" condotta recentemente da Aon, società che si occupa di consulenza dei rischi e delle risorse umane, tra i ceo di aziende operanti in diversi settori a livello globale, "il cyber risk rappresenta oggi una delle principali minacce alla continuità del business e alla reputazione delle imprese". I risultati della ricerca evidenziano che il rischio informatico si colloca al quinto posto nella top ten dei rischi aziendali. Considerato che la frequenza di attacchi informatici nel 2017 è aumentata vertiginosamente (l'ultimo in Italia è quello che ha coinvolto Unicredit) e che i piani "per la loro gestione sono diventati sempre più complessi, ci si attende che il rischio cyber salirà ulteriormente nell'agenda dei top manager in Europa, posizionandosi molto probabilmente all'ottavo posto entro il 2018. In Italia, il rischio cyber occupa l'undicesimo posto nella classifica dei principali rischi percepiti dai manager del Paese". Del resto, è la cronaca a segnalare l'innalzamento della temperatura del problema: WannaCry ha infettato i sistemi informatici di aziende, governi e organizzazioni in oltre 150 Paesi. "Il cyber crime è un problema crescente, e ritengo che il cloud in pratica incrementi la necessità di prevenire questo problema", ha commentato di recente in una nota ai clienti Walter Price, gestore del AllianzGI Technology Fund Institutional. Inoltre, Jeremy Gleeson, fund manager di Axa Framlington Global Technology, ha di recente sottolineato che se le industrie più regolate (come servizi finanziari e healthcare) "hanno investito molto, e da tempo, in cyber security, anche le altre industrie, una volta che saranno diventate più digitali, avranno bisogno di protezioni analoghe, e su questo punto vediamo reali opportunità di investimento". Anche Patrick Kolb di Credit Suisse, gestore del CS Global Security Fund, nella gestione del suo fondo scommette ►

Alcuni dei titoli giudicati più interessanti dagli addetti ai lavori

 Symantec Prodotti per la sicurezza informatica  Capitalizzazione in milioni di dollari 18,819 Performance da inizio anno +29,51%	 Imperva Soluzioni per la protezione di siti, database e applicazioni  Capitalizzazione in milioni di dollari 1,613 Performance da inizio anno +25,52%	 Proofpoint Protezione delle email e soluzioni di cybersecurity cloud-based  Capitalizzazione in milioni di dollari 3,867 Performance da inizio anno +25,18%	 Palo Alto Networks Firewall di nuova generazione  Capitalizzazione in milioni di dollari 12,398 Performance da inizio anno +7,97%	 CyberArk Security software  Capitalizzazione in milioni di dollari 1,482 Performance da inizio anno -6,26%
---	--	---	--	---

Elaborazione su dati Bloomberg al 28/7

INSIGHTS

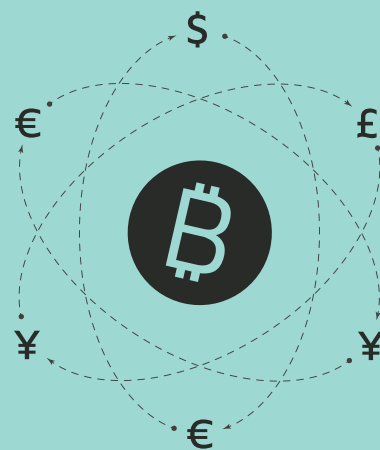
La top ten da inizio anno dei fondi che investono in nuove tecnologie

	Isin	Categoria Morningstar	Società di gestione	Performance %			Spese correnti (%)
				Da inizio anno	1 anno	3 anni ann.	
Pictet - Robotics HR EUR Acc	LU1279335027	Sector Equity Technology	Pictet Asset Management (Europe) SA	21,833	26,761	n.d.v	2,770
CS (Lux) Global Robotics Equity DB USD	LU1435227258	Sector Equity Technology	Credit Suisse Fund Management S.A.	17,725	26,807	n.d.	,100
Pictet-Digital P USD	LU0101692670	Sector Equity Technology	Pictet Asset Management (Europe) SA	16,498	19,493	19,913	2,010
CS (Lux) Global Security Equity BH EUR	LU0909472069	Global Equity - Currency Hedged	Credit Suisse Fund Management S.A.	16,052	13,589	6,936	2,200
Allianz Global HiTech Growth A USD	LU0348723411	Sector Equity Technology	Allianz Global Investors GmbH	13,644	25,383	15,786	2,100
Finaltis Funds Digital Leaders I	LU0100548261	Sector Equity Technology	Banque Degroef Petercam Luxembourg S.A.	10,536	16,415	15,468	1,590
Eurizon Azioni Tecnologie Avanzate	IT0001080669	Sector Equity Technology	Eurizon Capital SGR SpA	9,438	19,504	17,475	2,010
Interfund International Secs New Economy	LU0109671478	Sector Equity Technology	Fideuram Asset management (Ireland) Ltd	7,772	14,756	15,283	2,220
EdRF Big Data A USD	LU1244893779	Sector Equity Technology	Edmond de Rothschild Asset Mngmt (Lux)	6,788	21,255	n.d.	2,470
Pictet-Security R USD	LU0256846568	Global Flex-Cap Equity	Pictet Asset Management (Europe) SA	5,419	2,908	12,577	2,720

Fonte: Morningstar Direct - La lista dei fondi mira a rappresentare il panorama di strumenti con focus sulle tecnologie di ciber security, robotics e intelligenza artificiale. Non si garantisce una figura completa dei prodotti disponibili sul mercato - Dati in euro aggiornati tra il 26 e il 27 luglio 2017

Bitcoin, ok ai derivati

Se si parla di sicurezza informatica, non si può non pensare al bitcoin, la valuta virtuale nata nel 2009 e da allora cresciuta esponenzialmente. Di recente ci sono state importanti evoluzioni su questo fronte: da una parte la comunità bitcoin ha approvato delle modifiche che permetteranno di migliorare l'utilizzo dell'infrastruttura decentralizzata di trading della valuta; dall'altra, la Commodity Futures Trading Commission statunitense ha dato alla piattaforma LedgerX il permesso di scambiare derivati sui bitcoin, permettendo così agli investitori di coprirsi dalle oscillazioni della valuta virtuale. Un primo passo per avviare la cryptocurrency a diventare un asset di investimento vero e proprio. Uno dei parametri su cui si giocherà questa possibilità è tuttavia la sicurezza: il bitcoin è di fatto un portafoglio virtuale semianonimo e, una volta svuotato, diventa difficile risalire all'autore del misfatto, tant'è che stanno nascendo società specializzate nell'analizzare le tracce lasciate dalle operazioni fraudolente.



sui titoli attivi in servizi e soluzioni di sicurezza informatica, come società di antivirus e di sistemi di sicurezza di rete, attive nei sistemi di pagamento e nei big data. "Hacking, phishing e attacchi dolosi sono allettanti per criminali, contestatori che abbracciano determinate ideologie nonché per alcuni governi", si legge in un report curato da Kolb. "Siamo convinti che le società leader vedranno interessanti opportunità di business", anche perché "l'Internet of Things (IoT, ndr) offre interessanti opportunità di business, ma con l'aumento del numero di oggetti connessi aumentano anche i pericoli". Per esempio, il 70% dei dispositivi IoT più comunemente utilizzati presenta vulnerabilità, mentre il 97% delle App mobili rivela involontariamente informazioni da cui gli hacker potrebbero trarre vantaggio. Per gli esperti di Credit Suisse, l'hacking è una "minaccia crescente", e in un contesto del genere le società che operano nel settore della sicurezza informatica non possono che prosperare e, quindi, rappresentare una buona opportunità di investimento.

Secondo Yves Kramer, gestore del fondo Pictet-Security, la crescente importanza della sicurezza informatica, legata alle esigenze di un mondo iperconnesso così come al rafforzamento della normativa per la protezione delle reti e dei dati



> Philippe Waechter
Chief economist di Natixis
Asset Management



> Yves Kramer
gestore del fondo
Pictet-Security

personalizzati in Europa e Stati Uniti, è diventata ancora più centrale dopo i recenti attacchi. "Manteniamo la medesima visione positiva che abbiamo avuto negli ultimi mesi sull'industria della cybersecurity. I beneficiari principali di attacchi di ransomware sono i fornitori di protezione per la posta elettronica come Proofpoint o Symantec e persino Mimecast. Anche le aziende di gestione delle vulnerabilità come Qualys (fornisce scansioni, analisi e gestione di patch, ndr) o di sicurezza perimetrale come Palo Alto traggono vantaggio da questo tipo di attacchi". Per investire sul settore è possibile puntare su titoli come quelli già citati (ma anche Imperva, Barracuda, FireEye, CyberArk, Fortinet, WiseKey, Splunk, Akamai). O, meglio ancora, prediligere prodotti che sono esposti sul settore in maniera diversificata: fondi specializzati in sicurezza, come i già citati Credit Suisse (Lux) Global Security Equity Fund, che ha il 25% in titoli che si occupano di sicurezza dei dati, e Pictet-Security-R USD, esposto per il 22% sulla cyber security. Oppure optare per fondi tecnologici che abbiano una percentuale del portafoglio investito in titoli del settore, come Axa Framlington Global Technology Fund e il fondo istituzionale AllianzGI Technology Fund. Esistono anche degli Etf specializzati, come l'Etf Ise Cyber Security Go, disponibile anche in Italia ■

Brasile e Cina su tutti

È qui che si possono trovare le migliori opportunità emergenti. Teverson (Jupiter Am): "Occasioni anche tra i mercati di frontiera, ma l'esposizione deve essere limitata al 20% del portafoglio"

di **Andrea Dragoni**

Il 2017 si è rivelato, almeno fino a oggi, un anno importante per l'equity dei mercati emergenti. I rischi nell'investire nei Paesi in via di sviluppo naturalmente non mancano, "ma il contesto che circonda questi mercati è di redditi in crescita - fa notare Ross Teverson, head of strategy emerging markets di Jupiter Asset Management - E c'è un aspetto ancora più importante, a nostro avviso: se guardiamo al mercato da un punto di vista bottom-up, non vediamo difficoltà nel trovare interessanti opportunità. Anzi, i titoli devono competere tra loro per guadagnarsi una posizione nel nostro portafoglio.

Dove è possibile trovare le migliori opportunità?

Alcune delle idee d'investimento su cui siamo fermamente convinti derivano dai segmenti mid e small cap, dai settori consumi e salute, e dai mercati di frontiera. In particolare, al momento sono i due mercati che attirano particolarmente l'attenzione degli investitori: il Brasile e la Cina. Nel caso del Brasile, la piega che ha preso il conflitto politico attualmente in corso genera naturalmente incertezza sulla riforma fiscale, fortemente necessaria, di questo importante mercato emergente. Tuttavia, gli investitori devono anche tenere a mente che il Brasile si trova in una posizione economica più forte rispetto all'anno scorso, con un'inflazione in moderazione e una modesta ripresa dell'economia che hanno già fatto capolino. Una governance discutibile ha tenuto il Brasile in stallo per diversi anni e, mentre le inchieste di corruzione in corso generano incertezza nel breve termine, a nostro avviso c'è un vantaggio molto più nel lungo termine per il Brasile: grazie alla nuova realtà, i politici e le società non possono più violare la legge impunemente.

E la Cina?

La Cina, a nostro avviso, rimane un mercato interessante che offre una serie di opportunità in termini di crescita strutturale forte per gli investitori stock-picker. Tuttavia, nutriamo alcune preoccupazioni circa il livello del debito. Il debito corporate ha continuato a crescere rapidamente negli ultimi anni e appare oggi inevitabile come questo porterà a problemi circa la qualità degli asset per le banche in futuro. Ad ogni modo, poiché il nostro approccio è un constrained, possiamo avere un'esposizione pari a zero sui titoli delle banche cinesi e possiamo quindi detenere posizioni in Cina solo su quelle realtà su cui la nostra view è positiva.

Ci sono occasioni anche tra gli emergenti degli emergenti?

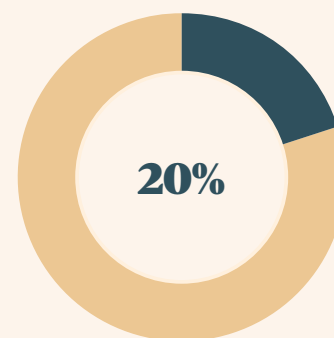
Se fa riferimento ai mercati di frontiera direi proprio di sì. Non è un caso che il nostro universo d'investimento comprenda anche le azioni dei mercati di frontiera. Siamo convinti che accrescano il potenziale rendimento del fondo e offrano diversificazione dal rischio. L'esposizione ai mercati di frontiera è però limitata al 20% del totale degli asset.

Conviene puntare sulle valute?

Riteniamo molto efficace avere un'esposizione valutaria, purché ben diversificata. Tant'è che i nostri fondi investono in diversi paesi e regioni, oltre ad avere esposizione su società sia esportatrici sia importatrici. Tra l'altro, fare hedging sull'esposizione valutaria aggiunge un costo significativo al portafoglio, e quindi anche al fondo ■



> Ross Teverson
Head of strategy emerging markets
di Jupiter Am



**Esposizione massima
da tenere in portafoglio**

TRA LE CATEGORIE DI FONDI LA GRECIA NON HA RIVALI

Al giro di boa 2017 ha fatto segnare un rendimento medio del 26,05%.
Bene anche gli altri periferici e l'Europa delle small e mid cap

di Andrea Dragoni

N

on solo emergenti. Analizzando le performance, quelle dei fondi comuni distribuiti in Italia, al giro di boa 2017 sono i prodotti specializzati sull'Asia a fare la parte del leone. E, a detta degli esperti (vedere le interviste a pag. 43 e a pag. 46) continueranno a dominare la scena anche nella seconda parte dell'anno. Sul fronte azionario, ma anche su quello obbligazionario. Ma basta aggiustare leggermente il tiro, e dare uno sguardo ai rendimenti delle categorie dei fondi, per vedere la Grecia riscattarsi con una performance del 26,05% (dati Morningstar al 30 giugno 2017). Non solo. Tutta l'Europa, comprese le altre periferie, mostra rendimenti interessanti. Il paniere dei fondi con focus sul Portogallo hanno guadagnato il 17,73%, mentre l'Eurozona delle small e mid cap fa segnare un rialzo del 17,29 per cento. Un po' più indietro, invece, le categorie azionarie di Spagna e Italia, che comunque registrano performance a doppia cifra. Dunque, il Vecchio Continente si merita un ruolo da protagonista nel portafoglio. E in particolare gli ex Pigs, che potrebbero continuare a offrire buoni rendimento.



> **Gregor Holek**

Gestore azionario CEE e
Global Emerging Markets
di Raiffeisen Capital
Management



	Performance %			Deviazione Standard		Tipologia di fondi
	Primo semestre	1 anno	3 anni annualizzata	1 anno	3 anni	
EAA Fund Greece Equity	26,05	47,54	-10,81	13,04	29,02	Equity
EAA Fund Turkey Equity	20,16	5,32	-,53	19,18	22,04	Equity
EAA Fund Austria Equity	19,25	45,55	9,27	7,69	16,65	Equity
EAA Fund Poland Equity	17,99	34,96	3,99	13,13	16,33	Equity
EAA Fund Portugal Equity	17,73	25,72	-2,89	14,31	20,73	Equity
EAA Fund Eurozone Small-Cap Equity	17,29	32,64	14,75	9,24	13,26	Equity
EAA Fund Switzerland Small/Mid-Cap Equity	16,63	29,82	17,75	7,26	11,59	Equity
EAA Fund France Small/Mid-Cap Equity	16,41	35,32	15,21	9,	12,78	Equity
EAA Fund Eurozone Mid-Cap Equity	14,68	28,55	11,4	10,34	14,59	Equity
EAA Fund Emerging Europe ex-Russia Equity	14,61	26,22	5,66	9,46	12,04	Equity

La marcia in più della Grecia

Ma in questo contesto di ripresa generale dell'Europa, dove investire? Gli ex Pigs stanno sicuramente dimostrando di avere una marcia in più. E tra questi la Grecia in particolare. A inizio giugno Atene ha ceduto ancora una volta ai suoi creditori e il parlamento ha varato le misure di riforma richieste. In questo modo è stato soddisfatto tutto il necessario per una "seconda revisione del piano di salvataggio" (bailout review) positiva. È proprio su questo aspetto che si è concentrato il mercato greco, ovvero sul rispetto delle richieste dei creditori e sulla prospettiva associata di possibili acquisti in futuro di titoli di Stato da parte della Bce. E sempre su queste basi Atene dovrebbe continuare a sovraperformare gli altri Pigs. "Ma bisogna muoversi con molta prudenza – ammonisce Gregor Holek, gestore azionario CEE e Global Emerging Markets di Raiffeisen Capital Management – Gli ultimi dati sull'economia reale sono stati ancora una volta inferiori alle attese. Secondo uno studio del rinomato centro Pew Research, poi, i greci attualmente sono tra i popoli più pessimisti. Solo il 2% degli intervistati guarda positivamente e con ottimismo alla propria economia".

Rialzisti sulle banche italiane

In Italia, invece, Viktor Nossek, direttore della ricerca di WisdomTree in Europa, punta tutto sulle banche: "Mentre la Spagna ha realizzato la sua ristrutturazione bancaria nel 2012 e nel 2013, le banche italiane sono state pressate per trovare, dove possibile, soluzioni basate sul mercato, perché la norma sul bail-in, che afferma sostanzialmente nessun bail out senza prima il bail-in, è stata introdotta lo scorso anno". Insomma, prima di mettere in pericolo i soldi dei contribuenti, si chiamano in causa i creditori. Il conto per i contribuenti in sostanza è stato elevato solo per Mps.

"Visto che molti creditori o i detentori di obbligazioni junior sono privati, era politicamente impossibile attuare appieno



> Maria Luisa Matarrelli

Responsabile government bond e forex di Eurizon



> Viktor Nossek

Direttore della ricerca di WisdomTree in Europa

le norma in Italia – continua Nossek – Ora, quello di Mps è stato sostanzialmente un salvataggio completo con scarse perdite per i titolari di obbligazioni. Gli obbligazionisti junior sono stati costretti a una conversione azionaria, ma anche alcune delle loro perdite sono state compensate con diversi miliardi di denaro pubblico, dato che non si è trattato di una completa attuazione della nuova normativa sul bail-in. C'è un ottimo motivo per essere rialzisti perché quello che l'Italia ha fatto è stato negoziare in modo brillante con l'Ue per separare i crediti in sofferenza da quelli sani. Ciò porta chiarezza per gli investitori".

In Portogallo avanti coi bond

Nel 2017, anche l'andamento dei mercati obbligazionari dei Paesi periferici dell'eurozona è stato positivo, come testimoniato dall'andamento stabile o in restringimento degli spread tra i corrispondenti titoli di Stato e il rendimento del Bund. "Il Portogallo è stato il Paese che ha sorpreso molto positivamente – fa notare Maria Luisa Matarrelli, responsabile government bond e forex di Eurizon – A una crescita economica che nel primo trimestre è stata dell'1% superiore a quella dell'area euro si aggiunge anche una correzione degli squilibri macroeconomici passati con una posizione delle partite correnti in equilibrio a testimoniare il recupero di competitività e una buona performance fiscale, mentre rimangono ancora incertezze riguardo al settore bancario che tuttavia si stanno lentamente risolvendo. Il mercato obbligazionario portoghese ha confermato queste buone notizie con una performance eccellente pari al 7,6% da inizio anno (dato al 24 luglio, ndr) e un forte restringimento dello spread verso tutti i Paesi dell'area. Il tesoro portoghese ha inoltre già completato i due terzi del suo programma di emissioni per questo anno – conclude – e ha cominciato a prefinanziare il fabbisogno per il 2018" ■

AVANTI COL DEBITO EMERGENTE

Il quadro di lungo rimane piuttosto positivo, anche se non mancano i rischi. MacKenzie (Aberdeen Am): "I rendimenti? Al 3% in valuta forte e al 6% in valuta locale"

di Andrea Dragoni

I

rendimenti del debito pubblico emergente cresceranno di poco nei prossimi 2-3 anni per poi scendere verso la loro media di lungo termine". È la previsione di Craig MacKenzie, senior investment strategist di Aberdeen Asset Management, che poi sottolinea: "Questa piccola perdita di capitale sarà però largamente controbilanciata dal relativamente alto reddito fornito dall'asset class. I rendimenti viaggeranno intorno al 3% per il debito emergente in valuta forte e al 6% per quello in valuta locale".

Ma il rallentamento della Cina non andrà a impattare sul debito emergente?

Certamente se il rallentamento della Cina dovesse accelerare, i rendimenti del debito emergente sarebbero inferiori alle previsioni appena fatte. Ma il rischio per i Paesi in via di sviluppo non è solo il Dragone. Anche le politiche dell'amministrazione Trump potrebbero avere il loro peso nel momento in cui dovessero portare a un rafforzamento del dollaro con conseguente deprezzamento delle valute emergenti. Detto questo, lo scenario di lungo periodo sul debito emergente resta

“

Gli investitori nel debito pubblico emergente in valuta locale devono considerare che il debito viene emesso in una dozzina o più di valute: concretamente è difficile coprirsi da alcune di queste divise e in molti casi anche dispendioso.

Valuta forte

3%

Valuta locale

6%

però piuttosto positivo. A livello corporate, alcune società di queste economie hanno accumulato un debito elevato. Che queste imprese siano statali o considerate "too big to fail", con ogni probabilità sarebbero salvate dai rispettivi governi, rappresentando una passività contingente per gli emittenti sovrani.

In quali aree e Paesi conviene investire?

Le economie emergenti non sono affatto uguali nella loro esposizione ai rischi di un rallentamento cinese o delle politiche di Trump. Per esempio, l'India è relativamente meno esposta a questi rischi. L'economia continua a svilupparsi rapidamente, contribuendo con una quota crescente al Pil globale. La banca centrale indiana è credibile e la nomina a governatore di Urjit Patel indica l'impegno ad avere un obiettivo d'inflazione e restare fedeli alla disciplina di politica monetaria. Il Primo Ministro Modi ha fissato i suoi obiettivi e le riforme sono in corso. Anche se gli investitori avrebbero piacere di veder accelerare i progressi, non è richiesto un rimedio provvisorio, quindi servirà tempo. Da tenere d'occhio anche il Brasile, che sta risalendo dalle profondità della sua recessione. Il 2016 è stato un anno particolarmente buono per l'azionario brasiliano. Anche l'inflazione è scesa intorno al minimo degli ultimi due anni mentre il deficit sul conto delle partite correnti sta diminuendo. Ci aspettiamo che l'economia brasiliana esca dalla recessione nel 2018 nonostante il ritmo del recupero sarà lento e ci siano ancora alcune riforme difficili che il presidente Temer deve far passare.

Conviene investire in valuta locale?

Gli investitori nel debito pubblico emergente in valuta locale devono considerare che il debito viene emesso in una dozzina o più di valute: concretamente è difficile coprirsi da alcune di queste divise e in molti casi anche dispendioso. Nella copertura dell'esposizione valutaria si rinuncia a molto del rendimento disponibile quindi gli investitori tendono ad accettarne il rischio ■

Formazione e Lavoro

49

CAPITALE UMANO

Il valore della
leadership collettiva



Nel recepimento degli
orientamenti Esma in
materie di conoscenze e
competenze si sarebbe
potuto innalzare il
livello qualitativo del
servizio offerto e, tramite
questo, la tutela del
nostro risparmiatore
Un'occasione sprecata

RECEPIMENTO ESMA, UN'OCCASIONE SPRECATA

In materie di conoscenze e competenze si sarebbe potuto innalzare il livello qualitativo del servizio offerto e, tramite questo, la tutela del nostro risparmiatore

di Emanuele Maria Carluccio *

Per recepire nel nostro ordinamento gli Orientamenti Esma del 2015 sulla valutazione delle conoscenze e competenze, a Consob spettava l'onere, da un lato, di indicare i requisiti minimi richiesti per poter considerare la qualifica idonea e l'esperienza adeguata a fornire i diversi servizi previsti alla clientela e, dall'altro, di definire le regole del gioco per il mantenimento nel tempo, tramite un fisiologico percorso continuo di formazione professionale, dei requisiti stessi.

L'impianto regolamentare che traspariva dal documento di consultazione preliminare di Consob del 22 dicembre 2016 lasciava intravedere l'intenzione, da parte del nostro regolatore, di voler interpretare in modo rigoroso e attento le indicazioni emanate dall'Esma. Tra le abilitazioni e i titoli di studio da considerare idonei al fine della prestazione dei servizi di informazione e di consulenza in materia di investimenti, infatti, venivano puntualmente indicati solo il diploma di laurea in materie economico finanziarie (con addirittura la richiesta del superamento di esami sugli argomenti individuati ai punti 17 e 18 degli Orientamenti Esma) e/o l'iscrizione all'Albo Unico (ovvero il superamento dell'esame previsto ai fini di tale iscrizione). Tutti gli altri titoli, ivi compresi i diplomi di laurea in materie diverse da quelle sopra richiamate, dovevano essere integrati con un ulteriore titolo di studio o abilitazione che prevedesse il superamento di uno specifico esame di valutazione sugli argomenti individuati ai punti 17 e 18 degli Orientamenti Esma già richiamati. Sia i corsi, sia l'esame finale dovevano essere opportunamente organizzati o da un'università riconosciuta dal Miur o da un ente munito di un sistema di accreditamento riconosciuto a livello europeo o internazionale. In merito al requisito dell'esperienza, Consob valutava opportuno aumentare da 6 a 12 mesi la durata dell'esperienza lavorativa già maturata nell'ambito del triennio precedente l'inizio della prestazione dei servizi pertinenti. Per quanto attiene, infine, la revisione periodica delle qualifiche dei membri del personale addetto alla prestazione dei servizi pertinenti, Consob si chiedeva se essa potesse



L'impianto regolamentare che traspariva dal documento di consultazione preliminare di Consob del 22 dicembre 2016 lasciava intravedere l'intenzione, da parte del nostro regolatore, di voler interpretare in modo rigoroso e attento le indicazioni emanate dall'Esma.

essere svolta direttamente dagli intermediari o se fosse più opportuno delegarla a un ente terzo mediante, addirittura, il ricorso a uno specifico esame da effettuarsi al termine di un corso tenuto dall'intermediario stesso o da un ente di formazione terzo, entrambi muniti di un sistema di accreditamento riconosciuto a livello europeo o internazionale. Evidentemente le reazioni a tale documento di consultazione delle associazioni di categoria rappresentative degli intermediari sono state talmente accese, soprattutto per il possibile impatto degli ulteriori costi regolamentari sui già traballanti conti economici delle banche, da indurre Consob a cambiare radicalmente posizione. E da fantastica opportunità per innalzare la qualità del servizio prestato alla clientela, il recepimento nel nostro Paese delle linee guida dell'Esma in materia di conoscenze e competenze si è trasformato in una triste sanatoria dell'esistente, con una totale e rassegnata accettazione dello status quo. Come? Mediante una valutazione del combinato disposto delle qualifiche (ivi compreso il titolo di scuola secondaria di primo grado, ossia di scuola media) e dell'esperienza pregressa (arrivando a prendere in considerazione, per quelli con il titolo di studio più basso, i 10 anni maturati tra il novembre del 2007 e la fine del 2017). Come se tutto questo non bastasse, anche con riferimento all'obbligo di revisione annuale delle qualifiche dei membri del personale, Consob ha scelto di rimettere alle determinazioni dei singoli intermediari l'identificazione delle modalità migliori da utilizzare, avvalendosi o meno di soggetti esterni, ai quali delegare la totalità o una parte delle attività a tal fine necessarie mediante un assessment delle esigenze di sviluppo e formazione con conseguente, e solo eventuale, adozione delle misure necessarie. Di quanto previsto nel precedente documento di fine 2016-inizio 2017 è rimasto gran poco ■

** Chairman dello Standard Qualification Committee di Efpa Europe. Membro di Wealthground*

Il valore della leadership collettiva

In quasi tutti i contesti aziendali emerge la piena consapevolezza dell'importanza del capitale umano, a partire dallo sviluppo e valutazione dell'individuo come chiave del successo dell'impresa

di Salvatore De Rienzo e Cecilia Chiesa di Egon Zehnder

L

a nostra esperienza come advisor privilegiato del mondo delle imprese ci mostra che oltre l'80% delle aziende italiane con fatturato superiore ai 100 milioni di euro ha in essere qualche forma di valutazione della performance professionale e manageriale di ciascuno dei propri dipendenti. Inoltre, circa il 50% delle aziende medio-grandi integra tali valutazioni individuali con processi e sistemi di sviluppo, come la formazione e colloqui di feedback finalizzati al miglioramento individuale, mentre solo il 20% supporta i propri manager con programmi di sviluppo quali mentoring e coaching. Emerge dunque in quasi tutti i contesti aziendali la piena consapevolezza dell'importanza del capitale umano a partire dallo sviluppo e valutazione dell'individuo come chiave del successo dell'impresa.

Certamente è necessario continuare a investire su questo aspetto lavorando secondo diverse direttrici, a partire da una maggiore oggettività nella valutazione della performance individuale con un ponderato benchmarking verso il mercato esterno fino a un'adeguata valorizzazione del potenziale di crescita attraverso indicatori quali curiosità, acutezza, coinvolgimento emotivo e determinazione. Analizzando invece il

tema della leadership collettiva, la consapevolezza nella business community dell'importanza di sviluppare processi, sistemi e metodi che consentano di migliorare l'efficacia dei team risulta più embrionale e presente a geometria variabile solo nei contesti più evoluti.

La nostra ipotesi sul tema, corroborata dalle analisi interne che abbiamo effettuato negli ultimi dieci anni a livello globale, evidenzia che un'azienda a parità di altri fattori, quali strategia, prodotti/servizi, governance, dimensione, ha tanto più valore ed è in grado di conseguire risultati migliori rispetto ai propri concorrenti quanto più elevate siano da un lato le qualità individuali delle proprie persone, dall'altro la qualità collettiva dei propri team. In altri termini l'eccellenza del capitale umano a livello individuale diventa pre-

messsa e condizione necessaria per il successo dell'impresa solo se si manifesta e sviluppa in una dinamica di team efficiente ed efficace a livello collettivo.

Con questo obiettivo occorre dunque mettere in atto un processo strutturato di miglioramento dell'efficacia della performance collettiva, che possiamo sintetizzare in un approccio articolato nei seguenti quattro pilastri:

1. Autovalutazione: guardarsi allo specchio

È importante che ciascun team si autovaluti almeno una volta all'anno avvalendosi di un questionario strutturato sulle seguenti sei dimensioni che ne determinano il livello di efficacia:



Bilanciamento: livello di ricchezza in termini di diversità dei singoli membri (nelle diverse accezioni genere, esperienze, competenze, attitudini, ...) e la positiva valorizzazione della stessa nel team;

Allineamento: comprensione e la capacità di ciascun membro del team di dare un contributo distintivo e rilevante all'elaborazione della strategia, degli obiettivi, delle decisioni relative al team stesso e di mantenersi focalizzato nella direzione condivisa;

Solidità: capacità del team di essere emotivamente resiliente, vale a dire, di mantenere i "piedi ancorati a terra" durante le fasi di successo e allo stesso tempo di non demoralizzarsi e saper gestire i conflitti ricercando una soluzione condivisa dalle parti nei momenti di crisi;

Energia: attitudine del team a tenere sempre alto il livello della propria motivazione e ambizione collettiva, alimentando con energia l'azione e capacità decisionale, senza subire gli eventi;

Apertura: capacità del team di essere aperto e alla continua ricerca di opportunità di ispirazione e apprendimento provenienti dall'esterno, mantenendo al contempo il legame interno con l'azienda;

Efficienza: capacità del team di lavorare e conseguire risultati e obiettivi, con un track record di successo e assicurandosi che i compiti siano eseguiti in maniera adeguata.

2. Definizione di un patto di Team

Una volta conclusa la fase diagnostica con la chiara messa a fuoco dei principali punti di forza e le aree di miglioramento rispetto a ciascuna delle sei dimensioni sopra illustrate, è importante che il team si prenda un momento di riflessione collettiva (tipicamente una giornata di workshop) per condividere le evidenze emerse e concordare un "patto di team" ossia una partnership e piena corresponsabilità verso una serie di comportamenti futuri da mettere in atto per superare le aree di miglioramento evidenziate.

3. Definizione di un impegno individuale

Il patto di team troverà la propria piena realizzazione ed efficacia solo se sostanziato da un dichiarato impegno individuale da parte di ciascuno membro con l'impegno a modificare uno o più specifici comportamenti individuali nell'interesse del team stesso.

4. Misurare i progressi e mantenere la parola

Partendo dall'espressione anglosassone "walk the talk", è vitale che l'operatività quotidiana e il day by day non annichiliscano i propositi del patto di team e gli impegni individuali concordati. Un efficace sistema di monitoraggio, effettuato con strumenti semplici e di facile applicazione, diventa quindi fondamentale per garantire la piena attuazione nel tempo del patto di team.

Solo seguendo un approccio così strutturato nei quattro pilastri sopra descritti, ciascun team, superando e quasi "sublimando" il valore e il contributo dei singoli individui che ne fanno parte, riuscirà a scaricare a terra il proprio valore e potenziale sia in relazione alla performance sia a livello valoriale come ispiratore di una sorta di "eudaimonia" di Aristotelica memoria, applicabile anche in un contesto di business ■

Anno 5 - Numero 6

Agosto/settembre 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, Cecilia Chiesa, Roberta D'Apice, Salvatore De Rienzo, Alessia Di Capua, Andrea Dragoni, Gaia Giorgio Fedi, Laura Magna, Manuela Mazzoleni, Massimiliano Mellone, Riccardo Morassut, Lele Pedrosa, Gabriele Petrucciani, Vittoria Ricci, Daniele Riosa, Wealthground (Emanuele Maria Carluccio e Angelo Miglietta)

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 sul web

www.focusrisparmio.it

Twitter

@FocusRisparmio 

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

3 agosto 2017

Percorsi di investimento indipendenti

Siamo convinti che seguire sentieri già battuti non sempre produca i migliori risultati. Per questo i nostri team di gestione sono liberi di coltivare le loro migliori idee di investimento in modo indipendente.

Così i nostri clienti possono scegliere il percorso finanziario più adatto ai loro bisogni con una gamma di fondi ampia ed eterogenea, diversificata per tipologia di investimento, classi di attivo e area geografica.

www.invesco.it



Informazioni importanti

La pubblicazione ha carattere meramente informativo, non fa parte di alcun prospetto e non intende dare consigli d'investimento inclusi e senza limiti, consigli finanziari, legali, o fiscali o fare alcuna raccomandazione riguardante l'idoneità per le circostanze di un investitore.

I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Le opinioni o considerazioni eventualmente espresse da Invesco possono subire modifiche senza preavviso. La decisione di investire in azioni di un fondo deve essere effettuata considerando la documentazione d'offerta in vigore. Questi documenti (Documento contenente le Informazioni Chiave per gli Investitori specifico per fondo e classe, prospetti e relazioni annuali/semestrali) sono disponibili sul sito www.invesco.it. Le Spese correnti prelevate da ciascuna Classe di azioni del Fondo in un anno, sono indicate nel relativo Documento contenente le Informazioni Chiave per gli Investitori (KIID). Potrebbero emergere direttamente a carico del cliente altri costi, compresi oneri fiscali, in relazione alle operazioni connesse al fondo. Per ottenere ulteriori informazioni sul fondo e qualora non si abbia la certezza della comprensione dei rischi legati all'investimento, siete invitati a contattare il proprio distributore / consulente. Il presente documento è pubblicato in Italia da Invesco Asset Management SA, Sede Secondaria, Via Bocchetto 6, 20123 Milano. CE2137/2016

IN UN MONDO CHE CAMBIA,
**LE IDEE BRILLANTI DEVONO
ESSERE ALIMENTATE.**



In **BNP Paribas Asset Management** i nostri team di ricerca adottano metodologie fondamentali, quantitative ed extra-finanziarie al fine di scoprire valori nascosti. Tutto ciò per noi significa gestire con convinzione e mentalità aperta. E' per questo che diciamo: investire è tutto per noi.

www.bnpparibas-am.it



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

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