



## **"ANGELA, O QUI SI FA L'EUROPA O SI MUORE".**



La leggenda racconta che questa frase (nella versione "Nino, o qui si fa l'Italia o si muore") fu rivolta da Giuseppe Garibaldi a Nino Bixio in risposta al timore da lui espresso che fosse impossibile resistere all'offensiva dei Borbonici nella battaglia di Calatafimi. Centocinquanta anni dopo si combatte sui mercati finanziari ed in ballo è la sopravvivenza dell'euro e una condotta decisa sarebbe richiesta ai governanti europei e in primis al cancelliere tedesco, Angela Merkel, che ha il vero comando delle operazioni. Ma al momento la situazione è tremendamente confusa. E l'Italia non può certo solo con la "carta" del governo tecnico Monti riuscire a salvarsi se....

[Continua alla pagina seguente >>>](#)

## **ITALIA: VERSO L'APOCALISSE FINANZIARIA O NON C'E' NULLA DI SERIO DI CUI PREOCCUPARSI PERCHE' SIAMO "TROPPO GRANDI PER FALLIRE"?**

Come una lotta del bene contro il male due forze si dividono il campo e l'Italia è sempre più in mezzo alla battaglia. La stabilità e solidità del nostro sistema finanziario sono veramente in pericolo? E che fare? L'euro e l'Italia reggeranno agli attacchi? Senza sposare nessuna tesi preconstituita (noi non conosciamo il finale!) proviamo a spiegare le ragioni degli ottimisti (e che pensa che tutto ritornerà quasi come prima) e di chi vede nero (i pessimisti).

[Continua a pagina x >>>](#)

### Sommario

PAG. 2

L'inchiesta

**"ANGELA, O QUI SI FA L'EUROPA O SI MUORE".**

di Salvatore Gaziano

PAG. 9

L'inchiesta/2

**ITALIA: VERSO L'APOCALISSE FINANZIARIA O NON C'E' NULLA DI SERIO DI CUI PREOCCUPARSI PERCHE' SIAMO "TROPPO GRANDI PER FALLIRE"?**

di Salvatore Gaziano e Roberta Rossi

PAG. 22

L'inchiesta/3

**CAPITALI IN SVIZZERA: GENTE CHE VA, GENTE CHE VIENE (I parte)**

di Salvatore Gaziano

PAG. 25

L'inchiesta/4

**CAPITALI IN SVIZZERA: GENTE CHE VA, GENTE CHE VIENE (II parte)**

di Salvatore Gaziano

PAG. 32

L'inchiesta/5

**RISPARMIATORE "SCUDATO", MEZZO AVVISATO. TUTTO (O QUASI) QUELLO CHE ORA GLI "SCUDATI" VOGLIONO SAPERE.**

di Salvatore Gaziano e Roberta Rossi

PAG. 37

Il mio nome è Bond

**VERONA, CONVERTIBILE BANCO POPOLARE ABBIAMO UN PROBLEMA**

di Salvatore Gaziano

PAG. 43

Quello che gli analisti non dicono

**AUTOGRILL, ANCHE LA VOGLIA DI ACQUISIZIONI NON CONOSCE SOSTA.**

di Anna Iko

PAG. 45

Il barometro sui mercati

**AAA CERCASI ACCORDO EUROPEO QUASI DISPERATAMENTE**

di Francesco Pilotti

## L'INCHIESTA

# “ANGELA, O QUI SI FA L'EUROPA O SI MUORE”.

Salvatore Gaziano

*La leggenda racconta che questa frase (nella versione "Nino, o qui si fa l'Italia o si muore") fu rivolta da Giuseppe Garibaldi a Nino Bixio in risposta al timore da lui espresso che fosse impossibile resistere all'offensiva dei Borbonici nella battaglia di Calatafimi. Centocinquanta anni dopo si combatte sui mercati finanziari ed in ballo è la sopravvivenza dell'euro e una condotta decisa sarebbe richiesta ai governanti europei e in primis al cancelliere tedesco, Angela Merkel, che ha il vero comando delle operazioni. Ma al momento la situazione è tremendamente confusa. E l'Italia non può certo solo con la "carta" del governo tecnico Monti riuscire a salvarsi se....*



*“Ma come la Borsa scende e anche gli spread hanno iniziato nuovamente e pericolosamente a salire anche se Berlusconi non è più al governo? Allora non era lui il colpevole del “disastro” Italia?”*

Può capitare di leggere considerazioni di questo tipo fra i fan della passata coalizione di governo ma anche fra risparmiatori giustamente frastornati per quello che sta accadendo a Piazza Affari non solo alle azioni ma a tutto il mercato obbligazionario. E non solo ai titoli di Stato.

Come avevamo scritto una settimana fa la situazione questa volta è sia grave che seria.

E soprattutto complessa. Molto complessa.

Il nuovo esecutivo non è ancora operativamente partito (e si sta già perdendo in verità nei corridoi romani e di Bruxelles) e l'aspetta un compito non certo facile. Perché dovrà conquistarsi la fiducia in parlamento, dovrà varare misure anche impopolari e la compagine uscita (vedendo diversi ministri nominati) francamente non è al di sopra di ogni sospetto. Può certo destare inquietudine che allo Sviluppo Economico sia arrivato Corrado Passera, ex numero uno di Banca Intesa e che buona parte del governo (Monti compreso) sembri una chiara espressione dei cosiddetti poteri forti e del mondo bancario.

Ma ricordando il grande poeta Ezra Pound e la sua lapidaria frase (sempre più attuale) *“I politici sono camerieri dei banchieri”*; meglio a questo punto, come opinione personale, che scenda in campo la prima linea piuttosto che (senza naturalmente generalizzare) un manipolo di servi spesso sciocchi, in preda agli ormoni o presuntuosi che non sanno nemmeno bene che fare quando sono nella stanza dei bottoni o capiscono fischi per fiaschi.



Certo il massimo sarebbe avere (per chi crede, io no) un governo realmente espressione del popolo sovrano e magari pure in grado di rinnovare profondamente l'attuale sistema finanziario-economico-politico non solo italiano ma mondiale. Sarebbe certo bello e auspicabile ma purtroppo adesso non c'è tempo di pensare nel brevissimo alle utopie (per quanto giuste).

Se la vostra casa prende fuoco il primo istinto è cercare di salvare voi, le persone più care, il vostro cane o gatto e poi una volta al sicuro (o quasi) mettervi a discutere con chi ha appiccato il fuoco.

L'Europa brucia. Inutile girarci intorno. I primi focolai si sono visti in Grecia. Poi in Irlanda, Portogallo, Spagna per arrivare all'Italia e da qui ripartire per Francia e Belgio e mezza Europa.

Parlare dell'attuale mercato obbligazionario italiano è al momento raccontare quasi una Waterloo in tempo reale. Mercati in forte discesa, Btp e Cct che hanno perso anche oltre 10-20 punti in poche settimane, curva impazzita dove si possono trovare titoli del Tesoro italiano a un anno che rendono anche il 9% ma nessuno (nemmeno delle grandi

tesorerie delle banche) che compra ma anzi si mette a seguire l'andazzo vendendo il più possibile con l'unico obiettivo di abbassare l'esposizione ai titoli di Stato italiani.

In mezzo alle macerie un unico vincitore al momento: la Germania.

Che si gode (come Nerone) lo spettacolo degli altri Paesi, soprattutto periferici, che bruciano ma probabilmente senza considerare che l'ultima tessera del domino che alla fine potrà più fragorosamente fare kaputt potrebbe essere proprio la patria di Goethe e Wagner.

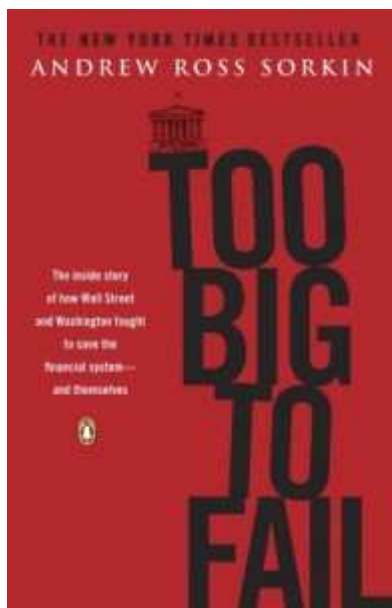
E' evidente che per arrivare a questa situazione vi è un nutrito elenco di colpevoli, un vero concorso di colpa.

Per esempio l'Unione Europea per come è stata concepita (non prevedendo situazioni di difficoltà serie dei Paesi membri ma solo un "mondo" quasi perfetto); l'Italia che in questi ultimi lustri ha visto sostanzialmente peggiorare i propri conti pubblici ma senza mai mettere in campo reali politiche di crescita, competitività e sviluppo (in questo i governi Prodi e Berlusconi pari sono stati complici anche i "traditori" Turigliatto e quelli dell'Udeur una volta, Fini e la Carlucci l'ultima volta), vivendo sostanzialmente alla giornata: la Germania che da questo guazzabuglio europeo ne ha tratto incredibili benefici per il suo export (grazie alla debolezza dell'euro) e per il costo irrisorio a cui ha potuto finanziare il proprio debito pubblico senza pagare nessun serio dazio per i molteplici benefici che ha tratto da questa Unione Europea quasi a suo uso e consumo.

### **Molto più che Las Vegas..**

Negli anni '50, '60 o '70 simili situazioni di "contraddizione" potevano anche stare in

piedi e i mercati finanziari non risentirne. Ma questo non è più possibile nell'era dei mercati finanziari dell'Azzardo Globalizzato. Dove si può scommettere su tutto e contro tutto; dove è possibile scommettere sul default di qualsiasi emittente o Paese sovrano; dove una banca mediamente ha attivi per 30-40 volte il suo patrimonio e dove le stesse banche con i soldi dei propri depositanti (o raccolti nel giro di una notte) compiono scommesse finanziarie di ogni tipo, amplificando ulteriormente la leva finanziaria.



Il risultato paradossale di questo “risky business” è che le stesse banche non si fidano più le une delle altre; le banche americane non prestano più soldi a quelle europee e quelle europee non se le prestano fra loro col mercato interbancario prosciugato. Quasi impossibile per le banche italiane (e non solo) rivolgersi al mercato con l'emissione di bond. Sostanzialmente da marzo questo importantissimo canale di mercato è off limits complice evidentemente la crisi del debito sovrano che in questi mesi ha fatto saltare come dinamite tutti i ponti passati.

Per raccogliere denaro due le strade perseguite dalle banche italiane: farseli dare dai depositanti (si veda in questi ultimi mesi il boom dei conti deposito dove tutte le banche sono scese nell'arena e non per improvviso attacco di generosità verso i depositanti) o dalla Bce che finanzia all'1,5% ma in cambio pretende titoli di Stato a garanzia (e qui diverse banche si stanno ingegnando per portare a garanzia anche i biglietti della Lotteria fra un po').

Il tutto questo in un contesto di mercato che ha visto in questi mesi i tassi offerti dal Tesoro Italiano ai risparmiatori per convincerli a sottoscrivere il debito pubblico passare dal 2 al 7%.

Fino a quando potrà durare questa situazione? Non all'infinito, evidentemente.

In Italia il governo Berlusconi (e non certo solo per colpa di Berlusconi) come ammettono sinceramente molti dei suoi elettori ha attirato contro l'Italia molta della speculazione europea, facendo sentire ai nostri “carnefici” l'odore del sangue tricolore. E la nostra incapacità come Paese di partorire qualsiasi serio provvedimento senza dividersi su tutto e non arrivare al nulla.

Non viviamo, infatti, in un mondo perfetto purtroppo ma dal punto di vista finanziario sempre più in quello dell'“homo homini lupus” dove prevalgono sempre più gli istinti di sopravvivenza e sopraffazione. E in questo gigantesco mercato dell'Azzardo c'è infatti chi scommette pesantemente “contro” con un armamentario di strumenti infinito per speculare dalle disgrazie finanziarie ed economiche altrui: dai famigerati “credit default swap” allo short sui titoli, dalle opzioni put agli Etf short.

E il governo Berlusconi (con un Tremonti tanto ricco di acume finanziario quanto evanescente in campo come il Pato degli ultimi tempi) negli ultimi mesi purtroppo ha attirato contro l'Italia la speculazione al ribasso anche del più tonto gestore di hedge fund che ha capito che scommettere contro l'Italia era una scommessa vinta quasi in partenza.

E si sa, come bene ha sintetizzato Andrew Ross Sorkin nell'ottimo libro sulla crisi del 2008 **"Il crollo. Too big to fail"** (pubblicato in Italia da Dea): *"i venditori allo scoperto, quelli che puntano sul fatto che un titolo di borsa scenderà, anziché salire, per poi guadagnare una volta che il titolo viene svalutato, erano pronti a colpire a ogni minimo segno di debolezza, come visigoti all'assedio dell'antica Roma"*.

E di segni di "debolezza" (chiamiamoli eufemisticamente così) il governo precedente ne ha mostrati un numero impressionante tanto da attirarci contro come sciacalli sulla preda gli speculatori di tutto il mondo che nelle ultime settimane hanno alzato probabilmente la posta con obiettivo non più solo far saltare la Grecia o qualche paese periferico ma puntare alla Grande Scommessa (da qui nell'ultima settimana l'attacco non più solo contro l'Italia ma anche la Francia (che comunque è il Paese che detiene la maggiore quantità di Btp italiani), la Spagna e il Belgio: far saltare l'euro e la stessa Unione Europea.

All'inizio degli anni '90 Burrough Bryan ed Helyar John raccontavano la scalata nei confronti dell'impero Nabisco con un libro il cui titolo era particolarmente premonitore dei tempi attuali: "Barbarians at the Gate" ovvero "I barbari alle porte".

E purtroppo i "barbari" ne hanno fatta di strada, controllando oggi l'economia finanziaria e mondiale a partire dalla stessa Casa Bianca, dove Obama si è dimostrato uno dei peggiori presidenti della storia degli Stati Uniti se si guarda a cosa aveva promesso, a quale "vento di cambiamento" aveva suscitato e cosa ha invece realizzato, mettendo poi sostanzialmente in tutti i posti chiave i rappresentanti più importanti della stessa Wall Street che nel 2008 aveva condotto quasi il mondo all'Apocalisse finanziaria.

### Che succederà?

Come se ne esce da questa situazione? Se provate in una bottiglia a mescolare Coca Cola, vino e birra non è facile poi ritornare allo stadio originario. E l'Unione Europea attuale (più dei banchieri che dei popoli se mai è esistita una vera fratellanza europea) non prevede nemmeno a livello di statuto delle vere e proprie exit strategy in caso di crisi di uno o più dei Paesi membri.

Certo ci sarebbe da discutere se il peso del debito pubblico sovrano è veramente così grave e insostenibile dato che negli ultimi mesi il quadro economico non è così nettamente peggiorato né a livello europeo, né a livello mondiale ma con un treno che ti viene contro, dicono negli Stati Uniti, non si discute e non si può nemmeno cercare di fermarlo con un dito. Ma così è e tutte le tensioni delle ultime settimane e giorni alimentano un circolo vizioso a catena: si sottoscrivono meno (o affatto) titoli di Stato e le obbligazioni bancarie vanno fuori mercato; i tassi d'interesse pagati a chi presta il denaro s'inerpicano a livelli mai visti da decenni; le banche iniziano ad avere crescenti problemi di liquidità e a finanziarsi sul mercato; il

credito alle imprese e alla famiglie viene progressivamente tagliato; aumentano le sofferenze e il numero dei “cattivi pagatori”; la recessione da finanziaria diventa economica. E il rischio più alto è evidentemente la tenuta del sistema bancario e finanziario (e non solo italiano) di fronte a così forti sollecitazioni dove è difficile distinguere fra l’“essere” e il “parere”, fra “fondamentali” e “pura speculazione”, fra ottimisti e pessimisti a oltranza.

### **Siamo nelle mani dei tedeschi soprattutto mani e piedi?**

Nel breve il mercato chiede chiarezza a chi guida la locomotiva europea, ovvero in primis alla Merkel, l’azionista di riferimento alla Unione Europea e chi decide veramente a questo punto sui suoi destini.

Una capacità di decisione che purtroppo è totalmente mancata nell’ultimo anno e mezzo quando è scoppiata la grana “greca” e dove le risposte fornite dalla bionda teutonica sono state così tante, incoerenti, balbettanti, contraddittorie e talvolta assurde da far sprofondare l’Unione Europea in mezzo a una crisi di sfiducia sulla sua tenuta veramente preoccupante.



Quando è scoppiato il caso greco (e ci sarebbe da discutere se è veramente tutta colpa dei governanti greci) sarebbe bastato che la coppia Merkel-Sarkozy avesse avuto la lungimiranza di dire ai mercati: “interverremo per tutto il necessario e risolveremo la cosa”. Invece da quel momento è partito un balletto che ha fatto chiaramente capire la confusione che c’è alla guida europea, le rivalità, le furbizie di chi fa politica, l’incapacità di capire cosa vogliono e come funzionano i mercati. Morale: quello che poteva essere risolto con un intervento di un centinaio di miliardi di euro ora necessiterà probabilmente una somma oltre 10 volte superiore per cercare di riportare la situazione alla normalità.

Il governo Monti (come quello futuro Alfano o Passera o Borghezio) non possono certo oltre un certo livello cambiare in tempi brevi questo stato di cose oltre che dimostrare (e ce n’è certo bisogno) buona volontà accompagnata da provvedimenti chiari nella direzione del rigore dove si può tagliare (dai costi della politica a quelli dell’amministrazione pubblica, dalle baby alle maxi pensioni) e dove si può creare sviluppo (come una revisione profonda del mercato del lavoro). Ma i giochi ormai sono diventati più grandi di noi e il destino dell’Italia si gioca più a Berlino e a Wall Street. E non c’è tempo da perdere.

### **C’è chi dice nein...**

Per fermare l’irreparabile ora che è stato fatto il governo Monti in Italia ci tocca forse sperare perfino in un simil governo di unità europea dove si mettano da parte gli egoismi nazionali per pensare a salvare la casa comune (si fa per dire) europea. E noi italiani, francamente, più che per calcolo

economico che per fede in questa Europa, non possiamo nemmeno pensare di andare per conto nostro poiché questo significherebbe nell'ipotesi migliore vedere un "taglio dei capelli" dei nostri depositi e titoli di stato e bancari del 30% almeno se ritornassimo alla lira secondo alcuni studi.

Ma sul tavolo della Merkel in queste settimane i dossier all'ordine del giorno sono numerosi come i suoi "nein". Ancora l'altro ieri la cancelliera tedesca Angela Merkel ha ribadito il suo "no" alla proposta degli eurobond (invece che ciascun Paese emetta i suoi bond a prezzi folli come sta accadendo ora all'Italia, alla Spagna o al Portogallo emettere invece un bond sovranazionale dove tutti i Paesi, Germania compresa, se ne fanno garanti), affermando che "la socializzazione del debito" non rappresenta "la soluzione dei problemi" che in questo momento interessano l'area euro. La Merkel ritiene, infatti, i titoli di stato europei strumenti "inadeguati", che non garantirebbero un superamento della crisi del debito e che, nonostante il fatto che la Commissione li abbia messi all'ordine del giorno, trova inefficaci. "L'idea che attraverso la collettivizzazione dei debiti si possano superare i problemi strutturali dell'Unione Monetaria è proprio ciò che non potrà funzionare" ha ribadito con durezza nel dibattito in parlamento. Necessario sarebbe invece, "rivedere i trattati", tracciando la via che porti a "un'unione fiscale" e a "un edificio politico" che porti "all'armonizzazione fra competenze nazionali". E critiche della Merkel sono arrivate anche sull'idea di un intervento più pesante della Banca Centrale Europea, che secondo la Merkel deve rimanere un organismo indipendente, "responsabile unicamente della stabilità della moneta" e non come la Fed, un organismo, pronto a sparare moneta pure col "bazooka",

acquistando quasi senza limiti titoli sul mercato (come hanno fatto gli Stati Uniti per scongiurare nel 2008 l'Apocalisse dei mercati) e/o stampando moneta a go-go.

Le "formiche" (furbette) tedesche non si fidano insomma delle cicale italiane, spagnole, greche e portoghesi e in verità non sono le sole se perfino il governo olandese nelle scorse settimane per bocca del premier Mark Rutte minacciava l'espulsione di tutti quei Paesi europei (Italia compresa) che in questi anni non hanno rispettato le regole di budget (che a ben vedere, detto fra noi, non hanno rispettato nemmeno i tedeschi).

Insomma al momento di pagare e tirare fuori il portafoglio nella Casa Europa ognuno guarda al proprio vicino e chi ha il portafoglio più pingue (la Bundesbank ha posizione creditrice di circa 500 miliardi nei confronti dell'Eurosistema) mette paletti, condizioni e tempi lunghi visto che se passasse la linea Merkel di modificare i trattati europei, avendo l'avallo di tutti paesi partecipanti, occorrerebbe aspettare anni e non settimane o giorni come chiedono i mercati sempre più insistentemente come unica o quasi via d'uscita.

I mercati aspetteranno i tempi e le procedure alla tedesca? Vedendo il valore dei credit default swap (se gli si vuole attribuire un qualche valore) di molti emittenti bancari e Paesi sovrani (e non solo l'Italia) tutto questo orizzonte temporale non sembra proprio esistere e i mercati, seduta dopo seduta, sia sull'azionario ma soprattutto sull'obbligazionario, sembrano ricordare questo ai governanti europei.

A che gioco sta giocando la Merkel è veramente quindi molto difficile da capire visto che sta scherzando veramente con il

fuoco. C'è poi l'ipotesi del doppio gioco tedesco (e vedendo l'andamento del Bund tedesco non è un'ipotesi nemmeno da scartare a priori, vedendo anche il comportamento recente dello spread con i titoli di stato francesi).

Secondo questa scuola di pensiero i tedeschi da una parte fingono di trattare e comandano le grandi manovre del salvataggio europeo, proclamando la necessità di una maggiore integrazione e di un'Unione fiscale; dall'altra magari secondo alcuni osservatori "maligni" stanno solo prendendo tempo, meditando di lasciare l'euro al suo destino per tornare a stampare marchi.

Un'operazione certo apparentemente folle, economicamente auto-lesionista (l'export tedesco verso i paesi della UE è di circa il 65%) ma che magari la Germania potrebbe mettere in atto nel caso in cui la Merkel (o chi per lei) ritenesse che il costo (e/o il possibile fallimento) del salvataggio dell'Unione superasse quello di una Germania Uber Alles, isolazionista.

Staremo a vedere. Il tempo non è infinito. E di cose da fare nel breve, nel medio-lungo periodo (come disinnescare assolutamente l'attuale sistema finanziario basato sull'Azzardo poiché altrimenti risolta questa crisi ce ne troveremo fra breve ad affrontare un'altra) ce ne sono molte da fare.

E l'ultima cosa da fare è perdere tempo (oltre che troppi soldi).

Come soprattutto in questi mesi hanno fatto quei risparmiatori che non sanno stare fermi e nonostante i nostri consigli di stare il più possibile fermi e scarichi (e affidarsi soprattutto ai portafogli quantitativi) si sono lasciati sedurre dai "prezzi bassi e dai rendimenti alti" del mercato, ritenendo i nostri

consigli prudenti quasi inutili (e persino la nostra consulenza fatta tramite i portafogli diBorsaExpert.it o quella personalizzata di MoneyExpert.it dove il nostro consiglio di uscire dal mercato a giugno/luglio è stato "premiato" con una bella serie di raccomandate di disdetta ai nostri servizi) per finire ora "incastrati" in situazioni antipatiche.

Lo ripetiamo ancora una volta: meglio anche perdere (con l'obiettivo naturalmente sempre di guadagnare) con una strategia sottostante (fatta sia di segnali d'ingresso che di uscita) che con il proprio fiuto o con i consigli di qualche guru o esperto che ama giocare con i soldi degli altri...



L'INCHIESTA/2

## ITALIA: VERSO L'APOCALISSE FINANZIARIA O NON C'E' NULLA DI SERIO DI CUI PREOCCUPARSI PERCHE' SIAMO "TROPPO GRANDI PER FALLIRE"?

Salvatore Gaziano e Roberta Rossi

*Come una lotta del bene contro il male due forze si dividono il campo e l'Italia è sempre più in mezzo alla battaglia. La stabilità e solidità del nostro sistema finanziario sono veramente in pericolo? E che fare? L'euro e l'Italia reggeranno agli attacchi? Senza sposare nessuna tesi preconstituita (noi non conosciamo il finale!) proviamo a spiegare le ragioni degli ottimisti (e che pensa che tutto ritornerà quasi come prima) e di chi vede nero (i pessimisti).*



**Monaco:** "Ricordati che devi morire!!!".  
**Troisi:** "Come?".  
**Monaco:** "Ricordati...che devi morire!!!".  
**Troisi:** "Va bene...".  
**Monaco (in maniera incalzante):** "Ricordati che devi morire!".  
**Troisi:** "Sì, sì" ...no... m'o me lo segno, proprio... c'ho una cosa... Non vi preoccupate...".

Povero risparmiatore italiano! Viene in mente il film "Non ci resta che piangere" e la discussione fra Troisi e un monaco diciamo... poco ottimista sulla vita terrena) a pensare al calvario che stanno attraversando milioni di risparmiatori italiani da diversi anni.

Si avvicina l'Apocalisse finanziaria? C'è il concreto rischio che il Tesoro italiano o qualche banca italiana possa diventare insolvente e non poter a un certo punto restituire i quattrini ai creditori o depositanti?

Allettati in ogni modo a investire in Borsa, in fondi d'investimento e in titoli di Stato "sicuri" da chi gli raccontava che bastava solo "posizionarsi" e affidarsi agli esperti di banche e fondi per veder moltiplicare il proprio capitale hanno assistito invece in meno di un decennio alla demolizione di quasi ogni certezza. Dallo scoppio della bolla della new economy all'attacco alle Torri Gemelle e all'impero americano, dalla crisi dei mutui subprime e fallimento di Lehman Brothers alla crisi dei debiti sovrani dei paesi periferici dell'Unione Europea..

E tutto quello che secondo il passato doveva andare solo su (azioni, obbligazioni, hedge fund, materie prime) secondo un approccio facilone molto diffuso (che non è quello di chi edita questo sito come BorsaExpert.it e MoneyExpert.it che invece hanno sposato nell'ultimo decennio un

approccio molto flessibile) ha invece tradito le aspettative.

### **Il debito sovrano questo sconosciuto..**

Detto così potrebbe sembrare un problema isolato e circoscrivibile a qualche monarchico che ha emesso qualche assegno scoperto ma invece quello del debito sovrano è qualcosa di estremamente preoccupante se si è un po' ansiosi. E non ci si fida più ciecamente delle previsioni della maggior parte degli economisti e dei governanti (tecnici inclusi) e si è arrivati all'idea che tutto, anche ciò che in teoria non dovrebbe mai accadere, può invece, soprattutto di questi tempi, verificarsi.

Inutile, infatti, a questo punto girarci intorno alla domanda della domanda che da qualche settimana frulla sempre più nella testa di molti risparmiatori italiani: tenere i soldi depositati nelle banche italiane è sicuro al 100%? Il Tesoro italiano ha veramente il "tesoro" con il quale rimborsare nei prossimi mesi e anni tutti i titoli in scadenza nel caso che continui a mantenersi queste condizioni dei mercati dove oramai ad ogni asta il prezzo che occorre pagare per convincere gli investitori sale di un punto percentuale ogni 2 settimane?

E se veramente l'euro andasse verso uno smantellamento o una disgregazione come con insistente e crescente refrain iniziano ad adombrare diverse banche d'affari internazionali cosa succederebbe all'Italia, all'euro e soprattutto ai depositi dei risparmiatori italiani?

Due gli scenari principali che si fronteggiano fra catastrofisti che si aspettano sempre più sicuri (e alcuni da lunghi data) la prossima

Apocalisse finanziaria e fra coloro che invece ritengono semplicemente impossibile un simile evento. Quasi una lotta fra il bene e il male come in un episodio della saga di Harry Potter.



Ma il "banco" può saltare veramente? Sia quello di qualche istituto di credito italiano o europeo o addirittura di un'intera nazione col rischio sempre presente di contagio crescente?

E se si è in un simile scenario "catastrofista" (a cui mai naturalmente vorremmo assistere nella nostra vita e in quella dei nostri figli) quali sono le precauzioni da prendere per cercare di salvare il salvabile e limitarle (almeno parzialmente) nell'immediato i danni? A questo punto esistono (in Italia e non) banche, impieghi ed investimenti veramente sicuri?

Ci si può fidare veramente del Fondo Interbancario di Tutela Depositi che "garantisce" ogni correntista italiano per circa 100.000 euro a conto corrente nel caso la situazione precipiti?

La Svizzera come ci chiedono alcuni risparmiatori preoccupati dell'attuale situazione economico-finanziario-politica italiana quanto può essere un porto "sicuro" per delocalizzare parte del proprio

patrimonio? Quali i pro e contro di questa scelta e quali banche anche lì meglio evitare e nel caso come fare le cose bene (legalmente e alla luce del sole) e cosa si rischia invece nel tenere comportamenti da evasori?

Per come si stanno mettendo le cose (compreso il cambio di governo) c'è da preoccuparsi veramente della possibile applicazione di una tassazione di tipo Patrimoniale; si può cercare di schivarla in qualche modo?

Visto anche le numerosi domande giunte su questi argomenti abbiamo deciso di dedicare questo e i prossimi report a cercare di rispondere a simili questioni, dando la nostra opinione. Che non è certo il Vangelo, naturalmente dato che non ci consideriamo in questo campo affatto Unti dal Signore (a differenza di altri economisti, gestori, imprenditori, banchieri, esperti, blogger che hanno sempre una risposta sicura su tutto...).



La crisi del debito europeo vista dagli inglesi

Preferiamo rispondere con dati, numeri, indicatori, citazioni, dichiarazioni e provare a tracciare qualche considerazione, fiduciosi che chi legge sappia trarre per il proprio profilo di rischio le giuste considerazioni

consci che le certezze in simili mercati non le possiede più nessuno..

Né il presidente della nazione più ricca al mondo (un certo Obama), né il risparmiatore più indeciso o credulone...

E in questo report proviamo a fare innanzitutto il punto su dove siamo arrivati se qualcuno si è perso le precedenti puntate...

### Apocalisse prossima ventura o un filino di eccessivo pessimismo?

C'è la possibilità effettiva che l'euro si disgreghi o comunque che il debito pubblico italiano vada verso una ristrutturazione (di fatto un default) e che qualche banca italiana se non addirittura l'intera sistema creditizio si trovi in condizioni d'insolvenza?

E' evidente che non è possibile dare una risposta certa a questa serie di eventi che potrebbero non verificarsi affatto, verificarsi separatamente ma anche, secondo gli osservatori più pessimisti, perfino tutti e quasi sequenzialmente.

Premesso naturalmente che non ci auguriamo che accada nessuno di questi eventi (perché anche se nei nostri portafogli consigliati

di BorsaExpert.it e MoneyExpert.it siamo in larga parte in liquidità non avremmo certo da trarne grandi benefici se le banche dove i liquidi sono depositati fossero investite da uno "tsunami") siamo dell'idea che l'ultimo decennio finanziario ha dimostrato che un risparmiatore prudente dovrebbe avere imparato che in tema di finanza non esistono più granitiche certezze..

E che quindi vadano valutate (prendendo poi in considerazione in base al proprio profilo di

rischio e/o alla fede nella tenuta del Sistema) le varie ipotesi, ragionando con la propria testa dato che nessuno in questo settore e in questo contesto possiede alcuna Verità Assoluta in tasca.

Se dobbiamo guardare i “credit default swap” quei particolari contratti assicurativi che servono a proteggere dall’eventuale default degli emittenti di obbligazioni (pubbliche o private) si può assegnare un valore di probabilità quasi a tutto. E dire che non è assolutamente possibile o probabile un evento così negativo come il default di una banca importante o addirittura di uno Stato sovrano è forse eccessivo.

Come abbiamo scritto poco più di una settimana fa (vedi qui) vedere i credit default swap dell’Italia “girare” intorno a 550 (come è accaduto negli scorsi giorni) significa tradotto in probabilità statistica e in modo comprensibile per tutti che in questo momento i mercati stimano la probabilità di bancarotta dell’Italia (ovvero l’impossibilità di restituire interamente ai possessori di titoli di stato il loro credito) intorno al 38%. Una stima fatta considerando al 40% il cosiddetto “recovery rate” ovvero quanto potrebbe essere restituito nel caso peggiore ai possessori di titoli obbligazionari “defaultati” in base a storie precedenti di altre mega insolvenze di Stati sovrani (come l’Argentina) o emittenti obbligazionari.

Una percentuale decisamente elevata (per la cronaca sopra il livello di 780 dei Cds a 5 anni significherebbe che la probabilità di default ha superato il 50%) che ci dice che questa ipotesi non viene considerata dai mercati proprio impossibile e totalmente improbabile purtroppo.

### **Le ragioni dei pessimisti (“alla guida abbiamo dei pazzi incompetenti e il Sistema inizia a essere non più facilmente manovrabile”..)**

Se vogliamo vedere il bicchiere mezzo vuoto la situazione economico-finanziario italiano “under attack” non è proprio entusiasmante come dimostrano l’andamento delle ultime aste dei titoli di Stato (dove il rendimento pagato dal Tesoro italiano a 3 anni ha raggiunto quasi l’8%) e la situazione di tutto il mercato obbligazionario secondario dove da circa una settimana si sta assistendo a un’inversione della curva dei rendimenti e a una fuga crescente non solo degli investitori esteri ma anche all’ammaina bandiera delle tesorerie delle banche italiane.

Contrariamente a una situazione normale i tassi pagati a breve sui titoli di stato italiani sono diventati superiori a quelli a medio lungo. Una situazione che si verifica quando il mercato inizia a temere una forte crisi di liquidità nel breve che potrebbe sfociare in un possibile “hair cut” o differimento del rimborso del capitale (insomma un “default” più o meno controllato). Quello che è accaduto sostanzialmente in Grecia dove quando il mercato ha iniziato a capire che si poteva andare incontro a una sforbiciata del rimborso ha iniziato a penalizzare fortemente le scadenze a breve dato che se si andava incontro a un taglio dei rimborsi del 50% evidentemente a essere maggiormente penalizzati sarebbero state le scadenze più corte.

Fra comprare un titolo oggi , a parità di cedola, a 90 che rimborserà fra 2 anni non 100 ma 50 (sono solo delle ipotesi, naturalmente) e un titolo invece che vale 65 e rimborserà fra 10 anni 50 è evidente che a

parità di cedola come rendimento il secondo è il titolo che offre quello migliore.



L'idea che l'Italia possa andare verso un "default controllato" come estrema soluzione per uscire dalla crisi è stata più volte rilanciata (compreso in questi giorni in una serie di interviste pubblicate sul "Financial Times" e su "La Repubblica") dall'economista Nouriel Roubini, uno dei "profeti" della crisi che negli ultimi 5 anni a far da Cassandra purtroppo ci ha visto quasi sempre giusto (ma che non è naturalmente scritto da nessuna parte che ci azzecherà anche questa volta).

Secondo Roubini (soprannominato non a caso "mister Doom", ovvero il signore dei Disastri) il debito italiano dev'essere ristrutturato e prima lo si fa, meglio è. "E' sempre più evidente – scrive Roubini – che il debito italiano è insostenibile. Ciò comporta la necessità di una ristrutturazione ordinata del debito per evitare un default disordinato". Roubini che è stato allievo alla Bocconi del professore Mario Monti, attuale capo del governo italiano, riconosce al nuovo premier una forte credibilità ma teme comunque l'ex Premier ("Berlusconi può comunque staccare la spina del governo in qualsiasi momento...") e soprattutto non vede i numeri per sperare in

un "miracolo" se non si opera con la cesoia invece che con le forbicine (come considera a questo punto una manovra finanziaria di una ventina di miliardi come quella di cui sembra discutersi in queste ore).



*"E' la situazione del debito italiano ad essere insostenibile – spiega Roubini –. Un debito pubblico pari al 120% del Pil, tassi reali del 5% o più contro una crescita vicina allo zero. Sarebbe necessario un avanzo primario di cinque punti (ovvero 80 miliardi di euro all'anno) per stabilizzare il debito. Al contrario, presto i tassi saliranno e la crescita diventerà negativa e l'austerità imposta da Bce e Germania trasformerà la recessione in depressione". Altro che l'ottimismo è il profumo della vita... Roubini pensa certo che il taglio del debito è una misura dura "ma il vostro Paese ne ha bisogno per evitare la bancarotta. Non siete all'insolvenza ma rischiate di perdere l'accesso al mercato".*

Per questo l'economista della New York University ritiene che "L'Italia ha urgente bisogno di abbattere il suo debito pubblico dal 120 al 90% del Pil". Per ottenere questo risultato, dice Roubini, si può proporre ai creditori una doppia formula: o l'allungamento delle scadenze del debito senza modificare l'importo nominale. In tal caso le banche

creditrice potranno arrivare a scadenza senza dover modificare il valore dell'asset in bilancio. Per chi non accetta questa soluzione può essere proposto un taglio del 25 per cento.

E alternative, a detta di Roubini, non ce ne sono. Anche se la Bce venisse chiamata a svolgere il ruolo di prestatore di ultima istanza, la crisi non potrebbe rientrare secondo lui. Anzi. Tutti i creditori dell'Italia, una volta individuato un ente pronto a comprare i titoli italiani agli attuali livelli, si affrettano ad esigere il rimborso tutti i 1.900 miliardi del debito italiano, scaricando i titoli sul mercato.

E perfino la patrimoniale non convince l'economista che vede "nero": "Resto dell'idea che sia meglio ristrutturare il debito. Per avere lo stesso effetto ovvero del debito/Pil del 25% occorrerebbe mettere una tassa, mettiamo del 5%, che produca un gettito di 450 miliardi, cioè il 30% del Pil. Anche nell'ipotesi che questa massa di denaro venga richiesta ratealmente nei prossimi 10 anni, si avrebbe un incremento fiscale del 3% per 10 anni: abbastanza per abbattere i consumi e per trasformare la recessione in una vera e propria depressione". E anche tassando soprattutto i più ricchi secondo Roubini i rischi non mancano perché diventerebbe eccessivo il rischio di fuga dei capitali anche perché Roubini non è convinto che la ricchezza degli italiani sia davvero di 9000 miliardi e in ogni caso comprende anche gli investimenti nei titoli di Stato. E per questo vede come quasi unica possibile exit strategy la ristrutturazione del debito che avrebbe anche come vantaggio per i risparmiatori italiani quello di non essere i soli a pagare, convivendo i costi della ristrutturazione con i prestatori internazionali (il 40% del debito pubblico italiano è infatti posseduto dagli investitori stranieri).

### **Vegas: "In Italia c'è un allarme banche, non circola più denaro"**

Naturalmente la soluzione che propone Roubini al momento non sembra trovare spazio nell'agenda del nuovo governo Monti che il 5 dicembre presenterà la manovra correttiva e da cui ci attendono tagli alle spese, riforme e nuove tasse ma non certo una manovra nell'ordine di qualche centinaio di miliardi di euro per quanto Merkel e Sarkozy a cui è stata presentata in anteprima nelle linee essenziali già la definiscono "impressionante". Staremo a vedere...

Intanto la situazione finanziaria resta molto tesa come indica non solo l'andamento di Piazza Affari dell'ultimo semestre ma di tutto il mercato obbligazionario e del credito. Le banche italiane da mesi oramai di fatto non hanno accesso al mercato per finanziarsi e in un'intervista a tutta pagina al quotidiano "La Repubblica" di ieri lo stesso presidente della Consob, Giuseppe Vegas, ha lanciato senza esitazioni l'allarme banche: "Non circola più denaro. Il rischio principale è che si diffonda il credit crunch.

Rispetto a questo scenario, il fallimento di qualche banca diventa addirittura un rischio secondario. Se l'illiquidità del sistema porta al blocco dell'economia, allora non fallisce un singolo operatore, ma fallisce l'Italia". Parole pesanti.

Le banche straniere stanno invece diminuendo settimana dopo settimana l'esposizione ai titoli di stato italiani (vendendoli quindi sul mercato), continuando la ritirata mentre anche alcune banche italiane si stanno adeguando liquidano anch'esse parte del proprio portafoglio di titoli di stato italiani.

E' bene ricordare che l'Eba, l'Autorità europea per le banche ha stimato nelle scorse settimane che per ricapitalizzare le banche italiane serviranno 14,771 miliardi di euro, e complessivamente per le europee oltre 106 miliardi. Le banche italiane contestano l'entità di questa richiesta e lo stesso criterio con cui si è arrivati a questi calcoli e nelle prossime settimane si capirà se i soci dovranno metter mano al portafoglio e in particolare quelli delle banche "segnalate" ovvero Unicredit (7,3 miliardi di euro), Mps (3,1 miliardi), Ubi (1,49 miliardi) e Banco Popolare (2,8 miliardi) mentre l'unica banca "sistemica" graziata è Intesa Sanpaolo che viene considerata l'unica fra le "big five" italiane con capitale adeguato.

Altra pioggia sul bagnato nel caso fosse mantenuta dall'Eba questa richiesta di capitale addizionale poiché non è certo facile per molte banche in questa fase rivolgersi al mercato con molte fondazioni in forte crisi di liquidità (si pensi soprattutto al caso della Fondazione Mps che in questi giorni col titolo sceso fino a sotto quota 0,23 euro si ritrova a dover reintegrare i margini di garanzia, cedendo "l'argenteria di famiglia" oppure a diluire la propria quota di controllo sotto al 50%).

### **Ma la maggior parte dei risparmiatori italiani vedono una luce in fondo al tunnel**

Non tutti naturalmente credono all'ipotesi dell'Apocalisse finanziaria anzi per la maggior parte degli italiani ce la possiamo fare da soli (per oltre il 60% degli italiani secondo un sondaggio di Nando Pagnoncelli presentato a "Ballarò") e senza uscire dall'euro. Tanto rumore per nulla o quasi secondo questi nostri compatrioti.

Ma al di là dell'ottimismo di chi crede quasi per partito preso che nessuno scenario troppo negativo si potrà mai verificare le ragioni più estreme di chi non crede in uno scenario apocalittico italo-europeo si possono sintetizzare nel motto inglese "too big to fail". Siamo "troppo grandi per fallire".

Come il titolo del libro del giornalista Andrew Ross Sorkin dedicato alla storia del fallimento di Lehman Brothers e alla crisi del 2008 dove in quel caso purtroppo per i detentori del debito della banca d'affari americana non è valsa questa regola con la Federal Reserve incapace e politicamente in forti difficoltà nel mettere in atto un salvataggio all'ultimo minuto come aveva fatto prima con Bear Stearns e poi dopo il fallimento Lehman si precipitò a fare col colosso assicurativo Aig quando risultò evidente che un ulteriore default avrebbe veramente provocato una vera e propria Apocalisse finanziaria dei mercati.

Un'Apocalisse ovvero un collasso dei mercati finanziari e soprattutto del sistema creditizio che purtroppo non appare più come un evento impossibile se si ascoltano non solo le preoccupazioni attuali di molti operatori, analisti e investitori "pessimisti" (con un numero in forte crescita come abbiamo avuto di verificare in queste settimane partecipando in queste settimane a diverse riunioni e discussioni) ma gli stessi grandi protagonisti di questa e della precedente crisi ovvero i grandi banchieri d'affari, governanti, gestori e speculatori (si legga non solo in proposito "Too big to fail" ma soprattutto lo sconvolgente "The Big Short Il grande Scoperto" di Michael Lewis che racconta la crisi del 2008 vista dalla parte di chi aveva capito quello che stava accadendo, speculandoci prima sopra e poi sbancando Wall Street) sono arrivati purtroppo a pensare

come un evento che potrebbe anche capitare data la complessità del sistema, le interrelazioni, l'effetto panico, il rischio di contagio sempre più veloce e soprattutto la stupidità umana di chi (soprattutto governanti e "tecnici" oltre che banchieri) può prendere la decisione sbagliata al momento sbagliato.

### **Le ragioni degli ottimisti ("siamo troppo grandi per fallire"...)**

A far da portavoce alla tesi dell'Italia come della stessa Unione Europea "too big to fail" l'altro ieri sugli schermi de LA7 alla trasmissione "Otto e mezzo" l'imprenditore Carlo De Benedetti ha ben sintetizzato l'opinione di questo "partito, evidenziando peraltro come secondo lui ci troviamo in questa fase più in una crisi di liquidità che di insolvenza perché le banche non hanno quasi più soldi. Non proprio qualcosa di molto rassicurante se la situazione non si raddrizza velocemente ma alla domanda se ritiene possibile un aggravamento estremo della crisi pubblicamente e un crollo dell'euro la sua risposta è stata lapidaria: "Io non voglio entrare nemmeno in questo scenario ipotetico.

E' uno scenario da Armageddon ed è uno scenario che sconvolgerebbe il mondo intero. Se dovesse esplodere l'euro o l'Italia uscire dall'euro, che per me sono la stessa cosa, questo significherebbe che gli Stati Uniti (e non credete che Obama perda tempo a ricevere Barroso o Van Rompuy se non fosse per questo molto preoccupato) e addirittura la Cina vedrebbero perdere un mercato per le loro esportazioni notevole. Sarebbe un evento destabilizzante per il mondo intero. E il mondo è già in difficoltà..."



*la crisi dell'euro e l'avvoltoio tedesco visto dall'Economist*

La "fortuna" dell'Italia (e più ampiamente della crisi del debito sovrano europeo dei paesi periferici) sta quasi in questo paradosso che già il solito John Maynard Keynes aveva raccontato con una famosa massima: «Se ti devo un dollaro io ho un problema, ma se ti devo un milione di dollari allora il problema è tuo».

La "forza" dell'Italia e la ragione per cui ora si stanno intensificando le discussioni per la cura, coinvolgendo (secondo alcune indiscrezioni poi smentite) pure il Fondo Monetario Internazionale e magari a breve pure qualche fondo sovrano con gli occhi a mandorla (costringendo si spera rivedere di 180° le posizioni della Merkel) è, infatti, proprio l'entità del nostro debito il cui insoluto a questo punto farebbe veramente tremare i mercati e l'economia mondiale.

Ricordiamo che il nostro debito pubblico è stimato in poco più di 1900 miliardi di euro ed è in valore assoluto il quarto debito del mondo con elevata incidenza sul prodotto interno lordo, pari a circa il 120 per cento del Pil nazionale. E da tempo siamo completamente fuori dai parametri di Maastricht che prevedevano un'incidenza massima del 60 per cento sul Pil: un debito che poco meno della metà (ma nelle ultime settimane è iniziata la fuga) in mano ad investitori esteri, fra i quali ci sono compagnie assicurative e fondi comuni (15%), banche



estere (12%), investitori asiatici (6%) e altri investitori istituzionali (11,1%) secondo i dati disponibili alla fine dello scorso anno.

Tutti questi investitori hanno comprato nel passato il nostro debito considerando sicuro e prezioso correttamente per il rendimento/rischio offerto ma oggi evidentemente le mutate condizioni dei mercati stanno facendo rivedere il loro giudizio anche perché la discesa molto forte dei corsi crea un effetto “valanga”.

Aumentano le perdite di portafoglio ma soprattutto aumenta la necessità per le banche di incrementare il proprio patrimonio se li mantengono in portafoglio e continuano a scendere. Inoltre in Borsa i titoli delle banche più esposte sui titoli di Stato dei paesi “infettati” vengono colpiti profondamente al ribasso dalla speculazione che fa salire anche il valore dei credit default swap. Un meccanismo quasi infernale in un mercato che consente le vendite allo scoperto (“nude” e “vestite”) come di alimentare col mercato dei credit default swap qualsiasi speculazione al ribasso.

### **Come una catena di Sant’Antonio..**

In questa situazione di tensione per il Tesoro italiano (ma questo vale anche per quello spagnolo mentre Grecia e Portogallo di fatto sono passati direttamente in “camera di rianimazione” e i soldi li ottengono solo dalla Bce e del Fondo Monetario Internazionale) il problema numero uno diventa così il rifinanziamento. Fino a che si trovavano investitori disposti a comprare obbligazioni e a prestare soldi, tutto andava bene ma quando salta la fiducia dei creditori iniziano i problemi seri. Anche perché il sistema finanziario e creditizio assomiglia molto a una

catena di Sant’Antonio e se l’ultimo anello non “partecipa” tutta la piramide inizia a vacillare..

Nel caso italiano basti pensare che le banche sono le principali acquirenti dei titoli di Stato ovvero i principali finanziatori del Tesoro. Le stesse banche hanno a loro volta leva finanziaria significativa (da 20 a 40 volte il patrimonio) tanto che molte sono state salvate dagli Stati stessi che non hanno certo alcun interesse a veder pregiudicata una dei presupposti fondamentali su cui si basa il sistema dove ognuno dei partecipanti è in grado di reggere e salvare l’altro... Le stesse famiglie acquistano titoli di Stato e obbligazioni, anche tramite i fondi, e depositano i loro risparmi nelle banche che a loro volta con queste disponibilità, moltiplicate per decine e decine di volte le somme depositate, erogano finanziamenti o acquistano titoli sul mercato. Morale: se nel sistema manca la fiducia tutto l’architettura su cui si fonda rischia di andare in forte crisi soprattutto se il debito detenuto è in mano agli stranieri.

### **Questa volta è diverso?**

Nell’interessante libro “Questa Volta è Diverso” (pubblicato già 2 anni fa) di Carmen M. Reinhart (economista e collaboratrice del Fmi e della Banca Mondiale) e Kenneth Rogoff (fino a poco tempo fa Economista Capo del Fondo Monetario Internazionale e professore all’università di Harvard), due dei più importanti economisti americani si evidenzia proprio come il rischio di default quasi si quadruplica quando i creditori stranieri detengono una percentuale importante del debito pubblico di uno Stato. Gli autori nello studio hanno, infatti, individuato attraverso 8 secoli di storia (dalla

Corea all'Argentina) circa 70 situazioni di crisi o default del debito pubblico domestico, contro 250 situazioni di default del debito estero.



E nel saggio si evidenzia chiaramente come il debito domestico è più sicuro di quello estero, anche se può essere soggetto a maggiore rischio di inflazione. Da segnalare che secondo gli autori come il debito pubblico si possa considerare domestico “doc” però solo se si verificano tre condizioni: deve essere “denominato in moneta locale, soggetto alla giurisdizione del paese emittente e detenuto da residenti nazionali”. Secondo gli autori tutte e tre le condizioni sono necessarie e in particolare è la terza che può impedire la speculazione internazionale sul debito.

Quando questo non accade e il debito è in mano agli investitori stranieri Rogoff e Reinhart ben raccontano quello che può accadere (e noi italiani stiamo progressivamente vivendo nelle ultime settimane) ovvero limitazioni della stessa sovranità nazionale, in quanto oltre agli elettori anche altri soggetti come i grandi investitori internazionali (nel caso del debito pubblico italiano si ricordi che questo è finito soprattutto nelle banche francese e poi tedesche) finiscono con l'esercitare una significativa e crescente “intrusione” nella gestione del Paese.

Secondo gli autori gli investitori stranieri non possono certo votare ma col trading

finanziario e con la speculazione possono influenzare pesantemente le politiche degli Stati e decretare, come è sempre più evidente, la sopravvivenza o meno dei governi di paesi di cui non sono neppure cittadini o la politica economica. E una conferma piena di questo assioma lo si ha col caso “Giappone” che ha in valore assoluto il secondo debito pubblico del mondo, superiore ai diecimila miliardi di dollari e detiene inoltre il record di un rapporto debito/Pil che supera il 200% ma da anni nonostante una fortissima crisi economica sta ancora in piedi (e addirittura lo yen è tornato a essere una valuta rifugio di questi tempi). La ragione? Il 95% del debito pubblico giapponese è detenuto dagli stessi risparmiatori giapponesi. Tutto resta in casa.

Secondo Carmen Reinhart e Kenneth Rogoff, ci vogliono mediamente dai 7 ai 10 anni (ricordate la Bibbia e 7 anni di vacche magre?) per un Paese per risanare i propri conti e quindi bisogna aspettare almeno fino al 2018 per vedere secondo i loro calcoli l'alba di una nuova era finanziaria più tranquilla. A patto che in questa fase secondo Rogoff le banche mondiali elaborino un piano grande e audace per risolvere i problemi del debito sovrano europeo (l'Europa vale il 20% dei commerci mondiali) poiché altrimenti le conseguenze per tutta l'economia mondiale potrebbero essere disastrose. Un'implosione dell'eurozona potrebbe, infatti, significare, secondo alcuni analisti prestiti bancari che potrebbero non essere più restituiti, aziende senza credito, economie in grave depressione, consumatori in bolletta, mercati azionari quasi bloccati, esportazioni nel mondo da parte degli Stati Uniti in poi crollare... Non proprio uno scenario rassicurante secondo questi analisti.

## Come se ne esce come Paese/Paesi?

La situazione è certo diventata complicata come abbiamo espresso più volte più volte in queste settimane (qualche giorno fa ne abbiamo parlato qui in un articolo intitolato "Angela, qui si fa l'Europa o si muore") e a questo punto nel breve le soluzioni per scongiurare un peggioramento che potrebbe essere veramente molto pericoloso per il sistema del debito pubblico italiano e quindi alla fine dello stesso sistema creditizio italiano ed europeo non sono infinite.

I mercati (più quello azionario che quello obbligazionario) negli ultimi giorni hanno iniziato a scommettere su un massiccio intervento delle istituzioni finanziarie europee e/o mondiali per impedire che la crisi sfoci in qualcosa di drammatico. E proprio ieri mentre scrivevamo questo saggio è arrivata la notizia (che non ci ha sorpreso visto quello che abbiamo scritto sopra) di un intervento congiunto da parte della Federal Reserve americana, della Bce, della Bank of Japan e degli istituti di Canada e Svizzera per tagliare il costo del denaro e cercare di garantire una maggiore liquidità. Segno evidente che la situazione merita interventi straordinari e che il problema a questo europeo è un problema mondiale e va interpretato certamente come un segnale positivo ma come ha giustamente osservato Gregorio De Felice, capo economista di Intesa San Paolo resta ancora un'iniziativa apprezzabile ma non "risolutiva".

Le ipotesi sul tappeto su come uscire dall'angolo come è noto sono numerose: da un cambiamento deciso di atteggiamento della Germania che permetta l'emissione degli Eurobonds (e sostanzialmente metta in società parte del debito pubblico europeo) e/o la trasformazione della Banca Centrale Europea in qualcosa di simile alla Fed che

può comprare quasi illimitatamente carta (leggi obbligazioni e titoli di stato) o stamparne di nuova (leggi banconote) a un intervento massiccio del Fondo Monetario Internazionale (un'ipotesi ventilata domenica dal quotidiano "La Stampa") per sostenere l'Italia, dall'intervento dei fondi sovrani asiatici a quello della diretta della stessa Fed americana pronta a entrare nella partita per "salvare il mondo" quasi all'ultimo "fotogramma".

E in mezzo a queste ipotesi di interventi col "bazooka" è probabile attendersi a breve un ulteriore taglio del costo del denaro da parte della Bce come consentire alle banche europee di finanziarsi non solo a 1 anno ma a 3 per avere così accesso alla liquidità e non restare in panne.

Sulla situazione attuale può essere interessante ricordare la tesi di Rogoff che già nel 2009 aveva previsto l'attuale fase come tipico segno di una profonda crisi finanziaria e non certo l'effetto di una recessione. Qualcosa che secondo i suoi studi si verifica ogni 70/80 anni (l'ultima volta che si era assistito a qualcosa di simile era stato dopo il 1929, vedete quanto siamo fortunati...) e che si manifesta colpendo non solo la produzione e l'occupazione, come in una normale recessione, ma anche debito e credito, e con il deleveraging che tipicamente si completa in parecchi anni.

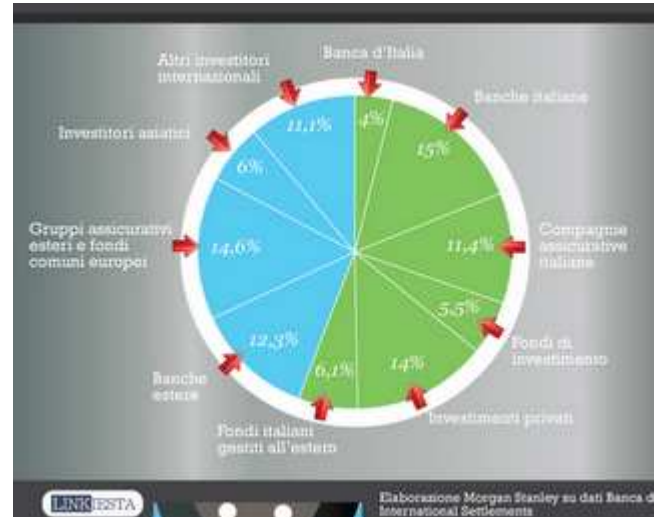
"Il problema che stiamo attraversando non è quindi di una "Grande Recessione" ma una "Grande Contrazione" – ha scritto Rogoff – dove il problema numero uno è l'indebitamento esagerato e quindi la cosa su cui concentrarsi è fare per i governi è agire su questo fronte, tagliando massicciamente debiti e sprechi ma arrivando in Europa in tempi brevissimi a un'Unione fiscale e politica

vera, passando anche attraverso una massiccia creazione di moneta”.

La cosiddetta “monetizzazione del debito”. Una strada che secondo Rogoff (che già un mese fa aveva predetto quello che poi è avvenuto sui mercati dei titoli di Stato dei paesi periferici dopo l’abborracciato piano presentato da Merkel e Sarkozy per risolvere la grana greca con il fantomatico fondo salvastati) passa quindi tramite la necessità di ricapitalizzare la Banca Centrale Europea stessa o per conto dei paesi dell’Europa e/o con l’aiuto della macchina per stampare banconote a go-go come ha fatto la Fed negli scorsi anni.

Rischio d’inflazione? Già dal dicembre 2008 Rogoff sostiene che per accorciare questo lungo e doloroso periodo di deleveraging e crescita ridotta sia passare attraverso una fase di inflazione del 4-6% per diversi anni. Qualcosa che certo secondo l’autore è certo un trasferimento ingiusto e doloroso ma rappresenta anche storicamente il modo più diretto per velocizzare la ripresa e far pagare il conto in parte a qualcuno... Naturalmente la tesi di Rogoff non è detto che sia quella giusta e ci sono invece analisti ed economisti che ritengono che stampare moneta e fare quello che ha fatto la Fed nel 2008-2009 potrà servire per qualche mese o semestre per allontanare la tempesta ma è difficile che risolti (e non posponga) efficacemente la situazione se non si interviene in modo più strutturale sul sistema, cambiando veramente le regole.

**Attenti allo straniero... (soprattutto se scappa)**



dove è allocato il debito pubblico italiano (fonte Linkiesta)

Le tesi di Rogoff come quelle di Roubini evidenziano comunque come sia allo stesso tempo sia un pericolo che un’opportunità in questo momento per l’Italia avere fra i creditori del debito pubblico una quota significativa di investitori esteri. Rappresentano di fatto oramai (e ne è una chiara dimostrazione il percorso del governo Monti che prima che presentare alle Camere il programma di governo lo è andato a presentare alla Merkel e Sarkozy) i più importanti “decisori” della politica economica italiana (insieme alla speculazione finanziaria internazionale che fa il bello e brutto tempo sul mercato dei bond) ma allo stesso tempo possono rappresentare paradossalmente il nostro salvacondotto poiché sono motivati perfino più dei governanti italiani a tentare un salvataggio.

La cosa peggiore che può capitare è quindi per noi italiani andare troppo alle lunghe, fare manovre e non interventi incisivi, perdendo un anno e più di tempo come è avvenuto in Grecia per consentire così ai debitori stranieri di liquidare sul mercato quasi tutte le proprie posizioni...

In quel caso, una volta che il debito pubblico

italiano diventasse qualcosa di domestico e con un Paese in profonda recessione, è difficile pensare che non saremmo lasciati al nostro destino senza più vedere i potenti del mondo preoccuparsi per un nostro salvataggio a tutti i costi...

Staremo a vedere: intanto nei prossimi articoli e report riservati agli abbonati affronteremo (dopo aver cercato di inquadrare l'attuale situazione e le ragioni del perché essere pessimisti o ottimisti) le prossime questioni che si pone chi non vede solo rosa date le numerose domande che riceviamo sul tema. Si può dire quali sono le banche italiane più o meno sicure? Cosa potrebbe accadere in uno scenario da collasso del sistema finanziario italiano o addirittura dell'euro e quali potrebbero essere le vie di fuga da percorrere? Esistono investimenti e terapie "sicure" per il risparmiatore per fuggire a questa crisi? Delocalizzare i risparmi all'estero (come la Svizzera che sta ritornando di gran moda come confermano molteplici indicatori) può essere una strategia? Cosa bisogna sapere alla bisogna prima di aprire un conto all'estero: cosa è legale e cosa è invece è illegale (e molto rischioso).

Su alcune domande purtroppo non esiste una risposta certa e sicura (possediamo una sfera di cristallo ma non ci funziona!) ma cercheremo comunque di fornire elementi e riflessioni affinché un risparmiatore consapevole possa farsi un'idea più completa.

E' questo l'obiettivo di un sito come MoneyReport.it e l'approccio di BorsaExpert.it e MoneExpert.it, editori di questa pubblicazione online che si rivolge agli investitori fuori dal branco...

L'INCHIESTA/3

## CAPITALI IN SVIZZERA: GENTE CHE VA, GENTE CHE VIENE (I parte)

Salvatore Gaziano

***A chi aveva scudato il governo Monti chiede un extra dell'1,5% per chiudere i conti col passato ma sui depositi ancora detenuti all'estero illegalmente si attende la "caccia al tesoro" da parte del Governo italiano previo accordi tributari come quelli fatti con la Confederazione elvetica da Gran Bretagna e Germania che potrebbero costare molto cari a chi ha portato irregolarmente i capitali all'estero.***



E così per chi aveva aderito allo "scudo" facendo rientrare in Italia i capitali detenuti all'estero arriva l'1,5% di extra richiesto dal governo Monti che si aggiunge al 5% già pagato in occasione dell'operazione lanciata dall'ex ministro Tremonti.

Per alcuni una cifra ancora troppo bassa per "sanare" i capitali esportati illegalmente (in altri paesi l'aliquota richiesta era un multiplo); per altri (soprattutto per chi ha usufruito dello "scudo") una "violazione" del patto dato che quando lo Stato aveva richiesto quella aliquota lo aveva fatto a titolo definitivo e non per cambiare i termini della questione qualche anno dopo, richiedendo più soldi con un successivo governo. Perché questo secondo alcuni addetti ai lavori aprirebbe un precedente pericoloso sotto il profilo della lealtà contributiva tra Stato e cittadini che potrebbero non più fidarsi dello Stato.

Nelle banche e fiduciarie italiane e svizzere non si mostra molta sorpresa per questo provvedimento che da tempo era nell'aria nonostante le accuse sollevate da qualcuno di "incostituzionalità" (tra i quali gli aspetti connessi alla retroattività ed al principio di capacità contributiva) e si aspetta di saperne di più sulle norme attuative prima di pronunciarsi e capire come comportarsi di fronte a quei clienti che non vorranno pagare (ma la bassa cifra richiesta dovrebbe evitare una pioggia di ricorsi) o che nel frattempo hanno svuotato il conto, cambiato banca, essere morti..

**“Ho fatto lo scudo, ho fatto male?” oppure “Non ho fatto lo scudo, ho fatto bene?” Quello che si deve sapere quando si opera (legalmente o illegalmente) con un conto bancario all'estero..**

Nonostante i 3 scudi fiscali (per un totale di 183 miliardi "rientrati") i capitali italiani detenuti clandestinamente all'estero, al riparo dagli occhi del fisco, sono ancora molto ingenti e stimati intorno ai 150 miliardi di euro (ma c'è chi si spinge addirittura in stime fino a 400 miliardi). Di questi una parte cospicua viene custodita soprattutto in Svizzera (dove sarebbero custoditi circa 126 miliardi di euro

secondo una stima di Helvea), poi Montecarlo, Lussemburgo, San Marino, Austria..

I capitali illegali all'estero non sono certo un fenomeno solo italiano ma dalle analisi fatte sul fenomeno (come la ricerca fatta da due ricercatori della Banca d'Italia, Valeria Pellegrini ed Enrico Tosti) la "nostra" propensione all'evasione è superiore alla media mondiale. Se se nel mondo si stima che i capitali non dichiarati (e che trovano accoglienza nei paradisi fiscali e bancari) valgono il 7% del Pil mondiale l'Italia viene stimata fra il 7,9 per cento e il 12,4 per cento del Pil nazionale, appunto fra 124 e 194 miliardi di euro.

### **Vuoi il segreto bancario? Paga. Anche un quarto del tuo patrimonio...**

Chi ha questi capitali clandestini può dormire sonni tranquilli? Se si guarda agli accordi bilaterali che paesi come Gran Bretagna e Germania hanno fatto in tempi recenti con la Svizzera non c'è troppo da riposare sugli allori nei prossimi anni. "Le esigenze di reperire risorse finanziarie da parte degli Stati sono sempre più importanti – spiega Roberto Lenzi, avvocato specializzato in diritto finanziario e pianificazione patrimoniale – e gli accordi fatti recentemente da paesi come Gran Bretagna e Germania con la Svizzera per continuare a garantire l'anonimato ad alcuni correntisti possono tracciare la strada di cosa potrà capitare anche ai contribuenti italiani che detengono in modo clandestino parte delle loro ricchezze fuori dal Paese di residenza".



Ma cosa dicono questi accordi? Queste due convenzioni tra il governo elvetico da una parte e le amministrazioni di Germania e Gran Bretagna dall'altra hanno come obiettivo quello di rafforzare la collaborazione fiscale fra questi Paesi. "L'entrata in vigore effettiva (prevista al 1° giugno 2013) – spiega Roberto Lenzi – garantirà a fronte dell'anonimato sulla clientela tedesca e inglese delle banche svizzere un'imposizione effettiva sui valori patrimoniali detenuti dai contribuenti di questo Paesi. Un'intesa che toccherà sia persone fisiche che giuridiche e che si può sintetizzare in un'imposta patrimoniale sul pregresso fra il 19% il 34% dei capitali esportati illegalmente (in funzione della durata della relazione e dell'entità del deposito) per un "salasso medio stimato in un range tra il 20 ed il 25%". Quindi un inglese o un tedesco (e in futuro anche un italiano se verrà negoziata una simile convenzione) che detiene 1 milione di euro su un conto in Svizzera non dichiarati in patria dovrà pagare dai 200 ai 250/mila euro di imposta patrimoniale sul pregresso. Ma non solo. Oltre a questa cifra sui futuri redditi e utili da valori patrimoniali sarà riscossa dalla Svizzera un'imposta con effetto liberatorio che corrisponderà all'imposta tedesca o inglese in modo da garantire che i redditi da capitali verranno tassati in modo identico nei 2 paesi.

Se quest'accordo verrà ratificato la Svizzera (dai rispettivi organi parlamentari) fungerà quindi da "esattore" per il fisco degli altri Paesi, anticipando addirittura parte delle somme secondo questo schema di accordo.

"Che prevede che il contribuente inglese o inglese che si opponesse a questa imposizione forfettaria – osserva Lenzi – l'obbligo di chiudere i suoi conti in Svizzera con l'obbligo da parte della Svizzera di mettere a disposizione, a richiesta delle autorità straniere i dati del contribuente.

Occorre sottolineare, comunque, che gli accordi (non ancora in vigore) ratificati dalla Svizzera con Germania e Gran Bretagna si sono scontrati con la Commissione Europea che ha accusato Londra e Berlino di avere superato le proprie competenze firmando l'accordo con Berna, sia con riferimento al fatto di permettere agli evasori di rimanere anonimi, sia con riguardo alla corretta applicazione dell'Euroritenuta, concluso a livello multilaterale tra l'Unione Europea e la Svizzera”.

Se, oltre a questi due aspetti – precisa Lenzi – consideriamo anche il fatto che la Svizzera, in contropartita, richiede ai Paesi in esame la possibilità di accedere con le proprie banche direttamente alla clientela tedesca e britannica (divenendo così temibile concorrente per le banche locali) possiamo anche capire che la resistenza dell'Italia che sino ad oggi, non ha voluto concretamente affrontare il tema”.

### **Fatta la legge, trovato l'inganno?**

E' certo possibile prevedere che se andasse in porto il “patteggiamento” alla tedesca o all'inglese parte dei detentori di questi capitali irregolari spostino in altre banche fuori dalla Svizzera e in altri paradisi fiscali e/o bancari, prima dell'entrata in vigore di questi accordi i proprio capitali ma anche questa mossa secondo alcuni esperti potrebbe non essere la soluzione definitiva in questa caccia al tesoro senza confini.

Già il G20 di qualche anno fa aveva individuato come obiettivo primario dei Paesi più industrializzati la lotta all'evasione fiscale nei confronti dei “paradisi fiscali. La Svizzera è certo il primo Paese nel mirino da parte dei governi di tutto il mondo perché proprio questa nazione ha accolto storicamente la

maggior parte dei capitali in fuga ma è presumibile aspettarsi che simili accordi nei prossimi anni vengano estesi a un numero crescente di paradisi bancari e fiscali nel mondo.

Spostare i soldi da Milano a Lugano è facile ma se poi sono a Singapore o in qualche isoletta caraibica è sempre più difficile poterli utilizzare veramente in caso di necessità se dovessero servire in patria “o riportarli in Europa” (un banchiere svizzero ci adombra perfino la possibilità che questo in futuro potrebbe essere vietato se questi capitali sono scappati alla chetichella per sfuggire alla tassazione). E va comunque aggiunto che più si spostano i soldi in località lontane ed esotiche per fuggire al Fisco nazionale maggiori sono i costi (e i “furbetti”) che occorre sopportare e da cui guardarsi.

Ma cosa rischia oggi chi detiene soldi all'estero non dichiarati? Le sanzioni sono molto elevate e possono arrivare sino al 50% dell'importo non dichiarato oltre a quelle calcolate sull'imposta non dichiarata sino al 400% (infedele dichiarazione) o al 480% (omessa dichiarazione).

Un rischio nel rischio se verrà approvata anche fra l'Italia e la Svizzera un accordo bilaterale simile a quello realizzata con Gran Bretagna e Germania.

Chi per paura del collasso dell'Italia o dell'euro o per maggiore protezione sta quindi pensando a trasferire parte o tutto dei propri risparmi in modo illegale rischia veramente molto; se vuole farlo (e diversificare il rischio Paese o bancario) può certo farlo alla luce del sole (il trasferimento dei capitali all'estero è pienamente consentito dalla normativa, rispettando però alcune importanti norme e consigli) ma di questo parleremo in un prossimo Report.



L'INCHIESTA/4

## CAPITALI IN SVIZZERA: GENTE CHE VA, GENTE CHE VIENE (II parte)

Salvatore Gaziano

***Portare i soldi all'estero (in Svizzera come in altri Paesi) è consentito e lecito ma con alcune importanti avvertenze. Ecco che cosa occorre sapere, fare e non fare dal punto di vista fiscale. Quali sono i rischi da cui si scappa e quali quelli che si potrebbero trovare oltre confine? Ne discutiamo con Roberto Lenzi, avvocato specializzato in diritto finanziario e pianificazione patrimoniale***



*«In Italia per trenta anni hanno avuto guerra, terrore, omicidio, strage e hanno prodotto Michelangelo, Leonardo da Vinci e il Rinascimento. In Svizzera, con cinquecento anni di amore fraterno, democrazia e pace cos'hanno prodotto? L'orologio a cucù».*

Vi ricordate questa battuta del film "Il terzo uomo" ambientato in una Vienna devastata dalla II guerra mondiale e divisa in quattro zone di occupazione dove pure Orson Welles recita uno splendido cameo?

Era il 1949 quando fu girato questo film che è diventato un classico dei film di spionaggio ma da allora la Svizzera ha fatto diversi passi in avanti rispetto a quella battuta se secondo l'ultimo studio della società di consulenza Booz & Company le banche svizzere amministrano denaro appartenente a clienti

stranieri per 2050 miliardi (in bianco, in nero e in tutte le sfumature del grigio).

Come dire che tutto l'importo del debito pubblico italiano potrebbe essere ripianato utilizzando solo il denaro custodito nelle banche svizzere dai clienti stranieri (in altri tempi si sarebbe forse risolto così il problema del debito pubblico italiano...).

Il settore finanziario riveste, infatti, un'importanza notevole per l'economia svizzera (ma meno di quello che si pensa), contribuendo per oltre l'11% alla creazione del valore dell'economia elvetica maneggiando circa il 10% del patrimonio globale gestito nel mondo. Solo le banche degli Stati Uniti e quelle del Regno Unito fanno meglio ma per quanto riguarda la gestione transfrontaliera di patrimoni di clienti privati la Svizzera è addirittura il primo attore mondiale con oltre 2000 miliardi in gestione.

Il segreto di questa capacità di attrazione degli "gnomi" svizzeri ha diverse ragioni e oltre a una storia secolare di non belligeranza vi è sicuramente da ascrivere un sistema fiscale efficiente, veloce dove la burocrazia non è a livelli italiani e ha contribuito a far diventare questa economia fra le più competitive del mondo (con una quota

rilevante dell'export) nonostante l'assenza di risorse minerarie e la superficie limitata. Senza considerare che il contribuente svizzero si fida "giustamente" del proprio Stato e con questi, a differenza di quello italiano, vi è generalmente un rapporto di reciproca lealtà.



Il mercato interno relativamente modesto (con una popolazione che è inferiore agli 8 milioni di abitanti per una superficie come quella della Lombardia) ha spinto i produttori svizzeri a rivolgersi oltre confine per assicurare il rendimento degli investimenti effettuati in ricerca e sviluppo: in alcuni settori, più del 90% dei beni e dei servizi prodotti viene esportato.

Orologi, cioccolato e i formaggi sono i prodotti più conosciuti ma l'ingegneria meccanica ed elettrica insieme procurano più della metà degli introiti derivati dalle esportazioni con la Nestlè, il più importante gruppo alimentare del mondo, che rappresenta l'azienda più importante.

I principali partner commerciali della Svizzera sono i paesi dell'Unione Europea. Soprattutto la Germania, seguita da Italia, Francia, Paesi Bassi, Stati Uniti e Regno Unito. Nel 2009 il 59.7% delle esportazioni era destinato a paesi dell'UE, mentre da quest'ultimi proveniva il 78% delle importazioni. E tutto ciò nonostante gli svizzeri abbiano

ripetutamente rifiutato l'adesione all'Unione Europea.

### **SWISS APPEAL?**

Parliamo di questi aspetti in parte macroeconomici prima di passare al lato operativo perché evidentemente l'appeal di un Paese come la Svizzera va ricondotto alla competitività e capacità di attrazione di un Paese rispetto all'altro. La fiaba della cicala e della formica applicata alle nazioni. Gli Stati e le economie in salute, ben gestite e competitive creano ricchezza e attirano sempre più soldi (con l'eccezione degli Stati Uniti che stampano carta moneta in continuazione e sono riusciti fino a oggi a inondare il mondo di carta) mentre le nazioni mal gestite, con bilanci appesantiti da spese e sprechi, poco competitive e corrotte bruciano ricchezza subiscono spesso una fuga di capitali (o un indebolimento valutario) a favore delle nazioni considerate più "sane" e più competitive. E' il Mercato, bellezza.

Non c'è quindi molto da stupirsi se i flussi dall'Italia verso la Svizzera hanno ripreso negli ultimi mesi a crescere in modo esponenziale. Secondi gli ultimi dati della Banca d'Italia ma anche della Bce si sta assistendo a un crescente e importante movimento di deflusso dai conti correnti delle banche dell'Unione Europea. Deflussi che potrebbe aumentare se, sostengono alcuni fiscalisti e consulenti dei Paperoni, che come indicato dal nuovo decreto Monti, lo Stato Italiano deciderà di applicare una tassazione ulteriore sui capitali scudati, venendo meno alla "parola data" in occasione dello scudo fiscale: imposta liberatoria pari al 5% (6%-7%) in cambio della riemersione.

“Ed è risibile il fare riferimento all’eccezionalità del momento( è chiaramente un favore a certa parte politica in cambio del consenso su altri provvedimenti, in sede di conversione in legge) – ci viene spiegato da un noto fiscalista del settore – visto l’esiguo ammontare che si potrebbe ottenere , peraltro messo in discussione dalla concreta applicazione della norma”.

In prima fila nella corsa agli sportelli evidentemente, le banche greche che solo da inizio anno hanno visto i depositi calare di oltre il 10% e sono ai minimi di quasi 5 anni ma la tendenza è purtroppo sempre più europea (seppure non certo in termini così roboanti) e anche italiana con un crescente richiesta di cash da parte dei risparmiatori che sta mettendo a dura prova i nervi di molti responsabili tesoreria di importanti banche se si considera che solo a giugno (fonte Bankitalia), prima dell’acuirsi della crisi, gli italiani avevano spostato dalle banche italiane (in cash o depositi verso l’estero) 23, 4 miliardi di euro.

### SE SALE L’ALTA MAREA...

Portare i soldi o investire all’estero è “alto tradimento” come ha accusato Giuseppe Mussari, presidente dell’Abi e di Mps, qualche giorno fa dal salotto di “Porta a Porta”?

Noi non crediamo, visto che la libertà di circolazione dei capitali esiste e purchè si esportino legalmente questa opzione non ci scandalizza affatto (sono ben altre le cose che ci scandalizzano anche, per esempio, nella gestione di una banca come Monte Paschi di Siena come abbiamo più volte scritto) dato che di fatto non vi è alcuna differenza dal punto di vista dei flussi

nell’acquistare in Italia un fondo (italiano o lussemburghese) che investe sui titoli azionari o obbligazionari stranieri ed esportare legalmente i propri soldi all’estero.

Se questa mossa sia sensata e corretta dipende quindi dalla sensibilità di ciascun investitore verso uno scenario “quasi apocalittico” dell’Italia e del sistema bancario italiano e dall’idea di voler delocalizzare lì (o in un altro Paese oltralpe ritenuto più “sicuro”) parte del proprio patrimonio in un paese ritenuto più “sicuro”.

*“Ma se arriva veramente l’Apocalisse e collassa l’Italia, l’euro e perfino il sistema bancario europeo, quanto può essere una buona forma di “protezione” avere i soldi in Svizzera visto che anche in quell’economia il sistema bancario ha un peso importante”?*



Questa obiezione ha certo un fondamento se si pensa a una vera Apocalisse Finale da cui non ci salverebbe nemmeno con l’arca di Noè se il livello dell’acqua sale all’infinito; esistono però anche scenari intermedi e in questo caso (augurandoci che non si verifichi nemmeno il meno peggiore) risulta evidente secondo noi che non tutte le banche e/o Paesi sovrani sono uguali ed esistono alcuni a un gradino più basso e altri a un gradino più alto.

O per dirla con Warren Buffett *“quando la marea scende si vede chi nuota*

*nudo*” (citazione a cui devo il meritato credit all’amico Massimiliano Malandra, responsabile dell’ufficio studi del settimanale Borsa & Finanza).

## CONSULENZA ERGA OMNES E AD PERSONAM

Ma cosa bisogna sapere se si vuole prendere in considerazione questa possibilità? Come funziona la normativa sui capitali all’estero e cosa bisogna sapere? In queste settimane abbiamo ricevuto diverse domande sul tema e ci sembra quindi giusto fornire un quadro, ribadendo come abbiamo fatto al telefono in questi giorni che la normativa sulla consulenza Mifid non ci permette come BorsaExpert di fornire alcun tipo di consulenza personalizzata agli investitori che ci interrogano sul tema e che solo un consulente finanziario indipendente (come Roberta Rossi fa all’interno dell’attività di MoneyExpert.it ed è abilitata a fare) può farlo e dare consigli personalizzati all’interno di un rapporto contrattuale, potendo fornire naturalmente su questo tema la più ampia consulenza.

## COSA È CONSENTITO E COSA È VIETATO.. TUTTO QUELLO D’IMPORTANTE CHE OCCORRE SAPERE...

Portare i soldi all’estero è consentito ma con alcune importanti regole....(il resto del testo è disponibile per gli abbonati, vedi sotto per accedere)

Se si sta sotto la quota di 10.000 euro all’anno è possibile effettuare movimenti sia a mezzo contanti che con bonifico bancario senza alcuna necessità di segnalazione.



Se si supera questa somma e si trasferiscono per esempio dei soldi su una banca svizzera o in un altro Paese estero occorre rispettare (pena pesantissime sanzioni come in parte abbiamo trattato nell’articolo precedente e che possono arrivare a confiscare tutta la cifra illegalmente esportata) delle importanti regole.

Quali? “Le somme esportate vanno, infatti, dichiarate annualmente nel Modello Unico nel quadro RW, indicando anche gli eventuali proventi che ne sono derivati – ricorda **Roberto Lenzi**, avvocato specializzato in diritto finanziario e pianificazione patrimoniale – In particolare in base alla normativa vigente vanno indicati nel quadro RW del Modello Unico gli investimenti all’estero e le attività estere di natura finanziaria attraverso cui possono essere conseguiti redditi di fonte estera imponibili in Italia se l’ammontare complessivo di tali investimenti ed attività, al termine del periodo d’imposta, risulta superiore a €10.000”.

E tale obbligo sussiste anche se nel corso dell’anno non siano intervenute movimentazioni. Inoltre vanno indicati anche i trasferimenti da, verso e sull’estero che nel corso dell’anno hanno interessato i suddetti investimenti e le attività, se l’ammontare complessivo dei movimenti effettuati nel corso dell’anno, computato tenendo conto

anche dei disinvestimenti, sia stato superiore a €10.000 e tutti i redditi prodotti”.

“La finalità della compilazione è quella di assicurare un monitoraggio fiscale dei movimenti finanziari con l'estero, ovvero del possesso all'estero e/o dei trasferimenti da e per l'estero di denaro, titoli e valori mobiliari – osserva Roberto Lenzi”

Ma che tasse si pagano sui capitali trasferiti all'estero? “Se le cose sono fatte nel rispetto della normativa aver un conto corrente o un deposito titoli in Italia o in un Paese come la Svizzera non cambia nulla; ovvero si pagheranno (in Italia) per la posizione detenuta in Svizzera le stesse imposte che si pagherebbero se la posizione finanziaria fosse in Italia” spiega Lenzi.

*“Naturalmente, se la Svizzera dovesse applicare delle imposte (ad esempio, su un c/c in franchi o su titoli Svizzeri), il contribuente italiano potrà fare ricorso ai trattati contro le doppie imposizioni per recuperare, secondo quanto indicato dal trattato, la maggior imposta pagata”.*

Se si è residenti fiscali in Italia se i soldi fruttano qualcosa in termini di interessi, cedole, dividendi, capital gain occorrerà, infatti, dichiarare questi redditi sul modello Unico e pagarci esattamente le stesse imposte che si pagherebbero in Italia quindi il 20% (dal 1° gennaio 2012) di tassazione a titolo di imposta definitiva su quasi tutti i guadagni percepiti.

L'imposta del 35% (la cosiddetta euroritenuta) applicata in Svizzera o in altri “paradisi” bancari viene applicata (per ora, solamente a persone fisiche e sulla voce “interessi”) solamente a quei contribuenti non-residenti che non vogliono dichiarare in

madrepatria il proprio rapporto bancario e quindi hanno esportato non regolarmente i capitali, tenendoli nascosti al Fisco italiano.

Nel caso si scelga, invece, un rapporto alla luce del sole questa impostazione non esiste.

Va detto che il gettito di questa “euro ritenuta” si è dimostrato molto basso perché molti investitori stranieri con la complicità delle banche straniere provvedono a dribblare questa tassazione, vuoi per il fatto di ricorrere a forme di investimento non produttive di interessi ovvero intestando il proprio patrimonio a veicoli societari anche domiciliati in paradisi fiscali (per esempio, tramite una società “panamense”). Ma sono sempre più numerose le spinte a livello europeo per modificare l'attuale normativa piena di “buchi” (è proprio il caso di dirlo), tenendo conto dell'effettivo beneficiario del conto oltre che arrivare a una lotta a un livello più elevato nei confronti dell'evasione dei capitali a livello internazionale.

*In questo senso -sottolinea Lenzi – la Commissione Europea (a cui sono seguiti gli emendamenti del Parlamento europeo) ha già proposto una revisione del meccanismo dell'Euroritenuta. Tale da ampliare la base di prelievo attraendo da un lato anche tutte quelle categorie di strumenti e prodotti finanziari di fatto equiparabili a forme di investimento produttive di redditi (comprese le polizze vita con rischio biometrico inferiore al 10%); dall'altro lato applicando il prelievo anche ai redditi generati a favore di persone giuridiche il cui avente diritto economico sia un contribuente UE”.*

**PATRIMONIALE, QUANDO ARRIVA ARRIVA.. E SE IL CONTO E'**

## **REGOLARMENTE DICHIARATO NON SI DOVREBBE SCAPPARE DALLA "STRETTA"**

Chi fa le cose per bene in piena trasparenza verso il Fisco italiano naturalmente delocalizzando parte dei propri risparmi non schiva un'eventuale tassa "patrimoniale" nel caso fosse varata nel futuro dato che di fatto avere un conto presso una banca all'estero per un contribuente significa avere gli stessi obblighi verso il Fisco salvo che quando si dovesse scrivere un'eventuale norma in questo campo gli estensori del provvedimento ci si dimenticassero o escludessero questi patrimoni.

L'alternativa illegale per nascondersi al Fisco sarebbe quello di avere un conto non dichiarato con soldi trasferiti all'estero alla chetichella ma questa opzione come più volte abbiamo espresso in questi anni (consigliando nel passato anche di aderire senza esitazioni allo Scudo Fiscale) ci sembra oltre che immorale (per quanto comprendiamo che pagare le tasse a governanti e politici che li sprecano non è una bella cosa) anche molto rischiosa come abbiamo ribadito nell'articolo precedente e quindi altamente sconsigliabile.

Chi delocalizza parte del proprio patrimonio all'estero deve però anche sapere che dal punto di vista fiscale la gestione della posizione è sicuramente meno "easy" di quella di affidarsi a un intermediario italiano.

E' infatti importante non sbagliare o omettere nulla nella dichiarazione dei redditi (le sanzioni previste sono molto salate e sinteticamente riassumibili nei casi di mancata o incompleta compilazione del quadro RW di una sanzione dal 10% al 50% degli importi non dichiarati e la confisca dei

beni per un valore pari a quello non dichiarato), indicando quindi analiticamente i capitali trasferiti, detenuti e tutti i guadagni maturati.

Vi è infatti da tener conto che l'operatore estero non può operare come sostituto d'imposta come accade con una banca o sim italiana attraverso il cosiddetto regime del risparmio amministrato. E dovrà essere quindi il contribuente a indicare (tramite magari l'ausilio del proprio commercialista) tutte queste operazioni nel modello unico che si compila ogni anno a maggio/giugno tramite il foglio riepilogativo che la propria banca straniera gli fornirà ogni anno.

Può un contribuente togliersi questo "impiccio" ? Fino a oggi per delegare questo compito un risparmiatore poteva affidarsi a una fiduciaria che opera a tutti gli effetti come un sostituto d'imposta. Tramite una società fiduciaria e la sottoscrizione di un mandato fiduciario si salta, infatti, l'obbligo di dover dichiarare nel proprio Modello Unico i trasferimenti e i guadagni poiché è la fiduciaria che opera come sostituto ed è questa nei confronti del Fisco a fornire tutti i dati sugli investimenti fatti all'estero come garantire la trasparenza sui nominativi dei contribuenti fiducianti".

Il "contro" di operare tramite una fiduciaria naturalmente esistono anche. In termini di costi perché una fiduciaria non svolge (giustamente) questo servizio gratuitamente e perché diventa un'interfaccia in certi casi ingombrante per alcuni investitori. I rapporti fra la banca e il cliente (compresa l'apertura del conto) passano tutti tramite la fiduciaria che naturalmente per questo servizio si fa pagare, aggiungendo un ricarico (più o meno elevato) a quasi tutte le operazioni, ponendo di fatto un freno all'operatività nel caso

soprattutto si tratti di una fiduciaria “statica”. Peraltro non tutte le banche svizzere accettano di aprire conti tramite fiduciaria.



*un'illustrazione d'epoca della Swiss Federal Bank*

**E non tutte le banche svizzere come quelle italiane sono uguali in termini di costi, solidità e operatività possibile come abbiamo rilevato in un'analisi realizzata per alcuni clienti di MoneyExpert.it e si ricorda cosa è accaduto in tempi relativamente recenti a colossi come UBS salvate dal crac dalla Banca Nazionale Svizzera in zona Cesarini...**

“Una recente risoluzione (61/E del 31 maggio 2011) della Agenzie delle Entrate presa in seguito a un interpello promosso da una fiduciaria italiana apre lo spiraglio, però, per un nuovo rapporto possibile con le fiduciarie – rivela Roberto Lenzi – che potrebbe essere quello di affidare a queste in “outsourcing” la gestione di tutti i rapporti col Fisco riguardo gli investimenti detenuti all'estero tramite il conferimento di un mandato di amministrazione”.

Il vantaggio per il contribuente italiano potrebbe essere quello di mantenere così la piena titolarità del conto e la piena ed esclusiva gestione dei rapporti senza firmare nessuna delega a una fiduciaria. Inoltre nel proprio modello unico il contribuente non dovrebbe più dichiarare alcunché perché sarà

la fiduciaria a gestire tutti i rapporti e le comunicazioni col fisco. Il cliente persona fisica viene così esonerato dalla compilazione del quadro RW e in generale dagli obblighi di monitoraggio valutario e fiscale che verranno espletati dalla fiduciaria. Inoltre, affidando questo mandato di amministrazione a una fiduciaria il risparmiatore italiano potrà anche ottenere una certa ottimizzazione della propria posizione fiscale, potendo far compensare tutti i rapporti (guadagni e perdite) sia dei conti titoli esteri che di quelli italiani, ottenendo una reale compensabilità fiscale ovvero una vera e propria sorta di consolidato fiscale.

Parliamo con il condizionale di questa importante novità poco conosciuta a molti risparmiatori perché abbiamo interpellato la fiduciaria Argos (che aveva proprio presentato all'Agenzia delle Entrate questo interpello) che ci ha confermato il senso di questa risoluzione ma ci ha anche chiarito che da parte loro sono in attesa di un ulteriore parere risolutivo dell'Agenzia delle Entrate (si spera nell'arco delle prossime settimane) su alcuni punti per consentire questa importante semplificazione che faciliterebbe sicuramente l'apertura e gestione di depositi esteri da parte dei contribuenti italiani (delegando a un soggetto terzo tutta la parte relativa alla gestione delle dichiarazioni investimenti sia riguardo i trasferimenti verso estero, che consistenze, guadagni e minusvalenze sia italiani che esteri) poiché come è scritta ora questa risoluzione di fatto costringe alla fine comunque il cliente (se si vogliono fare le cose per bene) ad aprire il conto con la fiduciaria come avveniva nel passato e non direttamente con la banca.

Staremo a vedere e vi terremo informati appena ci saranno novità su questo punto anche su questo aspetto.

L'INCHIESTA/5

## RISPARMIATORE "SCUDATO", MEZZO AVVISATO. TUTTO (O QUASI) QUELLO CHE ORA GLI "SCUDATI" VOGLIONO SAPERE.

Salvatore Gaziano e Roberta Rossi

*E' in dirittura d'arrivo la cosiddetta manovra "Salva Italia" con importanti novità sul fronte fiscale per chi ha aderito agli ultimi tre scudi fiscali. Dallo "scudo" allo "scudiscio" fiscale? Salvo ulteriori modifiche si prevede, infatti un'imposta di bollo annuale da pagare da ora fino alla fine dei propri risparmi "scudati" con aliquote differenti (lo 0,4% nel 2011, l'1% nel 2012, l'1,35 nel 2013 e poi di nuovo lo 0,4% per gli anni successivi). Che si calcola sul valore attuali dei beni "scudati" alla fine di ogni anno. Con un 1% di imposta straordinaria per le somme eventualmente prelevate prima del 6 dicembre 2011. E per chi non paga? Quanto sa oggi del nostro patrimonio l'Agenzia delle Entrate e quanto potrebbe sapere se chi ha "scudato" rinuncia all'anonimato?*



Chi aderendo allo scudo fiscale pensava di aver chiuso definitivamente i propri rapporti con il Fisco pagando il 5% con l'ultima sanatoria fiscale del 2009 (poi con il 6% e 7% per le operazioni di scudo definite nel 2010), mastica amaro. O amarognolo. E non va meglio a quanti hanno aderito ai precedenti scudi del 2001 e 2003 tutti varati dal governo Berlusconi.

Su tutti gli scudati la manovra "Salva Italia" che oggi dovrebbe essere approvata dal Parlamento prevede nuove tasse sotto forma

di imposte di bollo annuali. Pena la perdita dell'anonimato. Anche se difficilmente coloro che hanno aderito al primo scudo (2001/2002) potrebbero subire sanzioni in virtù della decorrenza dei termini di prescrizione per l'accertamento.

Nuove tasse dunque se si vuole continuare a mantenere l'anonimato. Che vanno pagate da parte di chi ha scelto la regolarizzazione, il sia il rimpatrio fisico sia quello giuridico. Quindi sia che i capitali siano detenuti presso una banca italiana come presso una banca straniera.





## PACTA SUNT SERVANDA

Con questo prelievo sui capitali scudati lo Stato, secondo **Roberto Lenzi** – avvocato specializzato in diritto finanziario e pianificazione patrimoniale dello studio LenzieAssociati – si “*viola un principio cardine: pacta sunt servanda, i patti devono essere osservati, specie quando sono stipulati tra cittadino e Stato. La certezza del diritto, in uno Stato moderno, si fonda su questo principio. Ogni legge che cancelli o modifichi una legge esistente non può non prevedere una clausola di salvaguardia per chi ha beneficiato del diritto messo in discussione. Comunque, al di là dell’ammontare del prelievo, si apre un precedente assai negativo che mina la credibilità stessa dello Stato di diritto e che potrebbe essere messa in discussione o non presa nel dovuto rispetto dai cittadini di fronte a futuri nuovi provvedimenti*”.

## LA MANOVRA SUGLI “SCUDATI” IN PILLOLE

**Ecco in sintesi il “conto” da pagare:**

**L’1% nel 2012 delle attività ancora segretate al 6 12 2011 (da pagare il 16 febbraio 2012)**

**L’ 1,35% nel 2013 delle attività ancora segretate al 31 12 2012 (da pagare il 16 febbraio 2013)**

**e poi lo 0,4% ogni anno a partire dal 2014 (quindi da pagare il 16 febbraio 2014 e successivi) calcolato sulle attività ancora segretate alla fine di ogni anno precedente se il contribuente vorrà mantenere “segretato” il conto.**

**Quindi tutte le aliquote si calcolano sul valore delle “attività ancora segretate” al 31 dicembre dell’anno precedente (tranne**

**che per il 2011 dove fa riferimento la data del 6 dicembre 2011).**

**E’ prevista inoltre un’ulteriore imposta di bollo speciale dell’1% solo per il 2012 per gli eventuali soldi prelevati/bonificati prima del 6 dicembre 2011 dalla posizione originaria “scudata”.**

Oltre che per i capitali scudati questa manovra tocca anche chi ha esportato con tutti i crismi i propri capitali (ovvero con dichiarazione sul modello RW). Sarà, infatti, tassato (dello 0,1% annuo per il 2011-2012 e dello 0,15% dal 2013) anche il valore delle attività finanziarie detenute all’estero (indipendentemente dal fatto che siano state o meno scudate) da persone fisiche residenti in Italia. In pratica subiscono lo stesso trattamento dei patrimoni mobili detenuti in Italia come avevamo ipotizzato correttamente nell’articolo precedente dedicato all’analisi dell’apertura di un conto deposito o titoli all’estero.

Inoltre, dal 2011 è stata istituita una imposta sul valore degli immobili situati all’estero posseduti da persone fisiche residenti in Italia. Saranno tassati con un prelievo pari allo 0,76% (calcolato sul valore d’acquisto o in carenza sul valore di mercato). Dall’imposta dovuta si detrae l’eventuale imposta patrimoniale versata nello stato in cui è sito l’immobile.

## CHI REGOLERA’ I RAPPORTI CON IL FISCO

L’imposta di bollo sarà trattenuta dagli Intermediari entro il 16 febbraio di ogni anno con riferimento al valore delle attività ancora segretate al 31 dicembre dell’anno precedente.

**Per il versamento del 2012 il bollo sarà applicato al capitale risultante alla data di entrata in vigore del decreto (6 dicembre 2011).** Il pagamento dell'imposta di bollo garantirà al contribuente l'anonimato, che decadrà quando l'imposta di bollo non sarà più trattenuta dagli intermediari, i quali effettueranno un'apposita segnalazione all'Agenzia delle Entrate.

Occorrerà comunque attendere la circolare attuativa dell'Agenzia delle Entrate, per l'applicazione operativa del provvedimento e rispondere ai tanti quesiti che ancora aleggiano.

Ma cosa significa concretamente perdere l'anonimato? Cosa si rischia a non pagare questa imposta se si appartiene al girone degli "scudati"? Cosa può conoscere il Fisco delle ricchezze dei contribuenti? Cosa accade quando si movimenta il conto "scudato"?

## **ANCORA DUBBI SULLA SOSTENIBILITA' MA IL GOVERNO VA AVANTI**

Il versamento dell'imposta consentirà ai contribuenti di non essere segnalati all'Agenzia delle Entrate dagli intermediari e dunque di mantenere l'anonimato che gli scudi fiscali garantivano sulle somme emerse. Si tratta della cosiddetta "segretazione" che è stata accordata a chi ha aderito agli "scudi fiscali" precedenti? Di cosa si tratta? In pratica lo Stato italiano ha garantito a chi ha "riportato" i capitali in Italia un regime di riservatezza speciale nei confronti del Fisco.

Grazie a questo "ombrello" l'intermediario dovrà rispondere negativamente alle eventuali interrogazioni effettuate

dall'Agenzia delle Entrate o dalla Guardia di Finanza (ai fini degli accertamenti tributari) nel corso di indagini bancarie nei confronti dell'interessato su capitali oggetto di "scudo" (si veda se si vuole approfondire questo argomento l'articolo pubblicato [su questa rivista specializzata](#) (CLICCARE poi sul link in rosso "Quando si perde la segretazione") molto esauriente sull'argomento per chi desidera approfondirlo).

Resta, però, il grande interrogativo su come l'Agenzia delle Entrate sarà in grado di rintracciare capitali ai cui titolari è stato e continuerà ad essere garantito l'anonimato. Resterà da vedere anche se e quanti di questi contribuenti decideranno di rinunciare all'anonimato per fare ricorso contro una decisione che contraddice il "patto con condono" fatto all'epoca del governo Berlusconi. Il pacchetto sui capitali scudati potrebbe infatti essere impugnato sia sotto il profilo della legittimità costituzionale sia sotto quello del rispetto dei principi UE in materia di rapporti Stato-cittadino secondo diversi esperti tributaristi e persino per i tecnici della Camera per quanto in corso d'opera questo provvedimento è stato più volte cambiato per arrivare alla formulazione dell'imposta di bollo sui capitali scudati mentre qualche perplessità suscita la richiesta di richiedere un'imposta (del 1%) per le attività già prelevate in questi anni dai conti "scudati".

Monti ha spiegato che il prelievo sarà a carico di coloro che vogliono conservare l'anonimato e questo regime di "segretazione". Quanto vale questa segretezza? Secondo l'Avvocato **Roberto Lenzi**, fra i più importanti esperti del settore, dipende dai casi. *"Non c'è una regola valida per tutti. Ci sono per esempio ex mariti che non vogliono far sapere alla moglie cui pagano un assegno di mantenimento la reale consistenza del loro*

*patrimonio e preferiranno subire un prelievo dallo Stato che non dover rinegoziare l'assegno. O imprenditori o padri che non vogliono dividere il proprio patrimonio con i soci o i figli. Venendo a esempi meno biechi c'è chi in provincia magari preferisce mantenere un profilo più sobrio e non far vedere a tutti quanto realmente possiede."*

Oppure c'è chi decide di rinunciare all'anonimato perché, preoccupato delle tenuta del sistema paese, decide di aprire questa volta legalmente e alla luce del sole un conto in Svizzera o in un altro "paradiso" per scappare dal "rischio Italia", riportando gli stessi soldi che prima aveva portato dall'estero verso l'Italia ora di nuovo oltralpe. *"Anche questa può essere una motivazione – ammette Lenzi – ma personalmente non considero questo evento così probabile".*

## **CONTI "SCUDATI", MANEGGIARE CON CURA**

In ogni caso il conto scudato non è assolutamente intoccabile come molti risparmiatori pensano, temendo che questo possa causare una perdita dell'anonimato. E' possibile infatti prelevare denaro per qualsiasi esigenza senza perdere l'anonimato. *"Un consiglio ulteriore potrebbe essere quello di aprire un conto scudato bis (di passaggio) – spiega Lenzi – e trasferire la somma che si desidera da questo conto al proprio conto personale. In questo modo anche chi magari abita in provincia e non vuole far vedere al proprio funzionario quanto realmente possiede potrà spendere parte dei soldi dello scudo senza mostrare la provenienza ove il grosso del patrimonio rimane. Ovviamente si perderà la segretezza sulla somma versata sul conto non scudato".*



## **PERDERE L'ANONIMATO**

Se usando una fiduciaria si può mantenere una maggiore privacy sui propri beni nei confronti di parenti e concittadini lo scudo, sul fronte Agenzia delle Entrate offre una protezione comunque parziale. *"Con l'anagrafica dei conti il Fisco sa esattamente il numero di conti e la consistenza delle fortune di un individuo – chiarisce l'avvocato Lenzi – Non sa però dei conti che vede quali sono scudati e quali no. Fino al 31 12 2011 l'accesso all'anagrafe dei conti era consentito solo se il contribuente era soggetto ad accertamento. Ma questo è ormai il passato".*

Ora grazie a Monti e al maggiore impegno del governo sul fronte dell'evasione fiscale l'Agenzia delle Entrate ha libero accesso all'Anagrafe dei conti bancari (ove, pur non essendo indicato quali sono scudati o meno, sono comunque indicati tutti i rapporti) indipendentemente da un accertamento. Quindi l'Agenzia può vedere la consistenza del suo patrimonio globale. E avere qualche elemento in più per individuare un gruppo di soggetti da sottoporre ad accertamento.

Basterebbe andare a vedere le aperture dei conti tra il settembre 2009 ed i mesi successivi: un grosso flusso di trasmissioni dati da parte degli intermediari nel periodo potrebbe presumere per larga parte una connessione con conti scudati, ad esempio

## Dallo “scudo” allo “scudiscio” fiscale?

Ma se uno ha fatto il “bravo” nei confronti del fisco negli anni successivi allo Scudo può e deve preoccuparsi della perdita dell’anonimato? Quanto tempo indietro può andare l’Agenzia delle Entrate a contestare a un contribuente eventuali ricchezze sospette? Stando alla normativa attuale questo periodo è di 9 anni .



E se un contribuente che aveva aderito allo scudo decide di rifiutarsi di pagare questa nuova imposta?

E’ vero che non ha nulla da temere e può “offrire il petto” al Fisco come ha spiegato qualche giorno fa durante una trasmissione su Radio24 il noto tributarista Tommaso Di Tanno?

Le cose non stanno proprio così poiché da come è stata scritta la norma in questi giorni

se non ci saranno ulteriori modifiche il contribuente che non verserà all’intermediario l’imposta da pagare dovrà comunque volente o nolente pagarla.

Gli intermediari finanziari presso cui si è scudato dovranno, infatti, trattenere l’imposta dalle attività regolarizzate o rimpatriate, ovvero ricevere provvista dallo stesso contribuente. Ma sussiste anche (per come è stata scritta la normativa salvo ulteriori modifiche) l’obbligo di segnalazione all’Agenzia delle Entrate, dei nominativi dei contribuenti verso cui non è stata applicata e versata l’imposta, a causa dell’intervenuta cessazione del rapporto di deposito, amministrazione o gestione delle attività rimpatriate o regolarizzate o comunque, per non aver ricevuto la provvista.

*“Inoltre nei confronti di questi contribuenti, si prevede che l’imposta di bollo sia riscossa mediante iscrizione a ruolo e la sanzione applicata in caso di omesso versamento è pari all’importo non versato”* è stato scritto nel provvedimento di legge.

Giocare a nascondino col Fisco insomma può costare non solo un accertamento ma il pagamento del doppio dell’imposta. Con le buone o con le cattive insomma il Fisco vuole riscuotere e minaccia.

## IL MIO NOME E' BOND

# VERONA, CONVERTIBILE BANCO POPOLARE ABBIAMO UN PROBLEMA

Salvatore Gaziano

*Il settore automotive si appresta a chiudere un anno nero in Italia mentre in Europa la situazione è meno grigia. Il mercato tedesco si mantiene il più forte e a beneficiarne sono soprattutto le aziende del settore componentistica. Che traggono spinta anche dal mercato dei ricambi e dell'usato. A Monaco le aziende tedesche del settore hanno incontrato gli analisti. Ecco l'interessante resoconto.*



Lanciato lo scorso anno e offerta ad azionisti e obbligazionisti della convertibile precedente, il bond Banco Popolare 4,75% con scadenza 24 marzo 2014 (Isin IT0004584659) torna a far parlare di sé.

Come si sa non sono momenti di vacche grasse per Banco Popolare e non è bastato nemmeno il recente aumento di capitale dopo l'aumento da 2 miliardi chiuso all'inizio del 2011 per irrobustire a sufficienza la struttura patrimoniale dell'istituto guidato da Pierfrancesco Saviotti. O almeno così la pensa l'Eba, l'Autorità bancaria europea, che ha richiesto di rafforzarsi patrimonialmente per almeno 2,8 miliardi di euro. Non proprio bruscolini visto che la capitalizzazione di

Borsa del Banco assomma a circa 1,644 miliardi di euro.

Dove trovare parte di questi soldi? Da tempo il mercato guarda proprio all'ipotesi di trasformare in patrimonio questo debito, esercitando il diritto di conversione che il prospetto di questa obbligazione convertibile ha previsto sin dal momento dell'emissione. In pratica agli attuali possessori di questa obbligazione si cesserebbero di pagare gli interessi o restituire a scadenza il capitale ma esercitando il richiamo si consegnerebbero loro delle azioni Banco Popolare. Una valanga di azioni se si considera che oggi tutto Banco Popolare capitalizza a Piazza Affari 1,644 miliardi di euro mentre il valore nominale di questo prestito è di quasi 1 miliardo di euro.

Come dire che con la conversione di questo prestito possono cambiare in modo anche radicale gli assetti proprietari (seppur è sempre una banca popolare dove le azioni non si contano) ma soprattutto gli equilibri di potere ai vertici.

In questi mesi non c'è intervista dove Pierfrancesco Saviotti, ad del Banco Popolare, non abbia smentito l'ipotesi di procedere a questa conversione, spiegando

che non c'era assolutamente bisogno di rafforzare ulteriormente il patrimonio.

Non la pensa così l'Eba, l'Autorità bancaria europea, che ha imposto alle banche italiane di rafforzare il patrimonio di 14,7 miliardi di euro, 2,8 dei quali riferiti al Banco Popolare che è stata inclusa nella lista nera delle banche europee "sistemiche" con la necessità di avere più fieno in cascina. Una richiesta giudicata irricevibile da Saviotti che in queste settimane ha fatto il diavolo a quattro per dire che la richiesta dell'Eba non stava assolutamente in piedi.



*«Avevo detto che ero incazzato, ora ci aggiungo un aggettivo, sono incazzato nero» ha tuonato Saviotti in assemblea, sollecitato da un socio a far sentire la sua voce per la decisione «scellerata, illogica, penalizzante» sul capitale dell'Autorità bancaria europea, che «aggiunge problemi a problemi mentre quello che ci vuole è un ritorno alla fiducia e una diversa valutazione del rischio sovrano».*

Per questo motivo Saviotti (che ha comunque questa volta ha in parte ragione sul fatto che vi è dell'impegnatività e incongruenza nel fare proprio ora queste richieste, penalizzando peraltro maggiormente le banche italiane) si è mostrato fino a pochi giorni fa tutto sommato sicuro che questa necessità di dover rafforzare il capitale di Banco Popolare si sarebbe alla fine sgonfiata.

Ma i suoi "insider" non erano giusti visto che la scorsa settimana l'Eba gli ha dato

praticamente torto su tutta la linea, non curandosi un baffo che questo banchiere fosse "incazzato nero". E' notizia di giovedì scorso, infatti, che Banco Popolare, in base all'esercizio sul capitale condotto dall'Eba, avrebbe una esigenza di rafforzamento patrimoniale per 2,73 miliardi di euro, leggermente inferiore ai 2,8 miliardi stimati nel test dello scorso ottobre. Lo ha confermato una nota della banca aggiungendo che così come per altre banche interessate "dovrà presentare alla Banca d'Italia entro il 20 gennaio 2012 un piano per il raggiungimento di un Core Tier 1 ratio pari al 9% entro la fine di giugno 2012".

L'"incazzatura nera" al momento non ha quindi annullato la necessità di ricapitalizzazione ma l'ha diminuita di soli 70 milioni di euro. Non per questo la banca si è dichiarata ancora fiduciosa di poter raggiungere il target proposto attraverso un mix di azioni "che consentano di escludere ulteriori ricorsi al mercato". Qual è questo mix di azioni che dovrebbero far entrare 2700 milioni di euro senza lanciare aumenti di capitale?

Escluso naturalmente che a Verona, Novara o Lodi abbiano trovato dei torchi per stampare soldi "buoni", la discussione verte soprattutto sempre sul famoso prestito convertibile. Da tempo si sa, infatti, che l'idea "meravigliosa" in testa a Saviotti è convincere quegli "stupidotti" (o... "ebet") dell'Eba che quel famoso o famigerato prestito convertibile in circolazione non va considerato un debito ma cash o per dirla in termini più da banchieri «l'obiettivo è rendere il soft mandatory utile ai fini Eba anche senza la conversione» così come è accaduto per alcuni strumenti ibridi emessi da altre banche (i Cashes di Unicredit e i Fresh di Mps).

Saviotti, infatti, si è dimostrato sempre molto fiducioso (la fiducia evidentemente non gli manca) che questo bond convertibile «possa essere considerato utile come capitale senza la conversione e ci riserviamo la possibilità di convertirlo nel caso in cui non raggiungessimo i requisiti richiesti dall'Eba».

Peccato che quei "simpaticoni" dell'Eba sembrano dare torto su tutta la linea a Saviotti e soci, confermando l'indicazione (come un qualsiasi ragioniere potrebbe arguire senza anche non essersi poi laureato alla Bocconi, fatto un master a Fontainebleau o aver lavorato alla Comit) che le banche non potranno considerare nel computo del capitale di migliore qualità gli strumenti ibridi di patrimonializzazione già emessi a meno che non li convertano nel capitale di qualità migliore entro il prossimo mese di ottobre 2012.

### ***Un regolamento peraltro scritto malissimo e per esegeti (ma approvato dalla Consob) quello di questo bond convertibile***

E si ritorna al punto di partenza. Ma cosa dice il regolamento di questo prestito? E perché Banco Popolare sta facendo la corte spietata a tutti i possessori di queste obbligazioni, richiedendone la delega e perfino telefonando a casa per fare più pressione? Leggere il regolamento di questa obbligazione è un'esperienza (e qui usiamo il linguaggio del banchiere di lungo corso, Pierfrancesco Saviotti) che potrebbe far diventare "incazzati neri".

Nei confronti del Banco Popolare che l'ha emesso, scrivendo un testo incomprensibile alla maggior parte dei risparmiatori (che hanno l'obbligo di dichiarare di aver letto

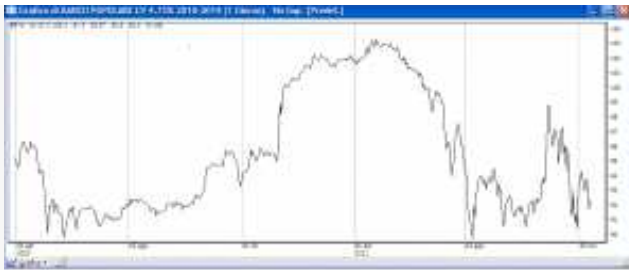
questo prospetto) e perfino a molti addetti ai lavori. Ma anche nei confronti della Consob che ha approvato un simile prospetto in cui soprattutto l'articolo 11 (Opzione di Riscatto dell'Emittente) è scritto in modo così cervellotico che un risparmiatore normale per interpretarlo correttamente deve ricorrere magari a Renucio Boscolo, l'esegeta delle profezie di Nostradamus per capirne qualcosa.

In pratica la Banca può esercitare il diritto di conversione prima della scadenza e in questo caso rimborsare il controvalore in azioni con un piccolo premio, ovvero calcolando le azioni di compendio non sul capitale nominale di 100 ma di 110. Un meccanismo adottato anche da altre banche in altre convertibili: siccome ti rifilo azioni invece che restituirti il cash ti do' un premio del 10% su cui calcolare il numero di azioni che ti consegnerò.

Ma, come amava ripetere Alberto Moravia, "il diavolo fa le pentole, ma non i coperchi". Con l'aumento di capitale varato a inizio anno, infatti, è cambiato in modo sensibile il numero di azioni del Banco Popolare. E il vecchio prospetto è così diventato, diciamo, un po' superato per chi l'aveva emesso che aveva previsto un numero di azioni da offrire ai possessori della convertibile di massimo 276.774.021 e il resto cash...(continua per gli abbonati).

Sì il caro vecchio contante. L'aumento di capitale di inizio anno e il crollo dell'azione Banco Popolare (passato da inizio anno da 2,465 euro al prezzo attuale di 0,92 euro dopo aver toccato un minimo a 0,794 euro poche settimane fa) hanno trasformato così questa convertibile in uno strumento bizzarro.

Da regolamento, infatti, il Banco Popolare se volesse procedere alla conversione anticipata dovrebbe consegnare poche azioni (le famose 276 milioni) e tantissimo cash.



*l'andamento della convertibile 4,75% Banco Popolare*

Una cosa che certo non entusiasma i vertici di Banco Popolare che nelle scorse settimane hanno fatto modificare all'assemblea degli azionisti il numero di azioni al servizio di questo prestito, portandolo a 1,5 miliardi in modo da poter consegnare in questo modo tutte azioni. Fatto questo passo ora Banco Popolare ha convocato l'assemblea degli obbligazionisti per fare approvare questa modifica molto importante e per essere sicura di avere la maggioranza ha lanciato pure una raccolta di deleghe (come succede nei condomini) per convincere con i propri impiegati, call center e mailing i titolari di questo bond a dare carta bianca ai vertici di Banco Popolare.

### Caccia alle deleghe

Detto francamente conviene a un'obbligazionista convertibile del Banco Popolare accettare questa modifica del regolamento? Evidentemente no, se dobbiamo ragionare col portafoglio! E' contro il suo interesse economico. Invece che essere eventualmente rimborsato soprattutto in cash e con un piccolo pacchetto di azioni, se questa proposta fatta dal Banco Popolare (certamente lecita) passerà si ritroverà

nell'ipotesi che questa conversione venga esercitata (molto probabile se l'Eba ribadirà ulteriormente questa necessita senza farsi convincere dalle idee differenti di Saviotti) con solo azioni, ovvero carta in cambio e zero cash.

Eppure la lettera come le telefonate che gli obbligazionisti stanno ricevendo da parte di Banco Popolare è un po' "misleading" (diciamo così, ovvero in italiano casereccio un po' "fuorviante" o "ingannevole") su questo punto.

Questo è quello che dice il testo che ci hanno girato diversi risparmiatori e che hanno ricevuto dalla propria banca:

*"L'Assemblea avrà come oggetto l'approvazione della proposta di modifica del Regolamento del Prestito Obbligazionario "Banco Popolare 2010/2014 CV 4.75% convertibile con facoltà di rimborso in azioni". La proposta prevede principalmente l'incremento del numero di azioni di nuova emissione da porre a servizio del Prestito Obbligazionario stesso e necessita del voto assembleare favorevole del 50% delle obbligazioni emesse. Si tratta di una modifica che non altera i contenuti dell'operazione di emissione delle Obbligazioni, ma che consente, ove approvata, di preservare una delle caratteristiche essenziali e qualificanti del Prestito Obbligazionario Convertibile stesso, cioè quella di strumento flessibile in grado di contribuire al perseguimento al meglio di obiettivi di rafforzamento patrimoniale per l'emittente".*

Bravi gli autori del testo (pagati dalla banca) a metterla giù in questo modo ma evidentemente per un obbligazionista (nella maggior parte dei casi un cliente della banca



a cui è stato già consegnato un prospetto secondo noi lungo, prolisso e nei punti salienti illeggibile e incomprensibile) gli interessi economici possono divergere anche profondamente e questo non è spiegato affatto (né la Consob sembra più di tanto curarsene, forse perché non è questa la sua missione).

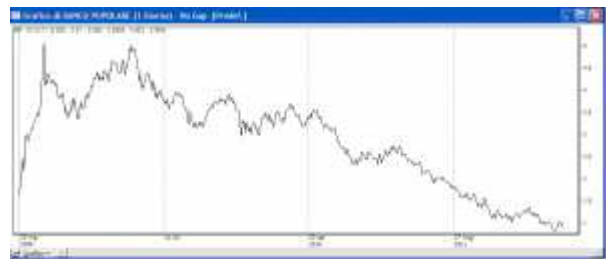
Cosa succederà è difficile dirlo ma certo per un obbligazionista convertibile far passare questa proposta può rappresentare un autogol se il mercato dovesse continuare a mostrare verso il settore bancario e il Banco Popolare l'avversione che ha avuto nell'ultimo anno.

Il rischio è infatti che se la conversione venisse esercitata e fossero dati ai possessori del bond solo azioni (per quanto per un valore nominale di 110 a fronte dell'attuale prezzo di circa 91 del bond) questo "premio" potrebbe non coprire (si veda quel che è successo recentemente nel caso del bond Banco Popolare Emilia e Romagna) l'eventuale crollo dell'azione che si verifica quando i possessori delle obbligazioni, ricevute le azioni, corrono a venderle sul mercato provocandone la caduta (e i piccoli investitori hanno notevoli difficoltà a coprirsi da questo rischio come magari possono fare gli istituzionali con operazioni di copertura, oppure andando short sul titolo).

**Già, perché in questa situazione un altro tarlo agita i possessori di questa obbligazione. Nell'ipotesi che Banco Popolare eserciti la conversione il titolare di questo bond può coprirsi il rischio di un crollo delle azioni, vendendole short, ovvero andando al ribasso appena Saviotti pronuncerà eventualmente il "rompete le righe"? Le azioni saranno**

**rese disponibili immediatamente dalla Banca e dagli intermediari e la Consob consentirà questo tipo di short a tutti o solo ai più "furbetti"?**

Dal punto di vista della società il discorso di Saviotti non fa una grinza e fa certo gli interessi degli azionisti di Banco Popolare. Ma questi possono divergere e anche di molto con quelli dei titolari del bond convertibile.



Nell'ipotesi che all'assemblea degli obbligazionisti (convocata il 16 dicembre in prima convocazione e il 17 in seconda convocazione) vincessero la linea del Banco Popolare, sarebbe quindi più facile prevedere una conversione totale in azioni se l'Eba non facesse marcia indietro.

Se i piccoli obbligazionisti e i fondi d'investimento dissenzienti invece dovessero prevalere, Banco Popolare sarebbe costretta, se volesse esercitare la conversione, a restituire tanto cash e poche azioni.

Un'ipotesi che però non piace a Saviotti perché in questo caso Banco Popolare dal richiamo anticipato potrebbe trattenere nelle casse poche centinaia di milioni di euro e migliorare di solo lo 0,25% circa il proprio core tier (della serie "molto rumore per nulla") invece che l'1% nell'ipotesi che passasse la modifica proposta.

Un bel rompicapo, insomma, capire cosa è più conveniente per un obbligazionista che a



questo punto, per non sbagliare, in qualsiasi scenario può soprattutto solo sperare che il peggio della crisi sia passato, che non ci sia alcun problema per le banche italiane e che l'Eba non chieda più soldi alle banche italiane o accetti di considerare anche le distinte di versamento dell'istituto come patrimonio e che il titolo Banco Popolare salga da qui al 2014 quasi senza interruzioni soprattutto nel

caso che venga esercitato il richiamo anticipato...

Per chi ha qualche dubbio o riserva che non tutto vada a finire bene, naturalmente, è aperta sempre l'altra opzione: vendere il bond convertibile sul mercato e buonanotte ai suonatori...

## **Come è andata l'assemblea dei possessori del bond convertibile**

### **APPROVATA LA MODIFICA DEL REGOLAMENTO**

L'assemblea degli obbligazionisti del Banco Popolare ha approvato la modifica del regolamento del prestito obbligazionario 'Soft Mandatory' da un miliardo di euro. E' stato aumentato il numero di azioni a servizio del prestito convertibile per consentire alla banca di disporre di un maggior quantitativo di azioni utilizzabile per la conversione o l'eventuale esercizio della facoltà di riscatto anticipato, "mantenendo intatti i potenziali benefici patrimoniali derivanti dal Poc, quantificabili in un incremento del Core Tier 1 pari a 107 basis points", si spiega dall'istituto. All'assemblea erano presenti (direttamente o per delega) portatori di voto pari al 69,33% delle obbligazioni complessivamente emesse. La modifica e' stata assunta col voto favorevole del 60,3% delle obbligazioni emesse.

## QUELLO CHE GLI ANALISTI NON DICONO

# AUTOGRILL, ANCHE LA VOGLIA DI ACQUISIZIONI NON CONOSCE SOSTA.

Anna Iko

*La diversificazione internazionale e per differenti canali attuata mostra i suoi frutti e nonostante una congiuntura non proprio brillante la società della famiglia Benetton si difende e anzi pensa a crescere ancora nel settore, meditando possibili acquisizioni. E il canale aeroportuale (in Usa e Uk) a mettere le ali ai conti mentre in Italia si vendono meno tramezzini e panini Fattoria. Colpa del caro benzina.*



**Ha collaborato a questo articolo Emanuele Oggioni, gestore azionario di Saint George Capital Management (gruppo Fondiaria Sai), una società di diritto svizzero con sede a Lugano specializzato nell'asset management**

Nell'immaginario comune Autogrill è soprattutto il luogo per rifocillarsi e fare un break quando si è in autostrada ma nel corso degli anni questa impresa ha subito un profondo ampliamento del proprio business, diventando il primo operatore al mondo nei servizi di ristorazione e retail per chi viaggia. Non solo cibo e bevande (Food & Beverage) ma anche "Travel Retail & Duty-Free" ovvero

con le acquisizioni di Aldeasa, Alpha Group e World Duty Free Europe, Autogrill è diventato uno dei principali operatori mondiali di retail aeroportuale passando dai caffè, dalle pizze e i tramezzini agli articoli di profumeria, cosmetica, liquori, tabacchi e prodotti dolciari. E così se la ristorazione rappresenta il business storico del gruppo e del mercato della concessione in generale il "travel retail" è diventata la seconda gamba (con un peso del 30% del fatturato) per un gruppo che opera oramai in 35 Paesi con circa 62.500 dipendenti e gestisce più di 5.300 punti vendita in oltre 1.200 location.

Una diversificazione che ha consentito al gruppo di proprietà della famiglia Benetton di ampliare ben oltre l'Italia il business di questa società presente nei canali tipici del viaggio, le autostrade, gli aeroporti e le stazioni ferroviarie, oltre che nei centri commerciali, nelle fiere, nei musei e nelle città.

### Come va il settore e la società?

La diversificazione internazionale, per canali e tipologie di prodotti si è rivelata azzeccata perché in un contesto economico mondiale

comunque stagnante (soprattutto in Italia) la società ha mostrato di potersi difendere e crescere come ha indicato l'ultima trimestrale al 30 settembre dove il miglior andamento viene dal canale aeroportuale soprattutto in Nord America e in Gran Bretagna (mentre il canale autostradale soffre soprattutto in Italia causa anche il minor traffico).

Nel terzo trimestre, infatti, i ricavi sono saliti a 1667 milioni di euro (+5,1 che corrispondono a +2,1% a cambi correnti) con una crescita della redditività (233m€, +5,5% vs 3° trimestre 2010, +2,4% a cambi correnti). I ricavi consolidati sono così saliti nei primi 9 mesi del 2011 a 4.322,8m€ (+4,5% vs i 9 mesi del 2010 +2,5% a cambi correnti), l'Ebitda consolidato a 483,9m€ (+4,5% vs i 9 mesi del 2010, +2% a cambi correnti) mentre l'utile netto è cresciuto a 125,7m€ contro i 116,8m€ dei primi 9 mesi del 2010

E in tale situazione l'indebitamento finanziari è sceso di 134 milioni di euro a 1.441 milioni di euro grazie alla forte generazione di cassa. Tanto che la società in controtendenza rispetta alle imprese del settore parla di alzare la leva per fare acquisizioni sia nel F&B (food and beverage), sia nel T&DF (trade and duty-free), nel primo caso con piccole acquisizioni mirate, data la solida posizione di leadership mondiale, nel secondo con operazioni di joint venture o partnership non paritetiche, ma a maggioranza Autogrill, con qualche importante operatore del settore (es. Dufry, Nuance, DFS di LVMH), al fine di concentrare ulteriormente la concorrenza.

Dal punto di vista patrimoniale la società ha ancora spazio per indebitarsi visto che il rapporto indebitamento/ebitda 2011 è di 2,4 a fronte di covenant < 3,5x, mentre l'interest coverage è di circa 8x a fronte di covenant > 4,5x.

Il costo del debito 12E è stimato intorno al 5,6% grazie alle coperture e alle linee di credito in essere, che permettono di fare acquisizioni per almeno € 800 mn senza chiedere nuovi finanziamenti (quindi a condizioni diverse e peggiori rispetto a quelle attuali); il grosso rifinanziamento del debito è in scadenza solo nel 2016. La generazione di free cash flow media annua nel periodo 11-12E è di almeno € 200 mn, per un FCF yield corrente dell'11%.

Le assunzioni sul 2012 sono per una crescita del 3-4% per il business aeroportuale (65% sales) per il F&B e anche superiore per il T&DF, mentre l'outlook è positivo anche per il turismo in UK (Olimpiadi di Londra) e in Spagna, visto il permanere delle turbolenze in Egitto, mentre è negativo del 2% per l'Italia (stima di traffico autostradale). L'Italia, ai 9M11, vale il 23% dei ricavi e il 22% dell'Ebitda.

Infine, l'impatto del cambio €/€ è sempre sovrastimato dal mercato: se il dollaro si apprezzasse del 10%, il beneficio sugli utili sarebbe solo del 3/4%, e viceversa.

IL BAROMETRO SUI MERCATI

## AAA CERCASI ACCORDO EUROPEO QUASI DISPERATAMENTE

Francesco Pilotti

*A guardare i mercati questi governanti europei sembra che non stiano lasciando nulla di intentato pur di provocare il panico ... sui mercati azionari, obbligazionari e dei cambi. E così le agenzie di rating fanno ancora il bello e il cattivo tempo e, alla vigilia del Natale, regalano alla comunità finanziaria sforbiciate di rating su banche e Stati. Tutti dichiarano che c'è poco tempo per salvare il salvabile, ma le principali nazioni europee rimangono ancora distanti sulle misure da adottare.*



Sarà un Natale, quello che ci apprestiamo a vivere, caratterizzato dalla necessità di risparmiare per le milioni di famiglie colpite e affondate dalla tanto famigerata crisi economica ma soprattutto spaventate da politici, banchieri ed economisti da quello che potrebbe arrivare con l'anno nuovo.

E quel che è peggio è che non sembra per nulla una situazione passeggera, anche a guardare ciò che succede nel mondo ormai globalizzato. Le agenzie di rating continuano a comportarsi come Edward "Mani di forbice" nel famoso film di Tim Burton del 1990.

Un taglio di qua, un taglio di là e nell'ultimo mese altri numerosi istituti bancari in tutta Europa sono stati declassati con motivazioni

che vanno dalle incertezze dovute all'evoluzione dell'economia mondiale ai cambiamenti normativi che pongono le banche di fronte a sfide importanti. Anche i principali Stati europei sono oggetto di osservazione ed è quasi certo che prossimamente anche quelli più virtuosi perdano la fatidica tripla A.



E secondo la visione più ottimistica di questi tempi lo spread tra i tassi di interesse italiani e quelli degli altri Stati dovrebbero quindi scendere leggermente ma più per un peggioramento della situazione di Germania e Francia che per un miglioramento delle condizioni del nostro Paese.

A livello europeo ci sono ancora notevoli incertezze relativamente alle misure da

adottare per salvare il salvabile e costruire le basi per un'Europa più forte e unita. Ed è proprio l'unità e la coesione che attualmente vengono a mancare, nonostante il Presidente della Banca Centrale Europea Mario Draghi abbia ribadito più volte che il programma di acquisto bond della Bce non è infinito e che è necessaria l'accelerazione nell'attuazione del Fondo salva Stati per allentare le pressioni su banche e obbligazioni governative.

In Italia la manovra del Primo Ministro Monti è ormai chiara e definita e lascia perplessi non tanto per le frustate a cui tutti saremo soggetti nei prossimi anni quanto per la mancanza di stimoli all'economia che ritardano l'uscita dalla recessione.

Sul fronte azionario l'Indice FTSE All Shares del mercato italiano (di cui inseriamo qui sotto l'andamento grafico in questo consueto rapporto mensile) continua nella sua fase di congestione al di sotto della trend line

discendente che passa attualmente attorno ai 16.700 punti.

Un buon segnale di forza sarebbe il superamento della predetta trend line con obiettivi 17.100 prima e 18.600 successivamente. Solo al di sopra di quest'ultimo livello la situazione tornerebbe rosea e si potrebbe guardare al futuro con ottimismo. Più probabile la continuazione della fase attuale di congestione con particolare attenzione al livello di 14.300 al di sotto del quale si aprirebbero le porte per una nuova profonda discesa.

Che speriamo non avvenga, naturalmente nonostante il nostro "semaforo" è sempre "rosso" da giugno/luglio (invitando a stare fuori da Piazza Affari e dintorni) come alcune strategie fra le più seguite dai nostri clienti di "copertura" sui future che continuano a consigliare di stare short ovvero al ribasso.





# Buon Natale e Felice 2012 dallo Staff di Borsa Expert e Money Expert

MoneyReport è un supplemento plurisettimanale a BORSA EXPERT, periodico registrato al Tribunale di Milano, numero 652 del 23 novembre 2001. Iscritto al R.O.C. n. 13382

**DIRETTORE RESPONSABILE:**

**Salvatore Gaziano**

**EDITORE ASSOCIATO:**

**Roberta Rossi**

AUTORI: Salvatore Gaziano, Roberta Rossi, Francesco Pilotti, Mara Dussont, Gregory Mattatia, Emanuele Oggioni, Gianfranco Sajevo, Vincent Gallo.

**PROGETTO GRAFICO E IMPAGINAZIONE:**

Cristina Viganò, Attilio Raiteri e Assunta Cicchella

**CONSULENZA TECNICA ED EDITORIALE:**

Alessandro Secciani

EDITORE: Borsa Expert srl con sedi in

Piazza Vetra, 21 - 20123 Milano

e Via Matteotti, 21 - 19032 Lerici

Tel. 800.03.15.88 - fax 02 700562002

e-mail: info@borsaexpert.it

**RIPRODUZIONE RISERVATA**

Secondo la legge con questa scritta viene tutelato il diritto d'autore degli articoli pubblicati su questa rivista. Pertanto l'Utente sarà considerato esclusivo responsabile legalmente per gli eventuali danni subiti da quest'ultima o da soggetti terzi in conseguenza dell'utilizzo del Servizio da parte dell'Utente medesimo in violazione della normativa vigente, anche in materia di tutela del diritto d'autore. In particolare, l'Utente sarà ritenuto responsabile dei danni subiti dal titolare dei diritti d'autore in conseguenza della pubblicazione, utilizzazione economica, riproduzione, imitazione, trascrizione, diffusione (gratuita o a pagamento), distribuzione, traduzione e modificazione delle notizie e delle informazioni in violazione delle norme in tema di protezione del diritto di autore con qualunque modalità esse avvengano su qualsiasi tipo di supporto. Pertanto i sottoscrittori o i visitatori registrati possono scaricare, archiviare o stampare il materiale dal sito solo per utilizzo individuale e saremmo certo lieti se segnalano ad amici e conoscenti il sito [www.moneyreport.it](http://www.moneyreport.it). Qualsiasi riproduzione, trasmissione o utilizzo senza un permesso scritto di Borsa Expert srl è strettamente vietato e sarà perseguito ai sensi di legge. Ci piace che i nostri contenuti 'girino' ma vogliamo averne il controllo per tutelare il nostro lavoro e i nostri abbonati.

**AVVERTENZE**

Le informazioni presentatevi sono fornite a titolo puramente documentale e non coinvolgono la nostra responsabilità. Si invita in proposito a leggere attentamente le AVVERTENZE pubblicate sul sito. In sintesi si ricorda che le informazioni e le opinioni contenute nella presente pubblicazione si basano su fonti ritenute attendibili. La provenienza di dette fonti e il fatto che si tratti di informazioni già rese note al pubblico è stata oggetto di ogni ragionevole verifica da parte di Borsa Expert che tuttavia, nonostante le suddette verifiche, non può garantire in alcun modo né potrà in nessun caso essere ritenuta responsabile qualora le informazioni alla stessa fornite, riprodotte nel presente documento, ovvero sulla base delle quali è stato redatto il presente documento, si rivelino non accurate, complete, veritiere ovvero non corrette. Le fonti usate con maggior frequenza sono le pubblicazioni periodiche della società (bilancio di esercizio e bilancio consolidato, le relazioni semestrali e trimestrali, i comunicati stampa e le presentazioni periodiche) oltre che quanto pubblicato da altre fonti giudicate dalla nostra redazione autorevoli (stampa, siti web, interviste, report...). La presente pubblicazione è redatta solo a scopi informativi e non costituisce offerta e/o sollecitazione all'acquisto e/o alla vendita di strumenti finanziari o, in genere, all'investimento, né costituisce consulenza in materia di investimenti finanziari. Considerato che nessuno può fare previsioni sicure MoneyReport non fornisce alcuna garanzia di raggiungimento di qualunque eventuale previsione e/o stima contenuta nella presente pubblicazione ma ha la speranza che le informazioni e segnalazioni fornite possano accrescere le possibilità di battere il mercato nel tempo. Analogamente vista l'imprevedibilità dei mercati eventuali risultati realizzati nel passato dal nostro team non sono garanzia di uguali risultati nel futuro. Le informazioni e/o le opinioni ivi contenute possono variare senza alcun conseguente obbligo di comunicazione in capo a Borsa Expert.

**Per ulteriori informazioni, sottoscrizioni o altre informazioni visitate il sito [www.moneyreport.it](http://www.moneyreport.it) o contattateci via posta elettronica ([help@moneyreport.it](mailto:help@moneyreport.it)) o telefonicamente al numero 800.03.15.88.**

Finito di scrivere il 19 dicembre 2011