



Dipartimento
di Impresa e Management

Cattedra di Economia dei mercati e degli intermediari finanziari

I MERCATI FINANZIARI E IL SETTORE DEL TABACCO:
CASE STUDY PHILIP MORRIS INTERNATIONAL

Prof. Pallini Alfredo

RELATORE

Musumeci Luigi 248041

CANDIDATO

Anno Accademico 2021/2022

Indice

| | |
|---|----|
| Introduzione | 3 |
| Capitolo I | 5 |
| I mercati finanziari..... | 5 |
| I.1 I mercati finanziari: il mercato dei capitali e il mercato mobiliare | 5 |
| II.2 La formazione dei prezzi nel mercato mobiliare | 9 |
| I.3 Efficienza dei mercati | 11 |
| I.4 La behavioral finance..... | 15 |
| Capitolo II | 17 |
| Il settore del tabacco | 17 |
| II.1 Evoluzione del settore del tabacco: l'andamento dei profitti e la composizione del prezzo..... | 17 |
| II.2 Numeri del mercato | 21 |
| II.3 La regolamentazione dei mercati | 25 |
| II.4 Contrabbando ed evasione fiscale | 28 |
| Capitolo III..... | 31 |
| Il caso Philip Morris | 31 |
| III.1 Philip Morris International | 31 |
| III.2 Analisi Philip Morris International Inc..... | 32 |
| III.3 IQOS: I Quit Ordinary smoking..... | 36 |
| III.4 Sostenibilità e impatto ambientale | 41 |
| III.5 IQOS vs GLO | 43 |
| Conclusioni | 46 |
| Riferimenti bibliografici | 48 |
| Riferimenti sitografici..... | 48 |
| Riferimenti legislativi | 49 |

Introduzione

Lo scopo del presente elaborato è analizzare una delle aziende più affermate nell'industria del tabacco: Philip Morris International. L'obiettivo del mio lavoro è altresì descrivere i mercati finanziari ed in particolare il settore del tabacco, analizzando il profilo giuridico-economico nonché le cause e gli effetti che lo caratterizzano in quanto negli ultimi anni l'industria del tabacco (soprannominata anche “*Big tobacco*” poiché le aziende impegnate nella produzione e distribuzione sono multinazionali) risulta essere molto interessante considerati i profitti che vengono generati dalla stessa: si tratta di *un'industria mondiale* soggetta a una regolamentazione particolare date le conseguenze che comporta sulla salute degli acquirenti.

L'Italia è il principale produttore europeo di tabacco dell'Unione europea con 40mila tonnellate, pari a circa un quarto della produzione complessiva europea e all'1% circa di quella mondiale. Secondo i dati pre-Covid, il nostro paese è al 17esimo posto nel mondo per produzione: al primo c'è la Cina con 2.241.000 tonnellate per 1.003.250 ettari, al secondo il Brasile (762.266 tonnellate per 356.477 ettari) e al terzo l'India (749.907 tonnellate per 417.754 ettari). Tuttavia, negli ultimi anni la produzione nazionale e le superfici coltivate sono drasticamente calate ma, nonostante ciò, il tabacco rimane un prodotto strategico per la nostra agricoltura e per il *Made in Italy*. Un mercato che, solo in Italia, vale circa 20 miliardi l'anno. Una filiera importante, che dà lavoro a oltre 25mila addetti nelle fasi di coltivazione e trasformazione. Il tabacco è sempre più utilizzato nella medicina, nella cosmesi, nel biocarburante, nell'industria della carta, nel settore dei tessuti e nella chimica. Non a caso, i giganti del settore stanno sempre più lavorando a soluzioni “alternative” nell'uso del tabacco: il colosso Usa Philip Morris, ad esempio, si è impegnato a supportare entro il 2025 il passaggio ai prodotti senza combustione per oltre 40 milioni di fumatori adulti.

L'azienda Philip Morris Internatioanl, rientrante tra i “*big*” del proprio settore, è una compagnia statunitense che esporta i propri prodotti in tutto il mondo e soddisfa le esigenze dei propri consumatori da oltre 70 anni. Senza considerare i prodotti del tabacco cosiddetti tradizionali, Philip Morris è impegnata nella commercializzazione dei prodotti senza combustione, come IQOS e HEETS, ed è inoltre promotrice di numerose campagne “senza fumo”, volte a ridurre sensibilmente i danni nocivi derivanti dalla combustione dei prodotti del tabacco tradizionali. La combustione del tabacco presente nelle sigarette, nella pipa e nei sigari sprigiona una grande varietà di sostanze tossiche e cancerogene non solo per l'essere umano ma anche per gli animali. I danni causati dal fumo sono numerosi e riguardano principalmente l'apparato cardiocircolatorio e l'apparato respiratorio senza dimenticare, inoltre, che il fumo è dannoso per le donne in gravidanza: per queste motivazioni si rendono necessarie iniziative che hanno l'obiettivo di ridurre i rischi associati alla combustione del tabacco.

Tenuto conto di ciò, il mio elaborato finale si articolerà in tre capitoli come segue:

- descrizione teorica sui mercati finanziari, la formazione dei prezzi nel mercato mobiliare, l'efficienza dei mercati e la finanza comportamentale, in inglese *behavioral finance* (primo capitolo);
- evoluzione storica del settore del tabacco, i numeri di tale settore, la regolamentazione di questo mercato senza trascurare tematiche importanti quali il contrabbando e l'evasione fiscale (secondo capitolo);
- *case study* su *Philip Morris* attraverso un'analisi fondamentale ed un'analisi tecnica, considerando l'importanza del prodotto senza combustione più diffuso in circolazione, cioè IQOS e tenuta presente la tematica della sostenibilità nonché quella dell'impatto ambientale effettuando, infine, un confronto con GLO (uno dei prodotti di *British American Tobacco*) e (terzo capitolo).

Capitolo I

I mercati finanziari

I.1 I mercati finanziari: il mercato dei capitali e il mercato mobiliare

Un mercato, nella sua accezione più generale, è qualsiasi luogo in cui due o più persone si scambiano beni o servizi. Si parla di mercato anche riferendosi all'insieme di soggetti, regole e oggetti coinvolti nel processo che permette lo scambio. Il luogo degli scambi può essere fisico o virtuale e le parti che partecipano agli scambi possono essere venditori o compratori. I primi si privano di un bene o offrono un servizio in cambio di un prezzo pagato dai secondi.

I mercati finanziari, nel diritto dell'economia e nella finanza, rappresentano il luogo ove quale si realizzano le operazioni di contrattazione e scambio di strumenti finanziari di varia natura e, di conseguenza, possono essere definiti come un "complesso di scambi aventi per oggetto strumenti finanziari". I mercati finanziari sono, pertanto, luoghi in cui gli operatori scambiano attività finanziarie stipulando un contratto. Il contratto, quindi, denota le regole che definiscono lo scambio, le quali devono "sottostare" ad un ordinamento giuridico ben preciso a cui le controparti fanno riferimento.

I mercati finanziari possono essere classificati in: ¹

- mercati *monetari* e mercati dei *capitali*, la cui classificazione fa riferimento alla durata degli strumenti finanziari, dove nei primi vengono negoziati strumenti finanziari a breve termine (strumenti con termine entro 12 mesi) mentre nei secondi vengono negoziati strumenti a medio e lungo termine;
- mercati *creditizi* e mercati *mobiliari*, la cui distinzione attiene alla natura degli strumenti negoziati ed in particolare alla presenza o meno dei requisiti di trasferibilità e negoziabilità. Nei mercati creditizi il rapporto tra le controparti è fortemente personalizzato trattandosi di rapporti che vengono definiti su base bilaterale e destinati a prolungarsi su tutta la durata contrattuale (anche i prezzi vengono negoziati bilateralmente). Nei mercati mobiliari, invece, la posizione dell'investitore è instabile per definizione e il rapporto con l'emittente è più impersonale;
- mercati *regolamentati* e mercati *non regolamentati (over the counter)*, la cui classificazione si riferisce alla presenza o meno di una specifica regolamentazione applicata all'organizzazione e al funzionamento dei mercati. Un mercato regolamentato tende necessariamente verso criteri di uniformità organizzativa e di standardizzazione degli strumenti oggetto di scambio. Nel mercato over the counter (non regolamentato)

¹ Forestieri G., Mottura P., (2017), Il sistema finanziario, pp. 135-145, EGEA editore, Milano

vi è la presenza di strumenti finanziari con alto grado di personalizzazione e ove tali strumenti non sono facilmente inseribili in uno schema organizzato di mercato;

- mercati *primari* e mercati *secondari*, la cui distinzione ha come riferimento l'attività del mercato mobiliare. Nel mercato cosiddetto primario vi sono gli scambi effettuati in sede di emissione dei titoli e, quindi, di scambio tra emittente e investitore iniziale. Nel mercato secondario, invece, vi sono tutte quelle negoziazioni che hanno per oggetto i titoli mobiliari trasferibili già in circolazione.²

Il mercato dei capitali è costituito dalla negoziazione degli strumenti finanziari con scadenza superiore ai 12 mesi. Principalmente, si fa riferimento ai due grandi segmenti: quello dei titoli azionari e quello dei titoli di debito, e cioè delle obbligazioni emesse sia dalle autorità pubbliche sia da soggetti privati come imprese e istituzioni finanziarie. Data la loro durata medio-lunga, gli strumenti del mercato dei capitali rappresentano la fonte elettiva per il finanziamento degli investimenti in capitale fisso, cioè a ciclo di utilizzo pluriennale. Questa combinazione può essere motivata con riferimento a due aspetti:

- 1) il prenditore di fondi ricerca risorse compatibili con il suo equilibrio finanziario;
- 2) dal punto di vista del rischio di interesse, se il finanziamento fosse a 12 mesi e ammettendo di poterlo sempre rinnovare, resterebbe comunque aperta la possibilità che i tassi di interesse siano in aumento; ne deriverebbe un effetto negativo per il rendimento dell'investimento al netto degli oneri finanziari

Storicamente, la nascita delle "borse valori" è legata alla necessità di avvicinare le società di capitale alla massa degli investitori, agevolando il superamento dei vincoli di finanziamento delle prime e la ridotta disponibilità individuale dei secondi. Questa tendenza si è rafforzata con lo sviluppo degli investitori istituzionali (fondi comuni, imprese di assicurazioni, fondi pensione e così via) che hanno contribuito a canalizzare masse enormi di fondi verso il mercato dei capitali e, nello stesso tempo, a qualificare la funzione di gestione dei portafogli a vantaggio degli investitori individuali.

I titoli azionari rappresentano una quota di proprietà della società emittente. Per il sottoscrittore sono un investimento con rendimento legato alla distribuzione degli utili (dividendi) e ai guadagni in conto capitale risultanti dall'incremento di valore della società. A fronte, comportano un rischio relativamente elevato, in quanto influenzato dall'incertezza degli incrementi di valore e dalla posizione di residual claimant dell'azionista rispetto ai creditori della società. Per l'emittente sono strumenti rappresentativi del capitale proprio della società e costituiscono, al tempo stesso, una modalità di provvista di fondi e una formula contrattuale che contiene i diritti proprietari e i diritti relativi alle decisioni fondamentali di indirizzo della società. Il settore del mercato dei capitali dedicato alle azioni è comunemente denominato *borsa* (mercato azionario regolamentato); con questo termine si intende un mercato organizzato e regolamentato, caratterizzato cioè da diverse caratteristiche istituzionali, tecniche e operative.

² N.B. La presente classificazione non è esaustiva ed è, infatti, possibile considerare anche una distinzione tra mercati *cash* e mercati *derivati* o, ancora, tra mercati *pubblici* e mercati *privati*.

I requisiti di ammissione riguardano sia le società, sia i titoli quotati e la Borsa Italiana, per il Mercato Telematico Azionario, adotta i seguenti requisiti:

- capitalizzazione minima di 40 milioni di euro;
- flottante pari almeno al 25 per cento del capitale;
- informazione economica e finanziaria (bilanci annuali e semestrali) e certificazione degli ultimi tre bilanci;
- offerta di azioni in sede di quotazione rivolta sia agli investitori istituzionali che a quelli *retail*;
- la dimostrazione di un assetto strategico e di prospettive di crescita coerenti con le aspettative di creazione di valore per gli azionisti.

Per quanto riguarda, invece, le autorità di controllo, la regolamentazione e la vigilanza sulla borsa riguardano diverse aree di intervento: i rapporti tra investitori, emittenti e intermediari; l'organizzazione degli scambi; le procedure di regolamento. Queste aree giustificano mix differenti di regolamentazione (CONSOB) e di autoregolamentazione. Quest'ultima tende a svilupparsi sempre più in questi ultimi anni, soprattutto nell'area dell'organizzazione degli scambi. È in questo campo che è naturale accrescere l'autonomia e la responsabilità degli organi di gestione della borsa.

Focalizzando, poi, l'attenzione sui mercati mobiliari è di fondamentale importanza trattare sia della struttura che delle funzioni di tali mercati.

La struttura di un mercato mobiliare si articola in tre componenti principali: i soggetti, gli strumenti e le procedure. I soggetti, a loro volta, sono identificabili in tre categorie principali:

- gli *intermediari finanziari*, che facilitano gli scambi riducendo le asimmetrie informative contenendo i costi di transazione e tenendo in considerazione la divergenza delle preferenze tra datore e prenditore di fondi;
- i *gestori* dei circuiti di negoziazione responsabili della messa a punto e del funzionamento dei circuiti di scambio e di pricing;
- le *autorità di controllo* (Banca d'Italia, CONSOB, ISVASS, COVIP, AGCM).

A queste categorie "interne" del mercato occorre poi aggiungere quelle degli operatori che utilizzano il mercato, ossia gli investitori e gli emittenti:

- gli *investitori* acquistano e vendono strumenti finanziari;
- gli *emittenti* emettono titoli o strumenti finanziari

Passando a considerare le *funzioni* principali dei mercati mobiliari, gli aspetti qualificanti l'attività dei mercati mobiliari sono strettamente legati alla natura degli strumenti negoziati e alle caratteristiche della forma organizzativa del mercato. Tenendo conto di questo, definiamo le loro funzioni nel modo più generale possibile. Tali funzioni sono:

- *finanziamento delle unità in deficit*: l'emissione e il collocamento dei titoli nel mercato primario (azioni, obbligazioni) corrispondono a una provvista di fondi per il soggetto emittente;
- *investimento per le unità in surplus*: i mercati mobiliari sono un canale importante per l'allocazione delle risorse finanziarie, i risparmiatori impiegano le loro risorse attraverso l'acquisto di azioni o obbligazioni;
- *pricing dei titoli negoziati*: il pricing è alla base della determinazione del rendimento atteso per ogni titolo e poiché il rendimento atteso dall'investitore riflette il costo del capitale per l'emittente, ne deriva un effetto diretto sulla domanda di fondi e, quindi, un'influenza sul processo allocativo;
- *liquidità dei titoli*: i titoli negoziabili danno luogo al mercato secondario, cioè a un sistema di scambi alimentato dalle operazioni di investimento/disinvestimento degli operatori, un efficiente mercato secondario rende quindi liquidi i titoli indipendentemente dalla loro durata contrattuale e la liquidità percepita dagli investitori equivale a minor rischio;
- *riduzione dei costi di transazione*: i costi operativi del trasferimento delle risorse possono essere ridotti se gli scambi stessi sono concentrati in una struttura dotata di razionalità organizzativa (economie di scala, efficienza tecnica), i costi di informazione per gli investitori, gli emittenti e gli intermediari, a loro volta, sono più limitati via via che le regole e le procedure del mercato rafforzano gli obblighi di produzione e di diffusione dell'informazione;
- *limitazione dell'asimmetria informativa*: si può dire che i processi operativi del mercato mobiliare (quotazione degli emittenti e dei titoli emessi e *pricing* dei titoli) rappresentano meccanismi di produzione di informazione attraverso cui si riduce il gap di informazione di cui soffrono gli investitori rispetto agli emittenti.

II.2 La formazione dei prezzi nel mercato mobiliare³

Un aspetto fondamentale della teoria del mercato dei capitali è rappresentato dal meccanismo della formazione dei prezzi. Al fine di una migliore comprensione di tale meccanismo appare utile partire dall'identificazione di quelli che possiamo definire i “fattori esplicativi”, intendendo per tali gli elementi caratterizzanti i singoli valori mobiliari che spiegano il loro *pricing* e aiutano a interpretarlo. A questo scopo possono essere seguiti due diversi approcci:

- quello, riconducibile ai principi generali dell'intermediazione finanziaria, riguardante la logica dell'appartenenza dei valori mobiliari al sistema generale delle attività e delle passività finanziarie e alla categoria specifica degli strumenti finanziari;
- quello, riconducibile ai principi generali dell'analisi degli investimenti, concernente la logica della valutazione dei valori mobiliari quali possibile forma di investimento finanziario.

L'approccio dell'economia dell'intermediazione finanziaria si fonda sui seguenti aspetti:

- 1) il riferimento dei valori mobiliari alla categoria degli *strumenti finanziari*;
- 2) l'individuazione dei loro elementi analitici identificativi delle *caratteristiche formali*;
- 3) la riconduzione di tali elementi analitici ad alcuni principali profili sintetici identificativi delle *caratteristiche economiche*.

Relativamente al primo aspetto, premesso che i valori mobiliari sono attività/passività finanziarie che possono essere smobilizzati prima della loro scadenza naturale attraverso la negoziazione nel mercato secondario, la loro appartenenza alla categoria degli *strumenti finanziari* è sancita sotto il profilo giuridico ed è incontestabile sotto il profilo economico alla luce della semplice considerazione della tipologia di strumenti a essi riferibili, quali, per esempio, le azioni, le obbligazioni e i titoli di Stato. L'articolazione per tipologia conduce al secondo aspetto nel senso che essa discende dalla differenziazione dei valori mobiliari in base alle loro *caratteristiche formali*. Per tali si intendono una serie di elementi analitici caratterizzanti i singoli titoli e rappresentati, a titolo esemplificativo, dalla natura del rapporto contrattuale sottostante, dal profilo dell'emittente, dalla valuta di denominazione, dalla scadenza contrattuale, dalla negoziabilità, dal trattamento fiscale dei frutti. La numerosità degli elementi analitici porta al terzo aspetto, cioè alla riconduzione delle caratteristiche formali alle *caratteristiche economiche*. Per tali si intendono due fondamentali profili sintetici, rappresentati dal rendimento e dal rischio. In sintesi, quindi, seguendo l'approccio dell'economia dell'intermediazione finanziaria, sono il profilo del rendimento e il profilo del rischio a costituire i “fattori esplicativi” della formazione dei prezzi dei valori mobiliari.

³ Fabrizi P.L., (2021), *Economia del mercato mobiliare*, pp. 21-34, EGEA editore, Milano

L'approccio dell'analisi degli investimenti è contraddistinto da tre passaggi logici:

- 1) la descrizione del processo di investimento;
- 2) l'analisi del concetto di investimento;
- 3) la precisazione degli elementi che guidano la valutazione dell'investimento

Per quanto riguarda il *processo di investimento*, esso si articola in cinque fasi:

- a) la *fissazione degli obiettivi*, che riguarda le finalità che si vogliono perseguire con l'assunzione di una posizione di investimento;
- b) la *determinazione del livello appropriato di rischio*, che riguarda il grado di propensione/avversione al rischio che caratterizza ciascun investitore;
- c) la *stima puntuale del rendimento e del rischio* dei singoli titoli, che si fonda sull'utilizzo di indicatori di rendimento e di rischio per ciascun titolo;
- d) la *composizione dei portafogli efficiente*, che si realizza combinando i singoli titoli e creando un opportuno mix con riferimento al rischio e al rendimento;
- e) la *verifica dei risultati*, che concerne la misurazione delle performance realizzate e il confronto con gli obiettivi originariamente definiti *ex-ante*.

Passando al *concetto di investimento*, l'investimento può essere definito come "consumo differito nel tempo". La decisione dell'investimento è una decisione di differimento dei consumi nel tempo fondata sulla possibilità di realizzare un valore di consumi futuri più elevato di quello dei consumi correnti. È logico immaginare che l'individuo percepisca un reddito da lavoro e debba decidere se destinarlo, tutto o in parte, ai consumi correnti oppure impiegarlo, tutto o in parte, in un investimento in attività finanziarie nella logica del differimento dei consumi nel tempo. Poiché l'individuo è portato a privilegiare i consumi correnti rispetto a quelli futuri, esso è disposto a rinviare i consumi correnti solo se il loro differimento nel tempo viene adeguatamente compensato da un ritorno positivo, definibile come *extraconsumo* e identificabile nel rendimento dell'investimento.

L'approccio dell'analisi degli investimenti si completa con il passaggio della *valutazione* dell'investimento. A questo fine un elemento essenziale è innanzitutto rappresentato dal *rendimento* o *extraconsumo*, intendendo così il valore dei maggiori consumi che l'individuo può realizzare differendo i consumi nel tempo. La misura del rendimento e, quindi, la verifica del fatto che il livello dei consumi futuri può risultare superiore a quello dei consumi correnti sono rese complesse dal fatto che l'individuo opera in condizioni di incertezza e tale incertezza riguarda sia il valore dell'*extraconsumo* sia il prezzo dei beni oggetto di consumo. L'incertezza evoca chiaramente il concetto di *rischio* che può essere inteso, in prima approssimazione, come l'aleatorietà del rendimento.

L'analisi svolta consente di concludere che sia l'approccio dell'economia dell'intermediazione finanziaria, sia l'approccio dell'analisi degli investimenti individuano nel rendimento e nel rischio i "fattori esplicativi" della formazione dei prezzi nel mercato mobiliare: queste due variabili sono le "chiavi di lettura" fondamentali per l'interpretazione del meccanismo del pricing dei singoli valori mobiliari e dei portafogli degli investitori.

I.3 Efficienza dei mercati

L'efficienza dei mercati riguarda la velocità e la precisione con cui le informazioni vengono correttamente incorporate nei prezzi delle attività finanziarie. Esistono diverse nozioni di efficienza dei mercati finanziari:

- efficienza allocativo-funzionale;
- efficienza informativa;
- efficienza tecnico-operativa.

L'*efficienza allocativo-funzionale* riguarda l'efficiente trasferimento delle risorse finanziarie e dei rischi tra diversi operatori di mercato. Questo tipo di efficienza assicura nei mercati che il trasferimento delle risorse finanziarie avvenga in maniera ottimale dal punto di vista allocativo, ossia che le risorse indirizzate dalle unità in surplus a quelle in deficit massimizzino i rendimenti attesi. Ciò vuol dire che dato un certo livello dei prezzi, ogni operatore scambia i propri titoli e presta o riceve dei soldi per soddisfare le proprie esigenze. Se tutte le esigenze di tutti gli operatori di mercato sono soddisfatte, allora non risulta conveniente effettuare ulteriori riallocazioni di capitale. Quindi, l'efficienza allocativo-funzionale "misura" quanto il mercato riesce a far sì che gli operatori riescano a soddisfare i propri bisogni procedendo con gli scambi, sia con l'obiettivo di cercare nuove risorse che di bilanciare la propria esposizione a vari tipi di rischio. Infatti, tale efficienza si realizza se tutti gli operatori, investitori e finanziatori, agiscono in maniera razionale ricercando le opportunità di investimento/finanziamento che consentono di massimizzare la loro utilità attesa. Affinchè il trasferimento avvenga in modo ottimale è necessario che nei prezzi siano riflesse in modo immediato e corretto tutte le informazioni relative a una determinata attività finanziaria.

L'*efficienza informativa* riguarda, invece, la relazione tra prezzi e informazioni. Un mercato è efficiente in senso informativo quando i prezzi dei titoli riflettono tutta l'informazione disponibile. La nozione di efficienza informativa può essere, a sua volta, articolata in tre diverse forme in relazione alla tipologia di informazione riflessa nei prezzi:

- l'efficienza informativa in forma debole;
- l'efficienza informativa in forma semi-forte;
- l'efficienza informativa in forma forte.

Si ha *efficienza informativa in forma debole* quando il mercato riflette tutte le informazioni presenti nello storico del trading, i prezzi di mercato rispecchiano solo le informazioni contenute nei prezzi passati, nessun trader che non abbia ulteriori informazioni può trarre vantaggio da questa situazione, soprattutto se cerca di operare usando analisi statistiche o grafici che tutti gli altri operatori potrebbero utilizzare. La maggior parte dei mercati finanziari hanno un'efficienza informativa debole.

Si ha *efficienza informativa in forma semi-forte* quando i prezzi di mercato rispecchiano sia le informazioni racchiuse nei prezzi passati che le informazioni pubbliche. In questa categoria rientrano informazioni sia di tipo microeconomico (notizie di stampa, annunci sui dividendi o sugli utili) sia di tipo macroeconomico (previsioni sull'andamento dei tassi d'interesse, dei tassi di cambio, del tasso di crescita di un determinato settore). In un mercato efficiente in forma semi-forte solo chi detiene informazioni private può trarre vantaggio in questa situazione in quanto tali informazioni non sono racchiuse nei prezzi.

Si ha, infine, *efficienza informativa forte* quando i prezzi di mercato rispecchiano tutte le informazioni concernenti il titolo finanziario, siano esse informazioni private o pubbliche. In un mercato efficiente in forma forte, pertanto, tutte le informazioni sono incorporate nei prezzi e neppure gli investitori in possesso di informazioni private sono in grado di ottenere extrarendimenti.⁴ L'efficienza in forma forte può essere articolata in due forme:

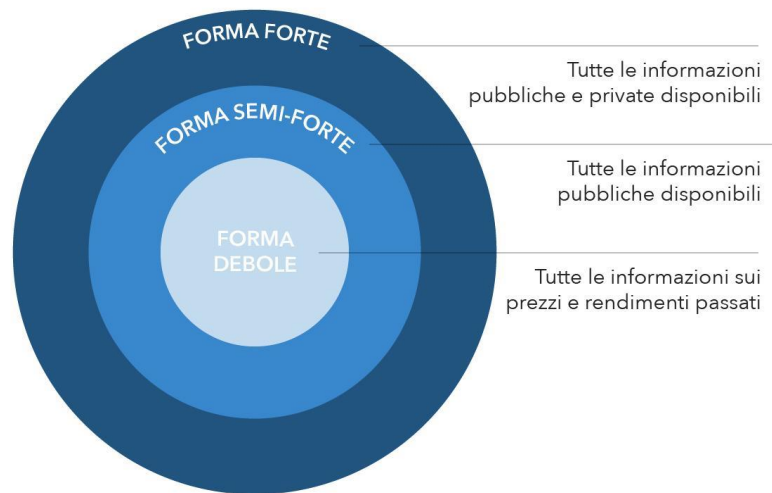
- 1) l'efficienza informativa in forma quasi-forte;
- 2) l'efficienza informativa in forma super-forte.

Si ha *efficienza informativa in forma quasi-forte* quando i prezzi incorporano, oltre ai dati pubblici e a quelli storici, anche le informazioni disponibili solo agli investitori professionali che hanno accesso a informazioni non divulgate al pubblico ed effettuano analisi i cui risultati non necessariamente sono resi pubblici. Un mercato è efficiente in forma quasi-forte quando nemmeno gli investitori professionali riescono, con il loro più ampio set informativo, a ottenere extrarendimenti.

Si ha infine *efficienza informativa in forma super forte* quando l'insieme informativo rilevante è costituito da tutte le informazioni disponibili, comprese quelle riservate ai manager aziendali. In un mercato efficiente in senso super forte neppure coloro che, all'interno di una società, ricoprono cariche di primaria responsabilità e hanno quindi accesso a informazioni riservate, riescono a ottenere extrarendimenti.

⁴ Fabrizi P.L., (2021), *Economia del mercato mobiliare*, pp. 535-538, EGEA editore, Milano

Grafico1: L'insieme delle informazioni disponibili per la valutazione delle attività finanziarie



Fonte: Fabrizi P.L., (2021), *Economia del mercato mobiliare*, pp. 537, EGEA editore, Milano

L'efficienza tecnico-operativa concerne la capacità dei mercati di svolgere le loro funzioni al costo più basso possibile per la collettività e, quindi, attraverso strutture e procedure in linea con le best practices. Tale tipologia di efficienza si raggiunge agevolando gli scambi e riducendo i costi di transazione per gli operatori di mercato. Un mercato è efficiente dal punto di vista tecnico e operativo, di conseguenza, se permette ai trader di procedere con gli scambi al prezzo che preferiscono e per le quantità richieste nel momento in cui ne hanno bisogno. Queste necessità sono misurate da alcuni parametri:

- **Immediatezza (*immediacy*):** è la possibilità di concludere uno scambio di una certa quantità ad un certo costo, nell'esatto momento in cui il trader vuole farlo. È collegata al concetto di liquidità di un mercato, ossia quanto tempo è richiesto ad un operatore per vendere un asset sul mercato e renderlo liquido, ossia monetizzarlo.
- **Ampiezza (*width*):** indica quanti ordini di acquisto e di vendita sono presenti sul mercato per ogni livello di prezzo, quindi quanto è possibile vendere e comprare un determinato strumento finanziario una volta scelto un prezzo preciso. Permette al trader di soddisfare le sue esigenze nonostante l'entità dello scambio che vuole portare a termine.
- **Profondità o spessore (*depth*):** il mercato offre una determinata quantità (volume) di un certo strumento finanziario a più prezzi vicini tra loro. In tal senso una volta soddisfatta la domanda di un'attività finanziaria ad un certo prezzo, il livello dei prezzi si alzerà, ma sarà disponibile un'altra quotazione poco più alta della prima. Così, il mercato non subirà forti oscillazioni di prezzo dovuti ad ingenti ordini che "ripuliscono il mercato", ossia che soddisfano tutta la domanda degli ordini presenti sul mercato, lasciandolo vuoto e creando una temporanea assenza di possibili scambi.

- Elasticità (*elasticity*): al variare della quantità richiesta dal lato della domanda e concessa dal lato dell'offerta, tale informazione dovrebbe riflettersi sul mercato. Infatti, se un trader dovesse vedere molti ordini di acquisto, maggiori rispetto alla media, potrebbe pensare che lo strumento sia deprezzato. Quindi, da agente razionale dovrebbe cercare di comprare, anche se a un prezzo leggermente superiore agli altri ordini già presenti, in modo da anticipare un futuro rialzo dei prezzi.
- Resilienza (*resiliency*): un mercato è resiliente se riesce a ripristinare prezzi adeguati dopo un movimento dovuto a grandi ordini da parte di noise trader. Un noise trader non compra o vende sulla base di informazioni, ma sulla base di altre necessità, come per esempio il bisogno di liquidità. Se uno di essi dovesse decidere di vendere una forte quantità di un certo strumento finanziario, il prezzo calerebbe. Il valore intrinseco, o reale, dello strumento non è cambiato, ma il suo prezzo sì. Un mercato resiliente riporta il prezzo al livello adeguato in poco tempo.

Le varie categorie di efficienza sopracitate sono interconnesse tra loro. Un mercato efficiente dal punto di vista tecnico-funzionale permette di formare buoni prezzi e rispecchiare le informazioni possedute dagli operatori di mercato, quindi aumentare la propria efficienza informativa. A sua volta un mercato efficiente in forma informativa permette agli operatori di compiere analisi corrette e cercare controparti per i propri scambi o capire come ribilanciare la propria esposizione al rischio. Ogni mercato finanziario, ha le sue peculiarità, alcuni con maggiore o minore trasparenza e con qualità di immediatezza diversi. Questi sono solo alcuni elementi che permettono una prima analisi dello stato di un mercato, in modo da dare al trader un'indicazione su cosa si trova davanti.

L'efficienza informativa nelle sue diverse configurazioni può essere messa in discussione sulla presenza di alcune importanti "anomalie" che interessano il funzionamento dei mercati finanziari. Una prima anomalia è quella nota come *effetto gennaio* (*January effect*) ovvero la constatazione che i rendimenti dei titoli azionari e, in particolare, i rendimenti delle azioni delle imprese di piccole dimensioni, sembrano essere più elevati nel mese di gennaio che in ogni altro mese. È possibile dare una giustificazione dell'effetto gennaio. Una prima spiegazione riconduce

I.4 La behavioral finance

La *behavioral finance* (espressione solitamente tradotta in italiano come finanza comportamentale) rappresenta una branca specifica di un'impalcatura teorica di carattere più generale nota come *behavioral economics* (economia comportamentale):

- La *behavioral economics* è la disciplina che cerca di interpretare l'economia sulla base delle scienze cognitive, assumendo come presupposto di base che il comportamento degli agenti economici sia ispirato non dalla razionalità intesa come la ricerca della massimizzazione della loro utilità attesa, bensì dall'irrazionalità nel senso di dipendere da fattori psicologici quali, a titolo esemplificativo, l'entusiasmo o la depressione, la passione o l'indifferenza, l'esaltazione o la demoralizzazione, la felicità o la tristezza, la speranza o la rassegnazione, il coraggio o la paura, l'ottimismo o il pessimismo e così via;
- La *behavioral finance* è una parte della *behavioral economics* e si configura come la disciplina che cerca di spiegare la finanza, segnatamente il comportamento degli investitori (*behavioral finance micro*) e il funzionamento dei mercati finanziari (*behavioral finance macro*), sempre attingendo alle scienze cognitive e sempre sostituendo al paradigma della razionalità quello dell'irrazionalità.⁵

Passando a un profilo di carattere storico, l'avvio degli studi in materia di *behavioral economics* e di *behavioral finance* non è agevole da collocare nel tempo in quanto da sempre la realtà dell'economia e della finanza sono apparse condizionate dall'emotività dei comportamenti umani e ciò ha fatto sì che da sempre molti studiosi si siano interrogati sull'influenza della componente psicologica sulla condotta degli investitori e sul funzionamento dei mercati. Un esempio che rappresenta il primo caso documentato di irrazionalità degli operatori e di inefficienza dei mercati risale addirittura al diciassettesimo secolo e riguarda il mercato dei tulipani in Olanda, in particolare dei loro bulbi. All'epoca quel mercato fece registrare un'iniziale rapida forte ascesa dei prezzi e una loro successiva brusca caduta, dando luogo alla formazione e poi allo scoppio di una bolla speculativa, il tutto a causa dell'emotività del comportamento degli operatori. La gran parte di essi, evidentemente guidati più dalle sensazioni che dalla ragione e attratti dalla prospettiva del presunto facile guadagno, si comportarono come se la crescita dei prezzi dei tulipani non dovesse avere mai termine, fino a restare vittime della drastica caduta delle loro quotazioni determinata dalle vendite

Oggi, la finanza comportamentale si configura come una disciplina universalmente riconosciuta e fortemente strutturata. La teoria della finanza comportamentale si configura come una teoria sperimentale nel senso che parte dall'osservazione del comportamento concreto degli investitori e sulla base dei relativi riscontri spiega le loro scelte e il collegato operare dei mercati mobiliari. Ne consegue che tale teoria presenta un'impronta descrittiva e non normativa. Infatti, la *behavioral finance* prescinde da qualsiasi ipotesi di principio e prende le mosse dall'osservazione della realtà, focalizzandosi in particolare sul ruolo della psicologia umana

⁵ Fabrizi P.L., (2021), *Economia del mercato mobiliare*, pp. 569, EGEA editore, Milano

individuale e collettiva e facendo di quest'ultima la base di riferimento fondamentale. Infine, questa teoria, in quanto d'impronta descrittiva, si propone di "rappresentare" il concreto comportamento degli investitori e l'altrettanto concreto funzionamento dei mercati mobiliari.

Entrando nel merito della teoria della *behavioral finance*, i suoi contenuti specifici riguardano le scelte in condizioni di incertezza da parte degli agenti economici e toccano due principali momenti caratterizzanti tali scelte, e cioè:

- 1) la formazione dei giudizi;
- 2) l'assunzione delle decisioni

La *formazione dei giudizi* riguarda tutto ciò che attiene i contenuti e i modi attraverso i quali gli agenti economici si formano un'opinione sulla decisione da assumere. L'osservazione della realtà, evidenziando che gli agenti economici non sono dotati di infinita capacità di raccogliere e di interpretare le informazioni, porta a concludere che essi non seguono un rigoroso percorso di stima delle probabilità del verificarsi degli eventi a cui si riferiscono le medesime informazioni, bensì cercano di semplificare il tutto attraverso l'utilizzo delle regole euristiche. Per tali, la finanza comportamentale intende l'utilizzo da parte dei soggetti decisori di meccanismi di valutazione delle informazioni basate sul ragionamento intuitivo. Pertanto, è come dire che gli agenti economici elaborano le informazioni attraverso *pensieri veloci* fondati sull'intuizione e sull'approssimazione, piuttosto che attraverso *pensieri lenti* basati sul ragionamento e sull'accuratezza. Gli agenti economici, infatti, avvalendosi del metodo euristico, se da un lato fanno meno fatica di quella che farebbero procedendo con rigore e con metodo, dall'altro commettono gravi e sistematici errori di stima delle probabilità: si tratta dei cosiddetti *bias*, cioè pregiudizi che violano il normale processo di formazione dei giudizi.

Le regole euristiche e i conseguenti *bias* riguardano la formazione dei giudizi. Un ulteriore passaggio concerne la loro influenza sui singoli processi di scelta e, quindi, sull'*assunzione delle decisioni* in condizioni di incertezza. L'assunzione delle decisioni riguarda i principi e i criteri in base ai quali gli agenti economici effettuano le loro scelte. La teoria della finanza comportamentale tratta distintamente il tema generale della formazione dei giudizi e quello specifico della loro influenza sull'assunzione delle decisioni. Quest'ultimo passaggio è sviluppato, in particolare, ipotizzando che i processi di scelta in condizioni di incertezza si prestino ad essere descritti immaginando una loro articolazione in due fasi: quella della raccolta e dell'elaborazione delle informazioni (ovviamente riconducibile all'aspetto generale della formazione dei giudizi) e quella dell'assunzione delle decisioni. Gli agenti economici, posti di fronte ad un problema di scelta in condizioni di incertezza tra due o più alternative, sviluppano il loro processo di selezione in modo articolato, attraverso la fase di elaborazione e la fase di valutazione e di scelta: la prima fase, è finalizzata a rendere più agevole la fase successiva di valutazione e di scelta che è, invece, volta all'assunzione delle decisioni.

Capitolo II

Il settore del tabacco

II.1 Evoluzione del settore del tabacco: l'andamento dei profitti e la composizione del prezzo

Il tabacco è un prodotto coltivato nei terreni agricoli, può essere usato come insetticida, come derivato nicotinico o consumato ed è utilizzato in alcuni farmaci (in forma di tartrato di nicotina), ma più comunemente viene usato nelle sigarette o nei sigari come componente base, o venduto sfuso per essere fumato nella pipa. Il tabacco è stato storicamente in uso come enteogeno nelle Americhe; tuttavia, divenne velocemente popolare dal punto di vista commerciale al momento dell'arrivo degli Europei nel Nord America. Questa divulgazione portò allo sviluppo dell'economia nel Sud degli Stati Uniti, contemporaneamente alla coltivazione del cotone. Alla fine del XIX secolo, dopo la Guerra di secessione americana e la conseguente abolizione della schiavitù, cambiarono la domanda e la forza lavoro, permettendo lo sviluppo della sigaretta. Questo nuovo prodotto portò rapidamente alla crescita delle industrie del tabacco, fino alle controversie scientifiche sulla tossicità e sui pericoli dei prodotti da fumo a partire dalla metà del XX secolo.

Il mercato del tabacco, nel corso degli anni, ha subito profonde modifiche fino a raggiungere un processo di liberalizzazione che è tutt'ora in corso. Le abitudini di consumo sono cambiate nel tempo, la domanda di tabacchi si è rivolta sempre più alle sigarette che ad altri prodotti: ciò portò ad una liberalizzazione. Infatti, nel primo dopoguerra la domanda di tabacchi lavorati era soddisfatta dall'offerta da due tipi di produttori, lo stato operante in *regime monopolistico* e i produttori esteri attraverso l'Amministrazione Autonoma dei Monopoli di Stato, ma successivamente aumentò la domanda di offerte estere, a discapito dei prodotti nazionali. Lo Stato rispose a questa situazione con una riforma risalente al 1975. Nonostante la riforma continuarono a presentarsi problemi di tipo strategico-gestionale che evidenziarono i limiti dell'Amministrazione Autonoma dei Monopoli di Stato e, di conseguenza, alla fine del XX secolo si raggiunse una fase pura di liberalizzazione con la fine del monopolio pubblico. Si stava creando un nuovo assetto istituzionale in grado di combattere il contrabbando e concorrere su mercati esteri e, pertanto, nel 1999 nasce l'Ente Tabacchi Italiani (ETI); ente pubblico economico dotato di autonomia organizzativa, amministrativa e contabile che si occupava delle attività produttive industriali e commerciali dei Monopoli di Stato. Per ottenere l'autonomia finanziaria e non dover ricorrere alla tesoreria centrale dello Stato, l'ente pubblico, nel 2000, fu trasformato in una s.p.a. il cui capitale sociale era al detenuto dal ministero dell'economia e delle finanze interamente. Nel 2004, in Italia, con un investimento molto oneroso, la società per azioni (precedentemente ETI) fu acquistata dall'azienda inglese leader del settore: British American Tobacco (BAT).

Tra le tante industrie, quella del tabacco è una delle più grandi e profittevoli⁶. Ad oggi, questa industria ha un peso tale da poter influenzare le economie di interi paesi considerata la divulgazione dello stesso nell'intera economia mondiale. Risulta interessante analizzare i *profitti* dell'industria del tabacco e, in particolare, indagare le cause che hanno comportato la crescita dei profitti stessi. Il settore del tabacco risulta essere uno dei più redditizi sul mercato sfiorando, nel 2017, i 764,5 miliardi di dollari in termini di profitto. Una delle cause per cui i profitti sono stati crescenti negli ultimi decenni è legata puramente alla costituzione del prodotto finito: le sigarette odierne, considerata la diversa composizione del tabacco, pesano di meno rispetto al passato e ciò consente alle multinazionali produttrici di guadagnare maggiormente sulla loro vendita in quanto da un kilogrammo di tabacco, il cui costo si aggira intorno ai 3 dollari, è possibile produrre oltre mille pacchetti di sigarette. Altra motivazione, invece, emerge dai dati di consumo delle sigarette che, negli ultimi anni, è aumentato notevolmente soprattutto tra i giovani e anche nei paesi meno sviluppati. Un esempio è dato dalla quota di mercato delle sigarette "Camel" che, per i minori di 18 anni, è balzata da meno dell'1% al 33% in tre anni (secondo una stima effettuata nel triennio 2010-2013), grazie anche ad una campagna pubblicitaria che vedeva come protagonista un personaggio dei cartoons. Secondo l'Organizzazione Mondiale della Sanità (OMS) questi numeri sarebbero destinati a crescere e, nel 2050, i consumatori complessivi di tabacco saranno circa 2,2 miliardi. Risulta altresì importante il caso del Terzo mondo, in cui negli ultimi 25 anni il consumo è aumentato di una percentuale pari al 70% e, in alcuni casi, la produzione del tabacco stesso, a causa di un costo della manodopera molto basso, è diventata una voce importante del Prodotto Interno Lordo (PIL) di alcuni paesi, come nel caso del Malawi. In questo stato del sud-est africano vi è stato un "balzo" dei proventi dalle esportazioni in una misura che va dal 50% al 70% tra il 2007 e il 2008, fino al "risultato boom" nel 2010, anno in cui è stato il maggiore produttore mondiale del tabacco *Burley*. Nel momento in cui dovesse verificarsi un calo per l'industria l'economia di un Paese del Terzo Mondo entrerebbe pesantemente in crisi, considerata la dipendenza da un unico settore.

Data la stabilità e la costanza dei rendimenti che l'industria del tabacco ha sempre prodotto, le multinazionali di tale settore sono state in grado di elargire larghi dividendi ai propri azionisti, arrivando poco tempo fa ad un valore di circa 20 miliardi di dollari di cedole. La redditività per l'industria del tabacco è stata, nel 2010, di ben 346,2 miliardi di dollari, per un profitto netto di circa 35,1 miliardi di dollari, cifra che si ottiene sommando i profitti di Coca Cola, Microsoft e McDonald's sempre nello stesso anno: questo dato fa capire quanto bene sta performando questa industria. Oggi, però, si è registrata una regressione in borsa a causa della "presa di coscienza" degli effetti collaterali del tabacco, delle campagne di sensibilizzazione e delle alternative al fumo sul mercato. Infatti, la percentuale di fumatori sul totale della popolazione è passata, in dieci anni, dal 23,4% al 19,3% in Italia, dal 23,7% al 21,9% in Germania, dal 20,2% al 17% nel Regno Unito, dal 19,8% al 14,7% negli Stati Uniti. Questo ribasso è stato innescato da diversi fattori. Il più importante tra essi è sicuramente il piano per la riduzione del consumo di tabacco annunciato dalla Food and Drug Administration americana incentrato su una proposta di legge per l'introduzione di un tetto al livello di nicotina massimo nelle sigarette

⁶ <https://startingfinance.com/approfondimenti/business-industria-tabacco/>

al fine di minimizzare se non azzerare la dipendenza indotta dal fumo. Le azioni intraprese in contrasto con l'attività del tabagismo hanno avuto anche carattere politico: dal 2021, ad esempio, a Beverly Hills è vietato vendere tabacco sotto qualsiasi forma eccetto che in tre locali di lusso appositamente autorizzati. Una scelta che è stata dettata dal voler preservare la salute pubblica e contrastare il fenomeno crescente di consumo di sigarette, anche quelle elettroniche di più recente affermazione sul mercato. Una misura sicuramente efficace per prevenire il tabagismo è anche l'introduzione di imposte sul tabacco per ridurre la domanda. Per riuscire nello scopo, tale tassa deve essere consistente e "sentita" nel portafoglio. Infatti, forti aumenti dei prezzi determinano una diminuzione del consumo di tabacchi, soprattutto fra le persone con un basso reddito. L'Italia, a partire dal 2017, si è allineata agli altri Paesi europei con un decreto legislativo fiscale a riguardo.

La composizione attuale del prezzo delle sigarette discende dalle modifiche dell'art. 39 comma bis del Decreto legislativo n.504 del 26 ottobre del 1995⁷. Ciascuna modifica a riguardo, comporta un mutamento della tassazione coercitiva sul tabacco nonché la variazione dei coefficienti di riferimento. Negli ultimi anni, si rileva un incremento del prezzo delle sigarette causato dall'aumento della remunerazione spettante allo stato, che grava sul prezzo di vendita. Un'altra modifica, entrata in vigore per incrementare la cassa dell'erario, non solo ha comportato una generale disapprovazione che vede i cittadini colpiti oltremodo da una componente fiscale smisuratamente alta, ma ha anche visto un calo del ricavo dell'erario con una perdita che, nel biennio 2017-2018, è costata circa un miliardo di euro. Questa perdita proviene da un calo della domanda legale. La nuova riforma ha reso il carico fiscale maggiore in modo non graduale, ripercuotendosi in particolare sui prodotti del tabacco meno costosi, comportando una riduzione della domanda.

La nuova riforma, infatti, ha incrementato la componente specifica dal 10% al 10,5%, elevato l'aliquota dell'accisa dal 58,7% al 59,1% e innalzato l'onere fiscale minimo di 5 Euro manovrandolo da 170,54 Euro a 175,54 Euro⁸. Il prezzo medio attuale è uguale a 239 Euro per chilogrammo⁹, praticamente 4,78 Euro per pacchetto, 12 centesimi in più rispetto al prezzo medio del 2016. considerata questa nuova struttura, l'attuale tassazione rappresenta più del 77% del prezzo di vendita presentando un'imposta sul valore aggiunto (IVA) per cui i produttori possono mettere in pratica il principio di rivalsa, che si attesta intorno al 18.1% del prezzo di vendita. Pertanto, tale prezzo di 4,78 Euro di un pacchetto da venti sigarette è suddiviso tra l'Agenzia delle Dogane e dei Monopoli come segue: 0,865 Euro dovuti sotto forma di Imposta sul valore aggiunto (IVA) (4,78 Euro x 18.1%); 2,825 Euro dovuti sotto forma di accisa (4,78 Euro x 59,1%); e 0,478 Euro dovuti al rivenditore finale.

Per concludere, la porzione di prezzo che va a remunerare il produttore è determinata in via residuale a prescindere dal prezzo di vendita deciso per il prodotto e, di conseguenza, sulla base del prezzo medio, la

⁷ D. Lgs. N. 504 del 26 ottobre 1995 Testo unico delle disposizioni legislative concernenti le imposte sulla produzione e sui consumi e relative sanzioni penali e amministrative.

⁸ Agenzia delle Dogane e dei Monopoli, composizione del prezzo
https://www.agenziadoganemonopoli.gov.it/portale/monopoli/tabacchi/prezzi/composizione_prezzo

⁹ Agenzia delle Dogane e dei Monopoli
https://www.agenziadoganemonopoli.gov.it/portale/documents/20182/527578/018_Provvedimento+10152+del+31012017.pdf/19a041bb-b345-44bd-8f30-78aa01ed33ae

componente di prezzo spettante al produttore corrisponde a 0.612 Euro ovvero circa il 12,8%. Da questa struttura coercitiva ne deriva che la parte di prezzo spettante al produttore aumenta all'aumentare del prezzo di vendita. Tale determinazione della remunerazione dei produttori alimenta la filiera del tabacco a monte dato che la remunerazione dei produttori di tabacco grezzo deriva dal ricavo dei produttori di sigarette, e, a valle in quanto i costi di gestione del fisco, di riscossione dell'accisa e di distribuzione sono in parte a carico del produttore.

II.2 Numeri del mercato

L'americana *Altria* (nuova denominazione di *Philip Morris* dopo lo *spin-off* del 2008) e la controllata *Philip Morris International*; la giapponese *Japan Tobacco* e le britanniche *British American Tobacco* e *Imperial Tobacco* che insieme alla non quotata *China National Tobacco* si spartiscono oltre l'80% del mercato mondiale della sigaretta¹⁰. Cinque colossi che messi insieme macinano 25 miliardi di dollari di utili netti su un giro d'affari di 147,4. La banca dati *S&P Capital IQ* calcola che i profitti netti dei 5 big del tabacco siano cresciuti del 9,1% negli ultimi 3 anni. Ed il trend è destinato a continuare ancora dato che il *consensus* degli analisti stima una crescita media del 3,5% degli utili per azione nei prossimi due anni. Il punto di forza sta nella marginalità che è altissima¹¹. Il modello di business relativamente tradizionale implica che le società del settore abbiano spese in ricerca e sviluppo limitate se non proprio assenti con costi di produzione irrisori rispetto al fatturato e stabili nel corso del tempo. *S&P Capital IQ* calcola che la quota di utili netti sul fatturato dei cinque big del settore si attesti al 18,6%, più del doppio della media delle società quotate dell'*S&P500*. Percentuale che, al netto di ammortamenti e tasse, sale al 32 %. Nel caso dei colossi *Altria* e *Philip Morris* l'indicatore (*Ebitda margin*) sale addirittura oltre il 40 %. Soltanto 50 società dell'indice *S&P 500* di *Wall Street* possono garantire numeri del genere. Un'azienda su 10. Se si restringe il campo al solo settore dei beni di consumo (che mediamente ha una marginalità dell'11%) ne restano solo tre. Una di queste è un'altra azienda che produce e commercializza tabacco: *Lorillard*. L'industria delle sigarette è una macchina da dividendi (25 miliardi di cedole all'anno). Stando alla banca dati *Capital IQ* il monte cedole annuo dei 5 colossi mondiali del tabacco ammonta ad oltre 16 miliardi di dollari. Il 64% della torta complessiva degli utili. Dal 2009 al 2012 secondo *Bloomberg* l'industria del tabacco ha staccato ai suoi azionisti un assegno da 107 miliardi di dollari. E la quota di dividendi è destinata a crescere nei prossimi due anni ad una media del 3 per cento annuo. L'azionista numero uno, per controvalore dei titoli in portafoglio, è il ministero delle finanze giapponese che controlla il 36% delle azioni di *Japan Tobacco*, partecipazione che vale 14 miliardi di dollari. Ci sono poi i maxi-fondi di investimento americani come *Invesco*, le cui quote in *British American Tobacco* e *Imperial* valgono complessivamente 4,3 miliardi di dollari, e *Blackrock* anch'esso azionista di *British American Tobacco* con una quota del 5,6% che vale 3,7 miliardi di dollari. Accanto agli istituzionali non mancano i singoli privati facoltosi. Uno tra tutti il numero uno della *Fiat* Sergio Marchionne: il manager ha 52687 azioni *Philip Morris* (4,1 milioni di dollari il controvalore). Marchionne siede dal 2008 nel cda di *Philip Morris*.

Le multinazionali del tabacco continuano a macinare utili nonostante in questi anni si sia ridotto il numero di fumatori in tutto il mondo. *Euromonitor* stima che la quota di tabagisti sul totale della popolazione mondiale sia passata dal 21,2 al 20,6 per cento. In tutto il mondo le campagne "anti-fumo" stanno spingendo i governi a varare leggi sempre più restrittive. Ma tutto ciò, come dimostrano i bilanci, non sembra aver scalfito più di

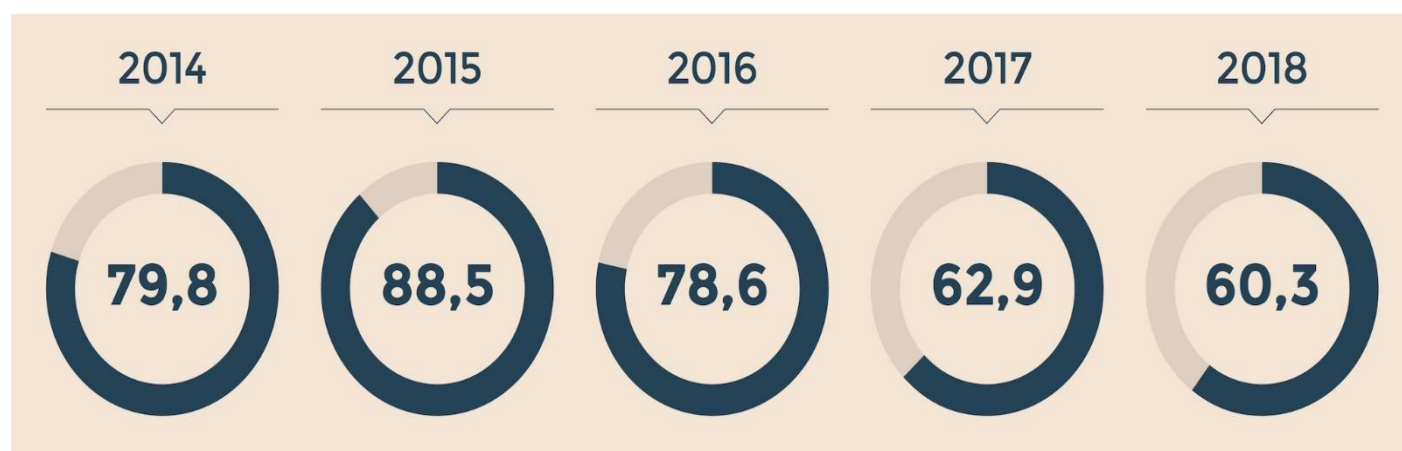
¹⁰ <https://www.smoketrip.it/news/industria-tabacco-economia/>

¹¹ <https://st.ilsole24ore.com/art/notizie/2013-11-06/quanto-vale-mercato-sigaretta-tutti-numeri-un-business-che-fa-milioni-morti-e-miliardi-utili-163805.shtml?uid=ABZ0Tvb>

tanto i profitti delle multinazionali del fumo che hanno contrastato il calo dei volumi con un aumento dei prezzi e investendo nella nuova frontiera delle sigarette elettroniche. Un mercato che, secondo *Euromonitor*, nel 2013 ha generato ricavi per un miliardo e mezzo di dollari (+200% annuo) e che nei prossimi anni è destinato a crescere a tripla cifra per arrivare nel 2028 quota 48 miliardi. Secondo *Bloomberg*, nel 2028, le vendite di sigarette elettroniche supereranno quelle delle bionde tradizionali. Ma questo è uno scenario che non sembra preoccupare più di tanto i colossi del tabacco che hanno riserve a sufficienza per una campagna acquisti tale da sbaragliare la concorrenza dei pionieri (piccoli) della sigaretta elettronica. Tuttavia, l'industria del tabacco non è più "big". L'OMS stima che il tabagismo sia causa diretta o indiretta di 7 milioni di morti l'anno nel mondo. Quando si parla di fumo si usa il termine vizio, ma l'OMS nei report scrive "epidemia".¹²

Insieme a quella delle armi, l'industria del tabacco è forse quella che gode della peggior reputazione ma, se si escludono i fondi che per statuto non investono in questo e altri comparti eticamente discutibili, tutti i grandi gestori hanno in portafoglio le azioni delle multinazionali della sigaretta. A partire dai colossi mondiali dell'asset management come *BlackRock*, *Vanguard*, *Capital Group*, *State Street* e *Fidelity* per citare i più esposti. Il tabacco è uno dei *business* più redditizi al mondo. Fatto 100 il fatturato e sottratto 40 di spese, il profitto lordo che in media «Big Tobacco» si porta a casa dalla produzione e vendita di sigarette è 60. Tolti ammortamenti, tasse e altre voci la marginalità netta è del 20 per cento. Grazie ai loro flussi di cassa stabili e costanti nel tempo, le multinazionali del tabacco erogano da sempre generosi dividendi ai loro azionisti: solo l'anno scorso i 5 big hanno distribuito qualcosa come 20 miliardi di dollari di cedole. L'indice Nasdaq Us Tobacco Total Return in 10 anni ha guadagnato il 77 per cento. L'indice Ftse Emea Tobacco Total Return, che monitora l'andamento del settore nell'area Europa-Medio Oriente-Africa, ha fatto addirittura il 126 per cento. Tuttavia, il futuro del settore del tabacco è compromesso e potrebbe non garantire la stessa redditività dell'ultimo decennio. Di seguito è riportato il ROE medio delle 5 multinazionali del tabacco negli ultimi anni (dati in percentuale).

Grafico 2: La redditività di Big Tobacco



Fonte: elaborazione *Il Sole 24 Ore* su dati *S&P Market Intelligence*

¹² https://www.ilsole24ore.com/art/l-industria-tabacco-non-e-piu-big-AE5dEfIE?refresh_ce=1

Se il passato e il presente di «Big Tobacco» sono floridi non si può dire lo stesso del futuro: le azioni dei big della sigaretta hanno interrotto la loro calma e costante ascesa. Una spirale ribassista che si è intensificata nell'ultimo mese dopo i conti del primo trimestre del colosso Philip Morris, pubblicati il 19 aprile. Risultati deludenti che hanno fatto perdere al titolo il 15,58% in un solo giorno. Peggior performance giornaliera da 10 anni a questa parte. Dal tonfo le azioni non si sono più riprese, anzi. Il titolo ha ulteriormente amplificato la perdita arrivando quasi a scendere sotto la soglia degli 80 dollari. Performance analoghe si sono registrate anche sui titoli di altri big del settore. Di seguito è riportata la capitalizzazione in miliardi di dollari e le performance delle maggiori società del settore da inizio anno.

Grafico 3: Big Tobacco in Borsa



Fonte: elaborazione *Il Sole 24 Ore* su dati S&P Market Intelligence

Questo ribasso è stato innescato da vari fattori. Il più importante dei quali è sicuramente il piano per la riduzione del consumo di tabacco annunciato dalla *Food and Drug Administration americana* lo scorso 28 di luglio incentrato su una proposta di legge per l'introduzione di un tetto al livello di nicotina massimo nelle sigarette al fine di minimizzare se non azzerare la dipendenza indotta dal fumo. L'incognita regolatoria in uno dei mercati chiave per l'industria del tabacco come quello americano è andata a sommarsi ad altre che riguardano il futuro dell'industria alla luce del drastico calo dei fumatori registratosi in questi anni in tutto il mondo. In Italia la percentuale di fumatori sul totale della popolazione è passata in 10 anni dal 23,4 al 19,3%; in Germania dal 23,7 al 21,8%; in Francia dal 29,1 al 27,8%; nel Regno Unito dal 20,2 al 17%; negli Stati Uniti dal 19,7 al 14,6%; in Giappone dal 26,3 al 19,3 per cento. Con la rilevante eccezione del Paese più popoloso al mondo: la Cina, dove l'incidenza dei fumatori è rimasta stabile al 27% il calo del tabagismo ha interessato anche i Paesi emergenti. A partire dalla Russia, uno dei Paesi in cui è più grave il problema del

tabagismo, che ha visto la percentuale di fumatori scendere in 10 anni dal 44,2 al 35,4 per cento. Un fenomeno epocale, quello del calo dei fumatori, che si è fatto sentire sui volumi di vendita di «*Big Tobacco*». Nel bilancio 2012 Philip Morris International dichiarava oltre 927 miliardi di unità vendute all'anno. A fine 2017 i volumi sono scesi a quota 798 miliardi. In cinque anni il calo è stato di quasi il 14% ed è un fenomeno che ha riguardato senza esclusioni tutte le grandi multinazionali del tabacco. Le indicazioni emerse dagli ultimi bilanci pubblicati da «*Big Tobacco*», che hanno contribuito allo scivolone di Borsa degli ultimi mesi, riguardano la strategia che questi colossi stanno mettendo in atto per contrastare la lenta e inevitabile contrazione del bacino di utenza. Due sono i fronti su cui finora si è agito: quello dei *prezzi* dei pacchetti di sigarette, che molti big hanno deciso di alzare per controbilanciare il calo dei volumi, e quello dello sviluppo di *nuovi prodotti* per consumare tabacco meno dannosi della salute rispetto alle tradizionali bionde. Si tratta dei cosiddetti *RRP*, acronimo di *reduced risk product*, prodotti a rischio ridotto. Una sigla in cui ricadono tutte le sottospecie di sigarette elettroniche e dispositivi che consentono il consumo senza combustione del tabacco, la cui popolarità è in forte ascesa. Entrambe queste strategie hanno iniziato a mostrare i loro limiti. L'aumento dei prezzi finora ha funzionato anche per via delle caratteristiche in un mercato, quello della sigaretta, in cui la concorrenza è minima e in cui i consumatori sono storicamente piuttosto fedeli al marchio. È chiaro tuttavia che non è una strategia che può essere portata avanti a lungo senza pagarne le conseguenze in termini di disaffezione dei consumatori. C'è poi l'altro fronte: quello dello sviluppo di nuovi prodotti a «rischio ridotto»¹³. Qui le difficoltà sono altre. In primo luogo questo business, per quanto promettente, genera oggi una percentuale minima di ricavi e la crescita, in termini di unità vendute, non sembra finora contrastare il calo dei volumi delle sigarette tradizionali. Se produrre e commercializzare queste ultime ha finora garantito margini di guadagno stellari per le sigarette elettroniche non si può dire lo stesso per due ragioni: è un mercato estremamente competitivo e necessita di pesanti investimenti (i) e non c'è certezza che questi garantiscano ritorni immediati (ii).

Tra i motivi che hanno contribuito al tonfo dopo i conti di Philip Morris c'è il rallentamento delle vendite di sigarette elettroniche nel mercato più promettente: quello giapponese. Nonostante gli investimenti miliardari fatti dall'azienda in questo business i risultati faticano a vedersi. Parlare di crisi per un settore è improprio considerando i numeri che «*Big Tobacco*» continua a fare. È vero, tuttavia, che se per anni l'industria è stata una gallina dalle uova d'oro capace di superare indenne recessioni ora il contesto di mercato è profondamente cambiato. Se in passato il principale fattore di rischio per il business del tabacco era di natura legale legato alle cause intentate dai consumatori per via dei danni alla salute causati dal fumo di sigaretta ora l'incertezza riguarda la transizione da una situazione di quasi oligopolio a una di piena concorrenza e la conversione da un prodotto dai margini generosi a uno assai meno remunerativo.

¹³ <https://www.ilsole24ore.com/art/philip-morris-accelera-transizione-sigarette-alternative-AECS03H>

II.3 La regolamentazione dei mercati

Il tabacco è un bene di consumo soggetto ad una pressione fiscale da parte dello Stato, il quale nel definire la sua politica fiscale, deve considerare diverse esigenze che necessitano un'attenzione particolare. Queste esigenze, intorno alle quali lo Stato costruisce la disciplina fiscale di riferimento, sono principalmente:

- il ricavato fiscale;
- il benessere sociale;
- le normative antitrust;
- la lotta al traffico illecito;

Oggi, in Italia, il mercato del tabacco è conosciuto come un mercato già da tempo liberalizzato e contraddistinto dalla coesistenza di vari produttori in concorrenza tra loro, sebbene tale orientamento istituzionale in principio fu molto lontano da quello odierno. La decisione del 1999 di liberalizzare il mercato è stata conforme con le caratteristiche del settore i cui studi, infatti, dimostrano che la massimizzazione dell'efficienza nel settore non si ottiene con l'applicazione di un monopolio naturale, che richiede l'istituzione di un unico grande operatore nel mercato, così come era avvenuto in passato in Italia. Pertanto, la scelta dell'Italia di agire in regime monopolistico dal 1862 al 1999 non provenne da necessità di natura economica come, per esempio, la massimizzazione del profitto, ma da una natura di tipo finanziaria. La scelta di agire in tale regime aveva lo scopo di incrementare il gettito erariale, ed è proprio per questo che il Fisco decise di governare il mercato del tabacco. Durante questa amministrazione del mercato da parte dello stato, la tassazione del tabacco non è stata sempre regolare: nel corso degli anni la normativa al riguardo ha patito diversi cambiamenti.

Significativa è la legge n.76¹⁴ del 1985 che ha segnato il passato da una imposizione principalmente discrezionale ad una tassazione che pronosticava la presenza di componenti fiscali che si riscontrano nella disciplina di riferimento odierna. Inizialmente, prima del 1985, l'imposizione del tabacco si concentrava su un prelievo non uniforme, ossia calcolato in via del tutto discrezionale, la cui incidenza era più onerosa per i prodotti di prezzo basso e meno gravosa per quelli di prezzo più alto. Questo tipo di imposizione era articolata attraverso specifiche tabelle, nelle quali il Fisco delineava i livelli dell'imposta di consumo, l'importo da destinare ai Monopoli, l'aggio del rivenditore e il prezzo finale offerto al consumatore.

Con la legge n. 76 del 1985, si ha il passaggio ad un'imposizione che introduceva la presenza di un'accisa composta, ovvero calcolata sulla base di due componenti, una specifica e l'altra proporzionale, e la presenza anche dell'imposta sul valore aggiunto.

¹⁴ L. 07 marzo 1985. Sistema di imposizione fiscale sui tabacchi lavorati.

*“La componente specifica prevede una tassazione calcolata come un ammontare fisso secondo la quantità di prodotto, che è uguale per tutti i prodotti e indipendentemente dal prezzo mentre la componente ad valorem (proporzionale) viene calcolata in percentuale rispetto a un determinato parametro che corrisponde al prezzo di vendita del prodotto”.*¹⁵ Nell’attuazione di questa legge, lo Stato, con lo scopo di arrivare ai propri obiettivi finanziari, diede la parte prevalente della tassazione alla componente proporzionale, preferendo una struttura più onerosa per quei prodotti che presentano prezzo maggiore (principalmente prodotti importati dall’estero). In aggiunta a ciò, nell’attribuire maggiore rilevanza alla componente proporzionale l’erario garantiva la sopravvivenza di prodotti appartenenti a fasce differenti di prezzo, infatti, i prodotti considerati meno prestigiosi potevano conservare la loro competitività offrendo prezzi più vantaggiosi, mentre i prodotti aventi una maggiore qualità mantenevano la loro domanda rappresentata da consumatori meno sensibili al prezzo.

Da quel momento la legislazione fiscale Italiana ha subito costanti cambiamenti, in particolare in seguito alla costituzione della CEE e dopo aver recepito diverse Direttive europee volte a facilitare il prelievo fiscale tra i paesi membri a partire da quelle dei primi anni 90¹⁶ fino ad arrivare a quelle più recenti¹⁷. Gli obiettivi di tali Direttive europee sono stati volti ad equilibrare la tassazione all’interno dei paesi membri, a tutelare la libera concorrenza e a salvaguardare la salute pubblica. In virtù del processo di armonizzazione fiscale, avviato a livello comunitario, tali direttive sono state il punto di riferimento su cui i vari paesi membri hanno costruito la loro disciplina di riferimento, avendo quest’ultimi la scelta sulle modalità di attuazione e raggiungimento di tali obiettivi, così da poterle implementare nel modo più coerente possibile con le abitudini di mercato dei diversi paesi.

Nonostante l’ultima riforma sulla tassazione messa in atto dallo Stato abbia causato notevoli perdite per le entrate fiscali (biennio 2017-2018), considerato il celere incremento dell’accisa, lo Stato Italiano, nel corso degli anni nel mercato del tabacco, si è mostrato come un insolito caso di successo normativo. Problemi come la tutela dei consumatori, fatto sospetto considerato che lo stesso mercato stesso è “tossico” per il benessere dei consumatori, ove lo stato italiano è riuscito ad assicurare apprezzabili modelli qualitativi dei prodotti; problemi come, ad esempio, garantire un mercato competitivo che non incentiva alcuni operatori piuttosto di altri; o problemi come il traffico illecito, dove il nostro stato è riuscito a conservare un livello del contrabbando tra i più bassi nella Comunità Europea (ventunesimo paese in Europa per diffusione del mercato nero delle sigarette) e pressochè sotto controllo, quindi oltre a favorire l’intera economia assicurando entrate maggiori

¹⁵ Documentazione per l’esame di Atti del Governo: Esito dei pareri al Governo, Camera dei deputati, XVII legislatura 11/02/2015 <http://documenti.camera.it/Leg17/Dossier/pdf/FI0253b.pdf>.

¹⁶ Direttiva 92/79/CEE del Consiglio, del 19 ottobre 1992, relativa al ravvicinamento delle imposte sulle sigarette; Direttiva 92/80/CEE del Consiglio, del 19 ottobre 1992, relativa al ravvicinamento delle imposte sui tabacchi lavorati diversi dalle sigarette;

Direttiva 95/59/CE del Consiglio, del 27 novembre 1995, relativa alle imposte diverse dall’imposta sul volume d’affari che gravano sul consumo dei tabacchi lavorati.

¹⁷ Direttiva 2002/10/CE del Consiglio, del 12 febbraio 2002, che modifica la direttiva 92/79/CEE, la direttiva 92/80/CEE e la direttiva 95/59/CE per quanto concerne la struttura e le aliquote delle accise che gravano sui tabacchi lavorati;

Direttiva 2010/12/UE recante modifica delle direttive 92/79/CEE, 92/80/CEE e 95/59/CE per quanto concerne la struttura e le aliquote delle accise che gravano sui tabacchi lavorati e della direttiva 2008/118/CE;

Direttiva 2011/64/UE relativa alla struttura e alle aliquote dell’accisa applicata al tabacco lavorato;

Direttiva 2014/40/UE sul ravvicinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative degli Stati membri relative alla lavorazione, alla presentazione e alla vendita dei prodotti del tabacco e dei prodotti correlati e che abroga la direttiva 2001/37/CE.

per l'Erario, garantendo anche una salvaguardia per la salute dei consumatori considerato che i prodotti di contrabbando non hanno una qualità allo stesso livello di quella dei prodotti regolari. Pertanto, il legislatore per assicurare un'efficiente ed efficiente regolamentazione deve rivolgere la sua attenzione a molte tematiche che compromettono il mercato del tabacco, tra le più importanti ritroviamo quella della salute, del contrabbando, l'innovazione ed infine la pianificazione che sicuramente è il tema più attuale.

In primis, la tutela della salute dei consumatori spinge lo Stato ad incoraggiare la riduzione del consumo di sigarette tramite campagne rivolte a rendere consapevoli i cittadini sugli effetti dannosi del fumo. Di grande importanza, poi, è il controllo del traffico illecito per i numerosi effetti che comporta sia per la tesoreria dello stato che per la salute delle persone. L'innovazione che coinvolge tutte le industrie e che andrà a cambiare le odierne tipologie di mercato spinge il legislatore a rimanere sempre aggiornato e a regolamentare tutte le innovazioni che saranno via via istituite nel mercato così da evitare una obsolescenza della disciplina di riferimento. Per concludere, la pianificazione fiscale rappresenta una tematica che sta coinvolgendo l'economia di tutti gli Stati considerati i successi che sta portando e dato l'aiuto che assicura alle aziende nel momento in cui effettuano decisioni inerenti alle loro politiche di investimento.

II.4 Contrabbando ed evasione fiscale

Nel nostro paese, il contrabbando di sigarette è un evento che ha iniziato a verificarsi nel dopoguerra, soprattutto nelle aree economicamente meno progredite in Italia. Tale fenomeno da sempre incentiva le organizzazioni criminali che non solo si garantiscono degli alti guadagni, considerati l'enorme mole di vendite, ma si assicurano anche il presidio e il controllo del territorio, tenuto presente che il traffico illecito comporta anche numerosi "posti di lavoro" e delinquenza giovanile. Il commercio illegale di sigarette consiste nel traffico clandestino di tali prodotti, tra diversi paesi sottraendosi al pagamento dei dazi doganali e alle discipline che regolano il traffico di suddetti. Sono tre i principali tipi di traffico illecito per quanto riguarda i prodotti del tabacco, e sono:

- *sigarette originali* importate oltre il limite quantitativo stabilito o attraverso una filiera distributiva illegale, con il fine dell'evasione del carico fiscale gravante sui prodotti contrabbandati;
- tipo "*cheap white*" (o *illicit white*), ovvero sigarette fabbricate e vendute legalmente in paesi fuori dall'Unione Europea, ma importate illegalmente o sopra le quantità consentite;
- *sigarette contraffatte*, che riportano un marchio utilizzato senza il permesso del proprietario.

Dal punto di vista degli acquirenti, invece, il motivo principale che incentiva all'acquisto dei prodotti contrabbandati è chiaramente il *prezzo*. Nel nostro paese, come già su evidenziato, la componente fiscale che pesa sul prodotto è superiore al 77%: tale dato motiva e giustifica il prezzo dei prodotti e spiega come in ogni paese le sigarette siano vendute ad un prezzo diverso. Tale differenza è una delle principali cause del traffico illecito. Il contrabbando delle *cheap white* è sicuramente la tipologia egemone per quanto concerne la porzione del mercato di contrabbando nel nostro paese. Infatti, come mostrano numerosi studi, il traffico illecito delle *cheap white* equivale al 50% del contrabbando illecito per i prodotti del tabacco. I consumatori, attraverso alle importazioni clandestine di tali prodotti riescono ad acquistare gli stessi ad un prezzo notevolmente inferiore. Considerando, infatti, che il prezzo di un pacchetto da 20 sigarette si aggira intorno ai 5 Euro nel nostro paese, il costo dello stesso prodotto commercializzato dalla criminalità organizzata si aggira di solito intorno ai 2/3 euro. Tale dato mostra un'altra evidenza precedentemente citata, cioè che il fatto che il contrabbando si verifica prevalentemente nelle aree economicamente più arretrate del paese. Si è riscontrata un rapporto positivo tra la diminuzione del potere d'acquisto dei consumatori e l'incremento del numero dei prodotti contrabbandati. Tale relazione non è apprezzabile soltanto in Italia, ma anche nel resto del mondo così come la relazione positiva tra l'aumento del prezzo dei prodotti del tabacco e il numero di prodotti di contrabbando.

Le conseguenze prodotte dal contrabbando di sigarette si riversano anche a livello salutare, economico e influiscono notevolmente sulle politiche adottate dagli stati nella lotta al consumo del tabacco. Sotto il punto di vista salutare, i prodotti di contrabbando non assicurano la medesima affidabilità e gli stessi standard qualitativi dei prodotti legalmente venduti. Infatti, oltre al fatto che potrebbero presentare sostanze più nocive

del normale, potrebbero altresì essere stati realizzati senza rispettare le norme igieniche. Un'altra ripercussione rilevante è la mancata entrata fiscale relativa alla produzione e alla vendita, basti pensare che solo nel nostro paese il contrabbando di sigarette toglie allo stato ricavi per più di 800 milioni di Euro l'anno e gonfia le tasche, invece, della criminalità organizzata.

Il traffico illecito, poi, si caratterizza come un fenomeno che presenta effetti economici negativi sia per il paese in cui avviene l'illecito sia per tutta la Comunità Europea poichè il reato di contrabbando tutela un bene di rilevanza europea. I dazi doganali ricoprono una funzione primaria in Europa sia perché sono istituiti e conseguiti in conformità a regole dettate dall'unione europea, comuni a tutti gli stati membri sia perché rappresentano un'entrata propria della comunità europea. La disciplina di riferimento nazionale si è evoluta radicalmente nel corso degli anni.

Le più importanti normative storiche di riferimento furono senz'altro:

- la legge 907/42¹⁸ riguardante i monopoli dei sali e dei tabacchi e contestualmente anche del divieto di introduzione, di produzione e di vendita, in particolare l'art.65 di tale legge secondo il quale *“Commette contrabbando chiunque, contro i divieti stabiliti da questa legge o senza l'osservanza delle condizioni da essa prescritte, introduce nel territorio del Regno, soggette a monopolio, tabacchi, succedanei o prodotti derivati del tabacco”*;
- la legge 27/51¹⁹ che apportò delle modifiche alla legge 907/42, modifiche riguardanti principalmente le pene per il contrabbando; importantissimo il decreto del Presidente della Repubblica del 23 gennaio 1943 che ha introdotto il Testo Unico doganale e che ha definito una più chiara e ampia disciplina nella lotta al contrabbando e che nel corso degli anni ha subito numerose modifiche che lo hanno aggiornato e ampliato ulteriormente;
- il decreto legislativo del 9 novembre del 1990²⁰ che ha introdotto modifiche sulle disposizioni concernenti il contrabbando avente per oggetto tabacchi lavorati esteri;
- la legge n.50 del 18 gennaio 1994²¹ che ha introdotto alcune modifiche per le misure atte a reprimere il contrabbando del tabacco;
- il decreto legislativo n.74 del 10 marzo 2000²² che ha introdotto una nuova disciplina per i reati in materia di imposta sul reddito e sul valore aggiunto;
- la legge n.92 del 19 marzo 2001²³ che ha apportato notevoli modifiche al Testo Unico doganale del 1973, ridefinito il reato di contrabbando, introdotto il reato di associazione per delinquere per il contrabbando dei tabacchi lavorati, consolidato le iniziative di contrasto della polizia e della magistratura e quelle

¹⁸ Legge n.907 del 17 luglio 1942, Legge sul monopolio dei sali e dei tabacchi.

¹⁹ Legge n.27 del 3 gennaio 1951, Modificazioni alla L. 17 luglio 1942, n. 907, sul monopolio dei sali e dei tabacchi.

²⁰ D.Lgs. del 9 novembre del 1990 n. 375, Adeguamento delle disposizioni concernenti il contrabbando avente per oggetto tabacchi lavorati esteri.

²¹ Legge n.50 del 18 gennaio 1994, Modifiche alla disciplina concernente la repressione del contrabbando dei tabacchi lavorati.

²² Decreto legislativo n.74 del 10 marzo 2000, Nuova disciplina dei reati in materia di imposte sui redditi e sul valore aggiunto, a norma dell'articolo 9 della L. 25 giugno 1999, n. 205.

²³ Legge n.92 del 19 marzo 2001, Modifiche alla normativa concernente la repressione del contrabbando di tabacchi lavorati.

riguardanti il regime carcerario di esecuzione delle pene più gravi, rafforzando il tutto con accordi internazionali che sono necessari per la repressione di un fenomeno di dimensioni mondiali;

- il decreto legge n. 203 del 30 settembre 2005²⁴ riguardante le misure di contrasto all'evasione fiscale.

Le normative comunitarie nella lotta al contrabbando, invece, sono tre regolamenti europei con il quale la Comunità Europea ha allineato le politiche di riferimento dei paesi membri nella lotta al contrabbando. I tre regolamenti sono: il Regolamento (CEE) 12-10-1992 n. 2913/92, il Regolamento (CE/Euratom) 22-5-2000 n. 1150/2000 e il Regolamento (CE/Euratom) 22-5-2000 n. 1150/2000.²⁵

²⁴ Decreto legge n. 203 del 30 settembre 2005, Misure di contrasto all'evasione fiscale e disposizioni urgenti in materia tributaria e finanziaria.

²⁵ N.B. Il complesso di queste normative, nazionali e comunitarie, hanno costituito la disciplina di riferimento nella lotta al contrabbando fino ad oggi.

Capitolo III

Il caso Philip Morris

III.1 Philip Morris International

La *Philip Morris International* (PMI) è un'azienda statunitense che opera nell'industria del tabacco, vendendo i suoi prodotti in oltre 180 paesi al di fuori degli Stati Uniti d'America (USA). L'azienda era inizialmente denominata *Philip Morris USA*, azienda che oggi (Settembre 2022) è controllata dal Gruppo Altria, attiva nella produzione e nella vendita di prodotti del tabacco nei soli Stati Uniti d'America. Nel 1987 la PMI viene incorporata nella Philip Morris Companies Inc., creata nel 1985 durante un nuovo riassetto societario, che nel 2003 cambia nome in Gruppo Altria. Nel 2008, PMI viene scorporata dalla sua società madre Altria Group Inc. (precedentemente Philip Morris Companies Inc.). La decisione di separare l'azienda dalla sua casa madre nazionale è stata effettuata per dare a PMI maggiore libertà di perseguire la crescita delle vendite nei mercati emergenti oltre che a liberare la società dai vincoli legali e normativi da rispettare. L'azienda conta sei marchi di sigarette tra i primi 15 per quota di mercato, tra cui il più famoso al mondo, *Marlboro*, che detiene il primo posto. Con 46 stabilimenti produttivi sparsi in tutto il mondo, PMI impiega più di 77.000 persone, soddisfacendo la domanda di oltre 150 milioni di clienti. Dallo spin-off del 2008, PMI ha aumentato il proprio dividendo annuo e, nel 2009, fa il suo "primo passo" verso la sua visione "senza fumo". Infatti, ciò che distingue PMI dalla maggior parte dei suoi concorrenti, è la svolta per il suo modello di business dal 2008, da allora, l'azienda ha investito più di 6 miliardi di dollari nello sviluppo e nella ricerca di prodotti smoke free, assumendo più di 400 scienziati e ingegneri. Nel 2014 PMI fa un grande passo avanti trasformando in fatti le parole: sperimenta *IQOS*, il cui acronimo è "*I quit ordinary smoking*", ossia "ho smesso di fumare normalmente" e così, nel 2016, l'azienda lancia ufficialmente la sua visione senza fumo promettendo di porre fine all'uso di sigarette combustibili. Dal 2016 stesso i *prodotti a rischio ridotto (RRP)* sono commercializzati e rappresentano una quota crescente dei ricavi di PMI. La Philip Morris è all'inizio di una "rivoluzione" con la pubblicità e l'immissione sul mercato di "prodotti a rischio ridotto". Il 19 di aprile 2017 la PMI ha comunicato che il suo prodotto di spicco di questa categoria, *IQOS*, ha raggiunto un fumatore di tabacco su 30 a Nagoya (Giappone), una piazza usata come banco di prova assieme a Milano. Il nuovo prodotto, che utilizza una tecnologia denominata "*heat not burn*" (il calore non brucia), assomiglia a una penna. L'utilizzatore inserisce una simil-sigaretta chiamata "*Heatstick*" (bastone riscaldato), il cui bastoncino di tabacco viene riscaldato senza essere bruciato. Questo produce un "*aerosol*" che ha il classico gusto di una sigaretta tradizionale, ma elimina parecchie delle sostanze dannose che derivano dalla combustione. Per quanto concerne la sicurezza, PMI dichiara che il vapore creato da *IQOS* contiene un decimo delle sostanze "dannose

o potenzialmente dannose” rispetto alla sigaretta standard. Pertanto, questo nuovo prodotto della Philip Morris potrebbe avere un riscontro migliore presso i fumatori.²⁶

III.2 Analisi Philip Morris International Inc²⁷

Nel 2022 Philip Morris International, quotata nella borsa di New York (*New York Stock Exchange*), è amministrata dal CEO (*chief executive officer*) Jacek Olczak e capitalizza oltre 155 miliardi di dollari. Jacek Olczak è Amministratore delegato e Direttore di Philip Morris International Inc. dal 5 maggio 2021. Dal 1° gennaio 2018 al 05 maggio 2021 è stato Direttore operativo di Philip Morris International Inc. L’attuale CEO ha, inoltre, ricoperto il ruolo di *Chief Financial Officer* di Philip Morris International Inc. dal 1 agosto 2012 al 31 dicembre 2017.

Analizzando, innanzitutto, il trend storico della Philip Morris International negli ultimi 5 anni si rileva una variazione del prezzo contenuta (Grafico 4). Come emerge dal Grafico 5, infatti, la volatilità del prezzo delle azioni dell’industria del tabacco è nettamente superiore rispetto alla ridotta variazione sopra evocata.

Grafico 4: Prezzo storico e Performance

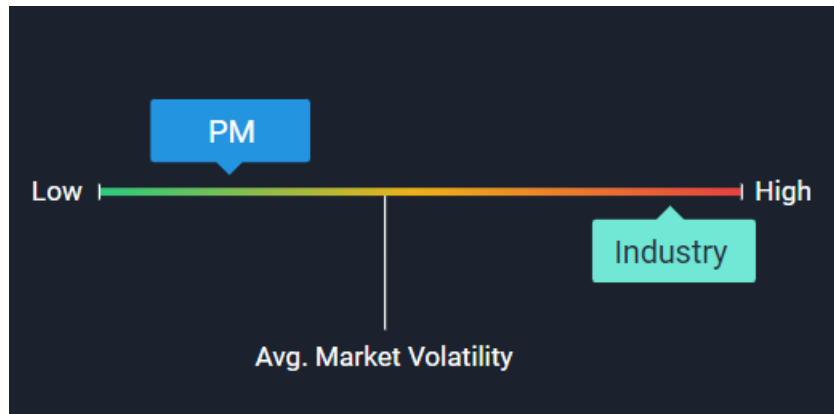


Fonte: <https://simplywall.st/stocks/us/food-beverage-tobacco/nyse-pm/philip-morris-international#future>

²⁶ Zagà V., Amram D., (2017), *Philip Morris: da fabbrica di morte a “health company”?*, Tabaccologia Editoriale

²⁷ N.B. i presenti dati sono relativi al 17/06/2022, data in cui si è conclusa la presente analisi

Grafico 5: La volatilità del prezzo



Fonte: <https://simplywall.st/stocks/us/food-beverage-tobacco/nyse-pm/philip-morris-international#future>

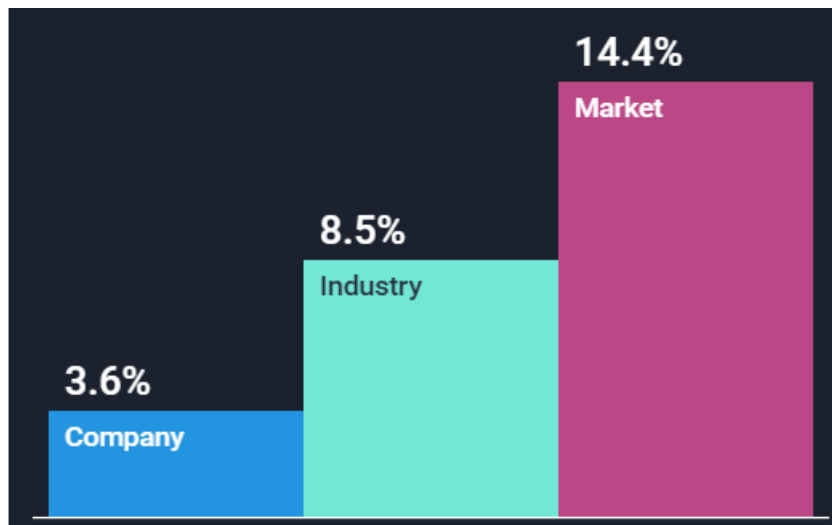
Il price to earnings ratio (P/E), ossia il rapporto tra prezzo corrente di un'azione e utile per azione, è pari al 17,2%. L'acquisto di un'azione PMI è parecchio costoso in base al suo rapporto prezzo-guadagno rispetto alla media globale del settore del tabacco (11,1%). Tuttavia, osservando i flussi di cassa futuri stimati si rileva che il valore dell'azione è sottovalutato rispetto al valore di 209,5 dollari (prezzo equo stimato): nonostante l'alto rapporto prezzo/utigli (17,2%) la stessa risulta essere molto interessante nel momento in cui si intenda effettuare una scelta di investimento; il P/E equo stimato infatti è pari a 27,7%.

Per quanto concerne la crescita futura, si rileva un dato positivo circa il confronto tra il guadagno e il tasso di risparmio. Infatti, la crescita degli utili prevista da PM (3,6% all'anno) è superiore al tasso di risparmio (1,9%). Tuttavia, sempre per quanto riguarda la crescita futura, si riscontrano alcune informazioni negative che possono influenzare notevolmente gli investitori. Tra queste ritroviamo le seguenti:

- si prevede che gli utili di PM (3,6% annuo) crescano più lentamente rispetto al mercato statunitense (14,4% annuo);
- si prevede che gli utili di PM aumenteranno, ma non in modo significativo;
- si prevede che le entrate di PM (3,7% all'anno) crescano più lentamente rispetto al mercato statunitense (7,8% all'anno);
- le entrate di PM (3,7% all'anno) dovrebbero crescere più lentamente del 20% all'anno.

Come emerge dal Grafico 6, la Philip Morris non presenta uno scenario di crescita particolarmente accattivante e ciò è confermato dalle previsioni di crescita futura che caratterizzano l'industria del tabacco (8,5%) e il mercato statunitense nel suo complesso (14,4%).

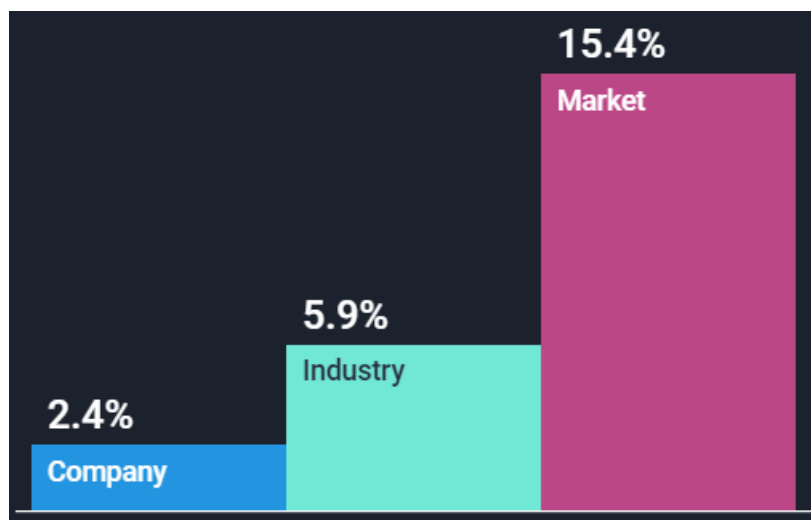
Grafico 6: Previsioni di crescita futura



Fonte: <https://simplywall.st/stocks/us/food-beverage-tobacco/nyse-pm/philip-morris-international#future>

Considerando le performance passate rileviamo che l'azienda, sin dalla sua fondazione nel 1987, è riuscita ad elargire dividendi fruttiferi che si traducono in guadagni di alta qualità. Questa informazione è stata confermata dall'andamento degli utili. I guadagni di PM, infatti, sono cresciuti del 7,3% all'anno negli ultimi 5 anni e ciò rende possibile una remunerazione più che adeguata agli azionisti della società. Tuttavia, gli attuali margini di profitto netto di PM (28,5%) sono inferiori rispetto allo scorso anno (29,4%), la crescita degli utili di PM nell'ultimo anno (2,4%) è inferiore alla media di 5 anni (7,3% all'anno) e, infine, la crescita degli utili del PM nell'ultimo anno (2,4%) ha sottoperformato l'industria del tabacco del 5,9%.

Grafico 7: Crescita degli utili nell'ultimo anno



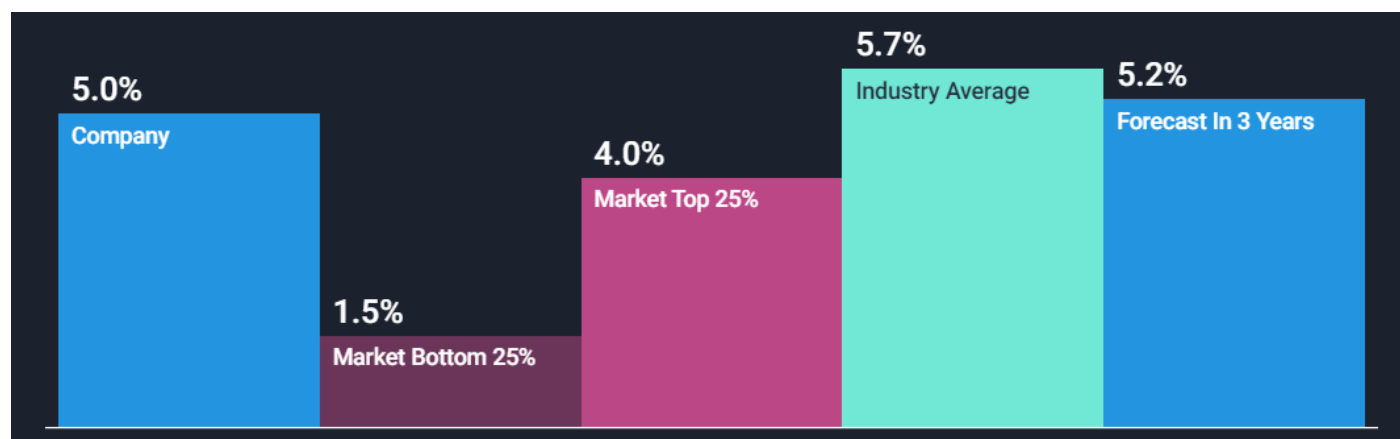
Fonte: <https://simplywall.st/stocks/us/food-beverage-tobacco/nyse-pm/philip-morris-international#future>

Trattando della “salute finanziaria” della PMI possiamo riscontrare che l’azienda non versa in ottime condizioni. Infatti, per quanto concerne il breve termine PM ha un patrimonio netto negativo, che è una situazione più grave delle attività a breve termine che non coprono le passività a breve termine e anche per quanto concerne il lungo periodo, PM ha un patrimonio netto negativo, che è una situazione più grave delle attività a breve termine che non coprono le passività a lungo termine. Pertanto prima di effettuare qualsiasi scelta di investimento è bene analizzare attentamente la situazione debitoria, considerando la capacità dell’azienda di riuscire a ripagare i propri debiti. A riguardo vi sono due dati positivi che emergono da questa analisi e possono interessare gli investitori:

1. per quanto concerne la copertura del debito, il debito di PM è ben coperto dal flusso di cassa operativo (44,8%);
2. per quanto concerne la copertura degli interessi, i pagamenti degli interessi di PM sul suo debito sono ben coperti dall'EBIT (*Earnings before interest and taxes*).

Si rende, infine, necessario trattare e analizzare i dividendi elargiti dalla Philip Morris International in quanto la remunerazione spettante agli azionisti risulta essere un elemento di fondamentale importanza per gli investitori potenziali. La società si caratterizza per la presenza di un dividendo notevole: il dividendo di PM (4,98%) è superiore rispetto ai dividendi distribuiti dagli altri produttori del mercato statunitense nel suo complesso (1,48%). Infatti, non solo i dividendi per ogni azione di Philip Morris sono rimasti stabili negli ultimi 10 anni, ma, nello stesso arco temporale, i pagamenti dei dividendi stessi della società sono aumentati. Di seguito è riportato il Grafico 8, riguardante i dividendi elargiti nel mercato statunitense.

Grafico 8: Rendimento dei dividendi di Philip Morris, dell’industria del tabacco e del mercato USA



Fonte: <https://simplywall.st/stocks/us/food-beverage-tobacco/nyse-pm/philip-morris-international#future>

III.3 IQOS: I Quit Ordinary smoking

I *prodotti a rischio ridotto* (RRP) sono prodotti potenzialmente meno dannosi di quelli combustibili tradizionali. Il fattore che caratterizza tali prodotti è la mancata combustione, sostituita dalla generazione di un *aerosol* (vapore), contenente ancora nicotina. Inoltre, i prezzi al consumo possono essere suddivisi in due sottocategorie:

- sigarette elettroniche;
- prodotti a base di tabacco riscaldato.

Il primo gruppo è costituito da dispositivi elettronici che riscaldano determinati liquidi trasformandoli in vapore. Il secondo gruppo è caratterizzato anche da dispositivi elettronici, ma invece di riscaldare i liquidi, riscaldano il tabacco vero e proprio.

PMI afferma di avere una vasta gamma di RRP differenti in varie fasi di sviluppo e commercializzazione: concretamente, *IQOS* (I Quit Ordinary Smoking), appartenente ai prodotti del tabacco riscaldato, è l'unico venduto al mondo e al momento ammonta al totale delle entrate da RRP. Il resto non contribuisce ancora alle entrate, ma è in fase di sviluppo. Pertanto, il portafoglio RRP è guidato da *IQOS* e dalle sue unità di tabacco *Heets*. A partire dal 2018, *IQOS* è disponibile per la vendita in 44 mercati e la quota di mercato di *Heets* è pari all'1,6% dell'industria totale del tabacco, il che è notevole considerando che attualmente ci sono più di 321 marche di sigarette nel mondo e, ancora, considerando che questo prodotto è stato introdotto recentemente.

L'azienda sta attraversando quello che definisce "*il più grande cambiamento nella storia della Philip Morris International*". La strategia della stessa, per i prossimi anni, è la trasformazione annunciata nel 2017, iniziata già anni prima, con gli investimenti iniziali in ricerca e sviluppo e con la visione di "*fornire un futuro senza fumo*". Nel 2018 tali investimenti in ricerca e sviluppo hanno raggiunto i 6 miliardi di dollari dal 2008. La scelta dell'azienda di avviare la produzione concentrandosi sui prodotti a base di tabacco riscaldato piuttosto che sulle sigarette elettroniche ha una spiegazione ragionevole: entrambe le scelte richiedono un investimento iniziale e costi di ricerca e sviluppo per sviluppare i dispositivi elettronici che creano vapore. Tuttavia, producendo prodotti a base di tabacco riscaldato, PMI può ancora impiegare la sua rete di produzione di tabacco, senza dover esplorare un nuovo campo, poiché questi prodotti richiedono ancora bastoncini di tabacco simili alle sigarette per costi di produzione e materiali. Di conseguenza, dopo l'investimento iniziale, l'azienda continua a trarre vantaggio dalle proprie economie di scala. Inoltre, i *clients target* rimangono invariati: si tratta, infatti, di fumatori disposti a passare a un prodotto meno dannoso, ma comunque molto simile a una sigaretta.

Mentre le unità di tabacco prodotte dall'azienda, *Heets*, non rappresentano un cambiamento sostanziale nella produzione per la loro somiglianza con le sigarette, la macchina elettronica necessaria per vaporizzarle, *IQOS*, è tutta un'altra cosa. PMI ha dovuto investire nello sviluppo dei suoi dispositivi elettronici e sviluppare una

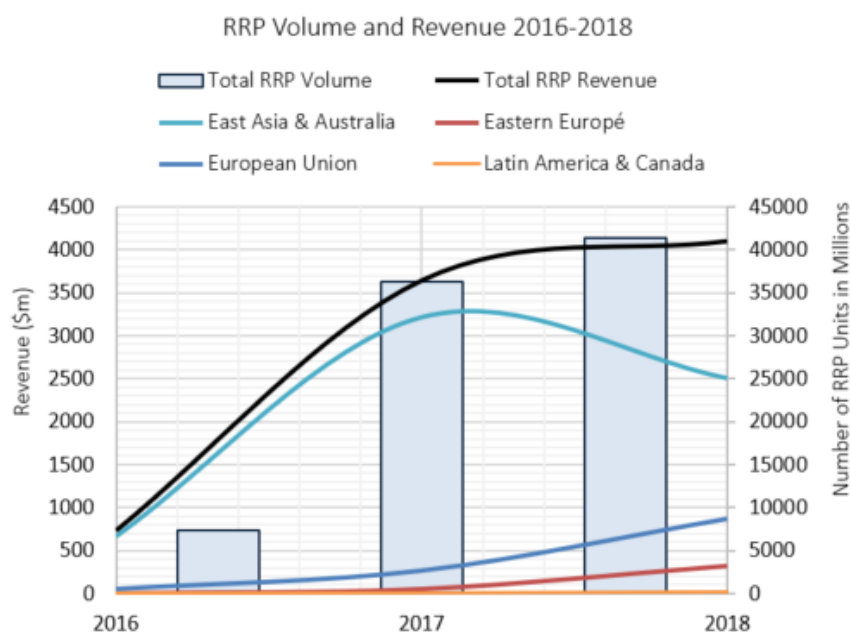
strategia diversa da quella per le sigarette. Infatti, parlando solo di IQOS ed escludendo per un momento Heets, non esiste un quadro normativo che stabilisca il luogo in cui vendere il dispositivo, il suo prezzo, o tasse diverse dall'IVA. L'azienda ha progettato IQOS in modo che appaia minimale e moderno, lasciando al cliente la scelta sulle personalizzazioni. Ogni anno finora ha rilasciato un nuovo modello: ora siamo a IQOS 3.0 e alle edizioni speciali; in sostanza il prodotto è molto simile per quanto riguarda le sue parti tecnologiche, ma è leggermente ridisegnato, e la sua batteria viene migliorata. Questo tipo di approccio sul mercato è paragonabile a quello dell'industria degli *smartphone*. Inoltre, PMI ha creato “*IQOS embassies*”, negozi interamente dedicati alla vendita di questo RRP dove il cliente può acquistarlo e ricevere assistenza. Oltre a ciò, IQOS può essere acquistato nelle tabaccherie e nei negozi *duty-free* negli aeroporti. In Europa, il suo prezzo iniziale parte appena sotto i 100€ e in un anno si stabilizza intorno ai 60€. Ciò significa che PMI investe nel marketing non solo per attirare nuovi clienti, ma anche per indurre quelli esistenti ad acquistare il nuovo modello del proprio prodotto. Questo spiega la crescita delle spese di marketing e vendita che avevamo previsto: nel 2014 era pari a 549 milioni di dollari, mentre si prevede che si avvicinerà a 820 milioni di dollari nel 2029.²⁸

L'obiettivo di PMI di “*consegnare un futuro senza fumo*”, che si traduce nella produzione di soli prodotti del tabacco riscaldati, può sembrare improbabile, considerando che nel 2018 i ricavi totali provenienti dai prezzi al consumo sono stati di poco superiori al 5%. Tuttavia, due fattori giocano un ruolo importante in questo caso: *i mercati emergenti* e *le accise*. La forte presenza di PMI nei mercati emergenti, in particolare in Asia, è uno degli aspetti che la differenzia dai concorrenti. Proprio in Asia, i ricavi nel 2018 da prodotti non combustibili rappresentano da soli l'11% del totale. In secondo luogo, le accise sono concentrate per oltre il 99% sulle sigarette; ciò implica che, considerando i ricavi netti anziché i ricavi totali, i RRP rappresentavano già il 13,8% nel 2018, dopo tre anni dal suo lancio. In questi termini, l'obiettivo del 38% non sembra più irraggiungibile. Inoltre, l'Organizzazione Mondiale della Sanità stima che nel 2025 il numero dei fumatori rimarrà allo stesso livello di oggi, circa 1,1 miliardi di persone. PMI ha in programma di battere la concorrenza attirando clienti di altre marche di sigarette verso i suoi prodotti senza fumo. Ciò non sarà del tutto possibile senza convertire alcuni dei propri clienti da combustibili a RRP, ma se l'azienda riesce a mantenere la sua leadership nel prodotto del tabacco riscaldato, l'acquisizione di clienti può superare la cannibalizzazione.

Nella figura (Grafico 9) sono stati illustrati i volumi di spedizione totali e regionali relativi al segmento RRP di PMI, nonché i ricavi totali derivati da quando è stato introdotto per la prima volta nel 2016. Mentre l'Asia orientale e l'Australia costituiscono la regione che contribuisce maggiormente al totale delle entrate RRP, i volumi di spedizione regionali rimanenti aumentano a tassi rapidi. Nel 2018, i ricavi totali RRP hanno contribuito del 13,82% ai ricavi totali di PMI (PMI, 2018).

²⁸ Secondo uno studio condotto dalla Nova School of Business and Economics

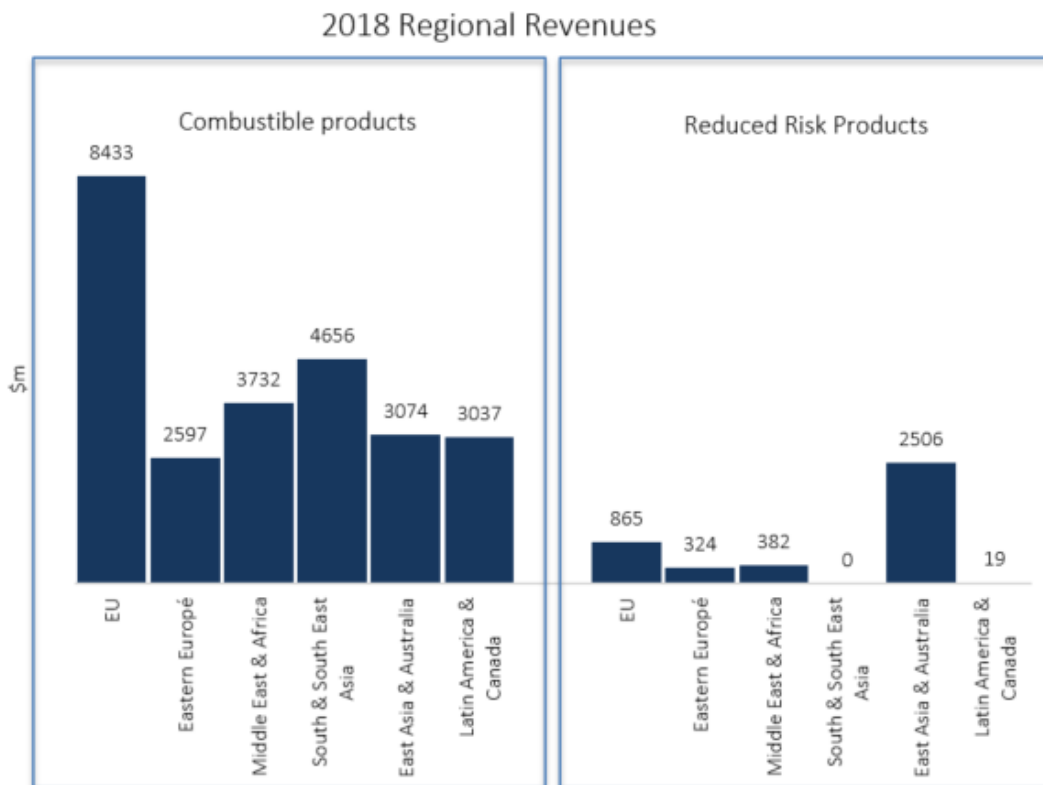
Grafico 9: Volume RRP e ricavi 2016-2018



Fonte: Dati ricavati dai rapporti annuali PMI

PMI stima che la quota di mercato internazionale (definita come volume unitario di sigarette e tabacco riscaldato a livello mondiale, esclusi Stati Uniti e Cina) sia stata di circa il 28,4%, 27,9% e 28,1% rispettivamente nel 2018, 2017 e 2016 (PMI, 2018). PMI attualmente gestisce le sue operazioni in sei segmenti soggetti a rendicontazione, tra cui Unione Europea, Europa orientale, Medio Oriente e Africa, Africa meridionale e sudorientale, Asia orientale e Australia, America Latina e Canada. I sei ricavi attribuiti a ciascuna delle regioni sono riportati nel grafico 10 sottostante.

Grafico 10: Ricavi regionali 2018 per segmento di prodotto, in milioni di dollari.



Fonte: Dati ricavati dai rapporti annuali PMI 2012-2018

I vertici della multinazionale PMI avevano ben chiaro quale sarebbe stata la situazione normativa e fiscale sui prodotti del *vaping* e del fumo “a rischio ridotto”, coordinando di riflesso le loro azioni di pressione e impegno in quella direzione. Pertanto vengono indicate, dai vertici aziendali della Philip Morris International, le linee guida e le strategie da adottare per consolidare il prodotto che, secondo l’azienda, costituirà il principale *business* del loro futuro: il tabacco riscaldato (IQOS). La strategia non prevede solo una partecipazione attiva sul fronte della comunicazione, ma anche all’interno della comunità scientifica e ai tavoli dei decisori di politica sanitaria. Il documento curato da Philip Morris International Usa, pubblicato in Rete dall’agenzia *Reuters*, fa parte di un dossier chiamato *Philip Morris Files*, ove vengono illustrati i punti salienti di un piano decennale che contiene i seguenti principali obiettivi:

- definire e “aprire” la strada al giusto quadro fiscale e normativo che permetta al portfolio di prodotti a rischio ridotto (RRP) di Philip Morris di diventare lo strumento della crescita aziendale nel futuro;
- sostenere e incrementare la commercializzazione;
- sostenere un quadro fiscale e normativo che si basi sulla scienza e riconosca il potenziale dei prodotti a rischio ridotto;
- sconfiggere proposte normative e fiscali eccessive e far revocare i divieti esistenti.

Le strategie e le azioni da mettere in campo per perseguire tali obiettivi dovranno essere quelle di:

- ottenere un trattamento fiscale vantaggioso per i prodotti a rischio ridotto, evitando al contempo qualsiasi svantaggio concorrenziale;
- chiedere una specifica struttura fiscale e livelli d'imposta ragionevoli per soddisfare gli obiettivi di gettito governativi, garantendo nello stesso tempo che la categoria rimanga commercialmente sostenibile e possa realizzare il suo potenziale di riduzione del "danno" con due scenari sequenziali:
 - 1) a breve termine, all'interno dell'esistente quadro fiscale, cercando di far rientrare i Prr in una categoria d'imposta diversa dalle sigarette;
 - 2) a lungo termine, chiedendo modifiche alla legislazione fiscale al fine di creare una nuova categoria per "i prodotti a tabacco riscaldato" e le sigarette elettroniche. Il quadro normativo che PMI prefigura nel piano decennale risulta ben dettagliato e articolato:
 - definire il minimo che dobbiamo raggiungere dal punto di vista normativo, per esempio dimostrazioni, comunicazioni uno-a-uno e la possibilità che il consumatore possa comprare e gustare i prodotti;
 - garantire un quadro normativo che distingua fra Prr e sigarette tradizionali e permetta una comunicazione verificata ai fumatori adulti sul loro potenziale di riduzione del rischio;
 - sconfiggere proposte normative esagerate che hanno come scopo quello di soffocare la crescita dei Prr. Ovviamente non viene trascurato l'impegno esterno declinato in più punti:
 - 1) fare in modo che il concetto di riduzione del danno diventi una politica accettata nell'ambito della Tobacco regulation;
 - 2) dimostrare che le aziende del tabacco sono parte legittima del dibattito normativo sui RRP
 - 3) fare leva sulla ricerca scientifica e sull'innovazione per guadagnare credibilità con gli stakeholder;
 - 4) identificare e coinvolgere stakeholder/alleati terzi e non tradizionali (produttori e venditori di sigarette elettroniche, consumatori adulti di Prr, sostenitori della riduzione del danno, ecc...) a livello globale e locale;
 - 5) sviluppare messaggi e materiali persuasivi per sostenere la nostra difesa dei RRP;
 - 6) amplificare e incrementare il dibattito sulla riduzione del danno negli eventi globali;
 - 7) continuare a confrontarsi con i legislatori a livello globale.

III.4 Sostenibilità e impatto ambientale

Philip Morris, il colosso del tabacco che in Italia vende, oltre alle sigarette omonime, anche le *Marlboro*, le *Merit*, le *Chesterfield*, le *Virginia Slims* e le *Diana*, ha annunciato un cambio di rotta storico. La società quotata in borsa, nata negli USA, ha infatti stabilito come obiettivo la realizzazione di un futuro “senza fumo”, come illustrato nei precedenti paragrafi. PMI ha deciso di fare il suo ingresso nel settore medico e delle biotecnologie: l’obiettivo è dare ai milioni di fumatori di tutto il mondo un’alternativa più sana alle sigarette, ma altrettanto soddisfacente. Un progetto da portare a termine nel minor tempo possibile, preso non solo con i propri clienti ma, soprattutto, con gli investitori e le istituzioni, che premono per un mondo senza nicotina. Tale progetto non è nuovo, ed è iniziato più di dieci anni fa. Infatti, le nuove manovre di Philip Morris International hanno confermato anche sul lato pratico la nuova vocazione dell’azienda, che nel tempo ha investito più di 8 miliardi di dollari nell’innovazione e nelle nuove tecnologie.

Il colosso del fumo sta, inoltre, portando avanti numerose ricerche per riaprire il dibattito sulla pericolosità delle sigarette, con la convinzione che la retorica e i dogmi non siano utili alla causa né possano convincere i tabagisti ad abbandonare i prodotti a combustione e sta, altresì, premendo affinché i vari Paesi emanino nuove regolamentazioni per i prodotti senza fumo, con campagne contro le sigarette tradizionali. PMI ha effettuato un’offerta per acquisire il *Vectura Group*, una società di biotecnologie che si occupa della produzione e della messa in commercio di dispositivi per l’inalazione di farmaci, utilizzati per la cura dell’asma e di altre patologie respiratorie. La proposta è stata accolta, seppur con molte critiche. Il piano della società si compone di due fasi:

1. allontanare più fumatori incalliti possibile dai prodotti a combustione, più inquinanti e più pericolosi per la salute e farli passare a soluzioni senza fumo;
2. convertire il *core business* aziendale, diventando un punto di riferimento per le tecnologie di inalazione.²⁹

Philip Morris International ha pubblicato l’*Integrated Report*, il rapporto che fornisce un quadro completo dei progressi compiuti nel raggiungimento degli obiettivi di *business* e sostenibilità, fornendo agli *stakeholders* un aggiornamento sulla trasformazione dell’azienda verso il futuro su richiamato. Il rapporto include anche uno *Statement of Purpose* (dichiarazione di scopo) aggiornato, che ribadisce la missione dell’azienda verso tale futuro senza fumo, evidenziando la necessità di una maggiore collaborazione con i Governi e la società civile per massimizzare la possibilità di arrivare a questo risultato con l’eliminazione dei prodotti basati sulla combustione. Attraverso obiettivi concreti, PMI definisce in modo trasparente il successo della sua trasformazione e ne valuta i progressi, rendendo il suo percorso misurabile e verificabile. I principali risultati del report si riferiscono a due tipologie di impatto: impatto dei prodotti e impatto operativo. Per quanto concerne l’impatto dei prodotti si rileva che 15,3 milioni di persone sono passate completamente ai prodotti

²⁹ <https://quifinanza.it/economia/video/philip-morris-smettere-fumare-sigarette/520316/>

senza combustione di PMI e hanno abbandonato le sigarette al 31 dicembre 2021; erano 13 milioni nel 2020, il 29,1% dei ricavi netti deriva dai prodotti senza fumo, che a fine anno erano disponibili per la vendita in 71 mercati in tutto il mondo; in aumento rispetto al 23,8% e ai 64 in cui erano disponibili nel 2020, il 99% degli investimenti in Ricerca e Sviluppo destinati ai prodotti senza combustione. Per quanto riguarda, invece, l'impatto operativo il 39,7% di posizioni manageriali occupate da donne, in linea con l'obiettivo del 40% fissato per il 2022; il 67% dei coltivatori a contratto che forniscono tabacco a PMI ottengono un reddito da lavoro, cifra in aumento rispetto al 48% del 2020; vi è stata una riduzione del 18% delle emissioni totali di CO2 e della catena del valore e del 33% rispetto al valore di base del 2019 delle emissioni da operazioni dirette. Il rapporto ribadisce la centralità dell'Italia dal punto di vista della sostenibilità: dall'uso responsabile della risorsa idrica, testimoniato anche dall'ottenimento della certificazione *Alliance for Water Stewardship* (AWS), alla digitalizzazione e innovazione della filiera agricola, attraverso una serie di azioni come l'introduzione di sensori per l'ottimizzazione dell'irrigazione, (irrigazione a goccia, fertilizzanti liquidi) e l'impiego di tecnologie digitali avanzate. Sostenibilità ambientale, ma anche sociale. Un esempio tra i tanti è la certificazione *Equal Salary*, che Philip Morris International ha ottenuto a livello globale, un riconoscimento importante che testimonia l'impegno affinché uomini e donne abbiano la stessa retribuzione a parità di lavoro, oltre che analoghe opportunità e condizioni di lavoro.³⁰

Il Ministero delle politiche agricole, alimentari e forestali (MIPAAF) e Philip Morris Italia hanno rinnovato anche per tutto il 2022 gli impegni per la promozione della filiera tabacchicola italiana, che conta 50.000 addetti nelle fasi di coltivazione e trasformazione primaria. Grazie alla firma dell'intesa, Philip Morris Italia, leader di mercato, investirà fino a 100 milioni di euro per supportare la coltivazione di tabacco Burley e Virginia Bright, di cui l'Italia è leader in Europa in termini di volumi prodotti. Si tratta del più alto investimento sulla filiera tabacchicola italiana da parte di un'azienda privata, parte di un piano di investimenti fino a 500 milioni di Euro in cinque anni, che coinvolge circa il 50% della produzione totale di tabacco in foglia italiano, con il coinvolgimento di Coldiretti e ONT – Organizzazione Nazionale Tabacco Italia. Con l'intesa il MIPAAF e Philip Morris Italia riconoscono l'importanza di promuovere soluzioni innovative che contribuiscano alla sostenibilità eco-energetica e ambientale della coltivazione, in particolare riducendo l'uso di agrofarmaci e fertilizzanti, nonché riducendo le emissioni di CO2 anche grazie all'utilizzo di fonti energetiche rinnovabili, come il *biogas* e il *fotovoltaico*. L'accordo punta, inoltre, a garantire la competitività del settore, sostenendo la formazione di giovani agricoltori e più in generale lo sviluppo dell'Agricoltura 4.0. Agire sulla sostenibilità significa innanzitutto gestire l'impatto sulla salute derivante dai prodotti, modificando non un prodotto ma un'abitudine di consumo nel suo insieme: "futuro senza fumo" significa, infatti, eliminare le sigarette nel più breve tempo possibile fornendo ai fumatori che non vogliono smettere prodotti alternativi senza combustione.³¹

³⁰ <https://quifinanza.it/green/integrated-report-philip-morris/648631/>

³¹ <https://quifinanza.it/economia/ministero-politiche-agricole-intesa-philip-morris/641313/>

III.5 IQOS vs GLO

In Italia, British American Tobacco (BAT), concorrente di Philip Morris International e multinazionale “Big Tobacco”, commercializza diversi marchi di sigarette quali *Rothmans*, *Lucky Strike*, *Vogue*, *MS* (e altri ancora). Nell’ambito dei prodotti a potenziale rischio ridotto (PRRP, *Potentially reduced risk products*) BAT Italia commercializza un’ampia gamma di prodotti realizzati secondo i più elevati standard di qualità, alternativi alle sigarette tradizionali, rivolti ai fumatori adulti. Le principali aree di attività in questo ambito riguardano i prodotti da *vaping* (le cosiddette sigarette elettroniche) della linea *Vuse* e i dispositivi basati sul riscaldamento del tabacco (THP, *Tobacco Heating Products*) come GLO, dispositivo di ultima generazione che grazie all’esclusiva *Induction Heating Technology* scalda rapidamente il tabacco, senza bruciarlo.³²

In questo contesto, pertanto, si confrontano due giganti dell’industria mondiale del tabacco, la *Philip Morris International* per l’IQOS e la *British American Tobacco* per GLO. Il dilagare di sigarette elettroniche e dei vaporizzatori sta via via sostituendo prepotentemente il consumo di sigarette tradizionali a combustione di tabacco. Gli utenti, sempre più consapevoli dei rischi connessi al fumo e preoccupati per la propria salute, hanno una varietà molto ampia di alternative in termini di forme, gusti e aromatizzazioni per i loro dispositivi da svapata. In questo mondo “più sano”, benché non privo di rischi, in cui le case produttrici di sigarette elettroniche si cimentano in *design*, personalizzazione e miscele aromatiche, *Philip Morris* è stata la prima a introdurre un prodotto del tutto differente, il riscaldatore di tabacco IQOS. Entrambi, IQOS e GLO, utilizzano la tecnologia *heat-not-burn*, sono cioè dei dispositivi in grado di riscaldare delle specifiche cartucce di tabacco lavorato, rispettivamente gli HEETS e le NEOSTICK, senza che questo bruci, evitando la combustione e lo sprigionamento di sostanze tossiche e nocive. La principale caratteristica condivisa da IQOS e GLO è proprio il ricorrere a foglie della pianta di tabacco quale veicolo di nicotina, cosa che invece le distanzia profondamente dalle sigarette elettroniche.

La prima, macroscopica differenza tra IQOS e GLO è la struttura dei riscaldatori. Mentre IQOS si compone di una “penna”, chiamata *holder*, e di un corpo di ricarica, “*charger*”, in cui va inserita la prima dopo ogni utilizzo, GLO presenta un unico corpo compatto e maneggevole. Un’altra differenza sostanziale e di grande impatto sulla modalità di utilizzo dei due dispositivi risiede nelle cartucce di tabacco di cui usufruiscono. Nel caso di IQOS, l’HEET è uno *stick* cilindrico di tabacco lavorato, dotato di filtro in acetato di cellulosa, dello stesso diametro di una sigaretta normale e lungo circa un terzo. Le *neostick* per GLO, invece, sembrano lunghe sigarette sottili, contenenti un preparato di foglie di tabacco rivestito da materiale cartaceo conducente calore.

Per quanto concerne le differenze di utilizzo, la prima operazione da fare per poter utilizzare IQOS è premere il tasto fisico presente sull’holder: così facendo si accendono delle spie al led che informano del caricamento del dispositivo. Nel frattempo si deve inserire l’HEET nell’apposito alloggiamento, in modo che il tabacco

³² https://www.batitalia.com/group/sites/BAT_C72F7B.nsf/vwPagesWebLive/DOC72GL6

risulti a contatto con la lamina riscaldante presente nel corpo della penna. Quando i led smetteranno di lampeggiare e si avvertirà una piccola vibrazione, a quel punto il dispositivo è pronto. Una seconda vibrazione indica la fine della fumata. Per estrarre l'HEET è necessario far scivolare la parte superiore della scocca in modo da agevolarne la rimozione. A questo punto bisognerà riporre l'*holder* nel *charger*, anch'esso munito di display a led che ne indicano il livello di carica. Parlando di GLO, possiamo riscontrare che ha un corpo rettangolare compatto: all'apice del riscaldatore si trova il foro per accogliere le *neostick*, protetto da uno sportellino a *slide*, in modo da evitare contaminazioni dall'esterno quando non è presente la cartuccia. Una volta inserito la *neostick* nel dispositivo, per avviarlo è sufficiente premere l'unico pulsante centrale che avverte della messa in funzione tramite una luce lampeggiante e una piccola vibrazione del GLO. Una seconda vibrazione indica il raggiungimento della temperatura ideale e quindi che il dispositivo è pronto per essere usato. Al termine dell'utilizzo, basta togliere la *neostick* utilizzata, che avrà assunto un colore brunito.

La tecnologia *heat-not-burn* della IQOS si avvale di resistenze che sfiorano i 350°C, poiché la lamina riscaldante è posta all'interno della penna ed entra in contatto unicamente con la parte terminale dell'HEETS, che quindi viene riscaldato dall'interno verso l'esterno. Nel caso di GLO, invece, la resistenza avvolge completamente il cilindro della *neostick*, riscaldandola dall'esterno verso l'interno e permettendo di non superare i 260°C di temperatura. In media, chi usa IQOS sostiene di riuscire a fare con un unico stick 14 tiri, per un totale di 5-6 minuti di fumata. Le ultime generazioni di holder IQOS danno la possibilità di fumare due HEETS di seguito con la stessa ricarica. GLO invece dura di meno, ma il numero di tiri varia fortemente dallo stile del suo utente, anche se si può stimare un funzionamento di circa 3-4 minuti. Il vantaggio di GLO, tuttavia, è che si possono fumare più stick una dopo l'altra.

IQOS rispetto al rivale GLO presenta una differenza anche nel prezzo: per un kit completo IQOS bisogna preventivare una spesa non inferiore ai 60 euro, mentre si trovano GLO in offerta anche a 10 euro. Stessa cosa dicasi per i pacchetti di HEETS e di *neostick*: a parità di quantità, 20 cartucce ciascuno, i costi si aggirano intorno ai 5.00 euro per i primi e a 4.00 euro per le seconde. Tali elementi permettono di cogliere che BAT pur di raggiungere la più grande fetta possibile di clienti, che grazie ad IQOS sono già a conoscenza dei prodotti senza combustione, è disposta a vendere ad un prezzo notevolmente inferiore sia il dispositivo GLO che le NEOSTICK sacrificando una parte di ricavi attraverso una politica di prezzo ribassista. Ridurre il prezzo di vendita è una delle soluzioni adottate dalle imprese per cercare di acquisire più clienti e cercare di eliminare il "gap" con i competitors più inseriti nel mercato come PMI.

Per concludere, sia Philip Morris che British American Tobacco hanno creato due prodotti estremamente competitivi per chi vuole abbandonare il mondo del fumo di sigaretta combusta: decidere quale tra IQOS e GLO sia la migliore è a discrezione del singolo consumatore.³³ Tuttavia, si rende necessario considerare che PMI è stata la prima azienda Big Tobacco ad investire in ricerca e sviluppo per la produzione e commercializzazione di prodotti RRP. Infatti, IQOS è il prodotto più affermato: l'azienda è riuscita ad accaparrarsi la maggior parte di clienti, sottraendoli ad altri competitors, dominando il mercato di tali prodotti

³³ <https://www.svapo.blog/iqos-e-glo-differenze-e-similitudini/>

e acquisendo il ruolo del prodotto senza combustione più ricercato, rappresentando così uno “status symbol” ormai largamente diffuso tra i giovani e non solo.

Conclusioni

L'intento del presente elaborato è stato quello di mettere in evidenza i connotati e le peculiarità del settore del tabacco e, in particolare, analizzare una delle aziende più affermate in tale settore: *Philip Morris International Inc.* Fra le tante industrie, quella del tabacco è una delle più grandi e profittevoli. Questo settore ha un'importanza tale da poter influenzare le economie di intere nazioni data la divulgazione dello stesso in tutta l'economia mondiale: grazie alla *stabilità* e alla *costanza* dei rendimenti che l'industria del tabacco ha sempre prodotto, le multinazionali del settore del tabacco sono state in grado di elargire larghi dividendi ai propri azionisti. I dividendi distribuiti dalla società Philip Morris International Inc sono in continuo aumento e seguono, pertanto, un trend positivo che dovrebbe incentivare i potenziali investitori ad entrare nel mercato. Grazie ad un dividendo notevole e, soprattutto, stabile la società statunitense attira i suoi investitori, provenienti da tutto il mondo.

Oggi, però, si è registrata una regressione in borsa a causa della "presa di coscienza" degli effetti collaterali del tabacco, delle campagne di sensibilizzazione e delle alternative al fumo sul mercato. Infatti, la percentuale di fumatori sul totale della popolazione si è ridotta notevolmente. Come conseguenza di ciò, "Big Tobacco" ha deciso non solo di promuovere campagne "smoke free" cosiddette anti-fumo, ma anche di produrre e commercializzare nuovi prodotti in grado di attenuare gli effetti nocivi causati dalle sigarette tradizionali. Il colosso del fumo Philip Morris sta, infatti, portando avanti numerose ricerche per riaprire il dibattito sulla pericolosità delle sigarette, con la convinzione che la retorica e i dogmi siano utili alla causa e possano convincere i tabagisti ad abbandonare i prodotti a combustione e sta, altresì, premendo affinché i vari Paesi emanino nuove regolamentazioni per i prodotti senza fumo, con campagne contro le sigarette tradizionali.

L'obiettivo della Philip Morris è dare ai milioni di fumatori di tutto il mondo un'alternativa più sana alle sigarette, ma altrettanto soddisfacente. Chiaramente, l'impegno dell'azienda, preso non solo con i propri clienti, ma soprattutto con gli investitori e le istituzioni che, dev'essere portato a termine nel minor tempo possibile. L'azienda sta attraversando quello che definisce il più grande cambiamento nella storia della Philip Morris International: La strategia della stessa è "fornire un futuro senza fumo" grazie ai numerosi investimenti in ricerca e in sviluppo, focalizzando l'attenzione sui prodotti a rischio ridotto (caratterizzati dalla mancanza di combustione).

I prodotti a rischio ridotto (RRP) sono prodotti meno dannosi di quelli combustibili tradizionali: la multinazionale statunitense ha deciso di produrre e commercializzare IQOS, ossia un dispositivo elettronico che riscalda il tabacco senza combustione e che si sta diffondendo rapidamente in tutto il mondo. Infatti, il fatturato aziendale è caratterizzato da una, seppur piccola, percentuale appartenente alla vendita di questo nuovo dispositivo e della "sigaretta" utilizzata (HEETS) per fumare. Philip Morris ha, inoltre, creato "IQOS

embassies”, negozi interamente dedicati alla vendita di questo RRP dove il cliente può acquistarlo e ricevere assistenza. Oltre a ciò, IQOS può essere anche acquistato nelle tabaccherie.

Anche le altre multinazionali del settore del tabacco, come British American Tobacco, stanno compiendo degli investimenti in ricerca e sviluppo nei prodotti a rischio ridotto. Un esempio di questi è GLO, prodotto del tabacco senza combustione che viene commercializzato da BAT e che risulta essere un diretto concorrente di IQOS. Questi due prodotti presentano delle differenti peculiarità che permettono ai consumatori (fumatori) di poter scegliere quel dispositivo elettronico che li soddisfa di più.

Analizzando *Philip morris international* si può notare che è un'azienda solida, con prospettive di crescita e una lunga aspettativa di vita anche se; la crescita degli utili nell'ultimo anno, inferiore alla media degli ultimi 5 anni che ha inoltre sottoperformato l'industria del tabacco sembrano chiari segnali negativi, l'azienda riesce ad elargire con costanza dividendi abbondanti per gli investitori privati che dovrebbero essere incentivati all'acquisto delle azioni considerata la stabilità dei dividendi stessi.

Riferimenti bibliografici

Fabrizi P.L., (2021), *Economia del mercato mobiliare*, pp. 21-34,535,569, EGEA editore, Milano

Forestieri G., Mottura P., (2017), *Il sistema finanziario*, pp. 135-145, EGEA editore, Milano

Nova School Business and Economics, (2020), *Equity research analysis on philip morris internationa*, pp. 8

Zagà V., Amram D., (2017), *Philip Morris: da fabbrica di morte a “health company”?*, Tabaccologia Editoriale

Riferimenti sitografici

<http://documenti.camera.it/Leg17/Dossier/pdf/FI0253b.pdf>

<https://quifinanza.it/economia/ministero-politiche-agricole-intesa-philip-morris/641313/>

<https://quifinanza.it/economia/video/philip-morris-smettere-fumare-sigarette/520316/>

<https://quifinanza.it/green/integrated-report-philip-morris/648631/>

<https://simplywall.st/stocks/us/food-beverage-tobacco/nyse-pm/philip-morris-international#dividend>

<https://startingfinance.com/approfondimenti/business-industria-tabacco/>

https://www.agenziadoganemonopoli.gov.it/portale/documents/20182/527578/018_Provvedimento+10152+del+31012017.pdf/19a041bb-b345-44bd-8f30-78aa01ed33ae

https://www.agenziadoganemonopoli.gov.it/portale/monopoli/tabacchi/prezzi/composizione_prezzo

https://www.batitalia.com/group/sites/BAT_C72F7B.nsf/vwPagesWebLive/DOC72GL6

<https://st.ilsole24ore.com/art/notizie/2013-11-06/quanto-vale-mercato-sigaretta-tutti-numeri-un-business-che-fa-milioni-morti-e-miliardi-utili-163805.shtml?uuid=ABZ0Tvb>

<https://www.ilsole24ore.com/art/philip-morris-accelera-transizione-sigarette-alternative-AECS03H>

https://www.ilsole24ore.com/art/l-industria-tabacco-non-e-piu-big-AE5dEfIE?refresh_ce=1

<https://www.smoketrip.it/news/industria-tabacco-economia/>

<https://www.svapo.blog/iqos-e-glo-differenze-e-similitudini/>

Riferimenti legislativi

Art. 32 Costituzione

D. Lgs. N. 504 del 26 ottobre 1995 Testo unico delle disposizioni legislative concernenti le imposte sulla produzione e sui consumi e relative sanzioni penali e amministrative

D.Lgs. del 9 novembre del 1990 n. 375, Adeguamento delle disposizioni concernenti il contrabbando avente per oggetto tabacchi lavorati esteri

Decreto legge n. 203 del 30 settembre 2005, Misure di contrasto all'evasione fiscale e disposizioni urgenti in materia tributaria e finanziaria

Decreto legislativo n.74 del 10 marzo 2000, Nuova disciplina dei reati in materia di imposte sui redditi e sul valore aggiunto, a norma dell'articolo 9 della L. 25 giugno 1999, n. 205

Direttiva 2011/64/UE relativa alla struttura e alle aliquote dell'accisa applicata al tabacco lavorato

Direttiva 2014/40/UE sul ravvicinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative degli Stati membri relative alla lavorazione

Direttiva 92/79/CEE del Consiglio, del 19 ottobre 1992, relativa al ravvicinamento delle imposte sulle sigarette

Direttiva 92/80/CEE del Consiglio, del 19 ottobre 1992, relativa al ravvicinamento delle imposte sui tabacchi lavorati diversi dalle sigarette

Direttiva 95/59/CE del Consiglio, del 27 novembre 1995, relativa alle imposte diverse dall'imposta sul volume d'affari che gravano sul consumo dei tabacchi lavorati

L. 07 marzo 1985. Sistema di imposizione fiscale sui tabacchi lavorati.

L. 10 dicembre 1975 n.724. Disposizioni sull'importazione e commercializzazione all'ingrosso dei tabacchi lavorati e modificazioni alle norme sul contrabbando di tabacchi esteri

Legge n.27 del 3 gennaio 1951, Modificazioni alla L. 17 luglio 1942, n. 907, sul monopolio dei sali e dei tabacchi

Legge n.50 del 18 gennaio 1994, Modifiche alla disciplina concernente la repressione del contrabbando dei tabacchi lavorati

Legge n.907 del 17 luglio 1942, Legge sul monopolio dei sali e dei tabacchi

Legge n.92 del 19 marzo 2001, Modifiche alla normativa concernente la repressione del contrabbando di tabacchi lavorati