

## **TUTTO (O QUASI) QUELLO CHE AVRESTE VOLUTO SAPERE SUGLI ETF. INTERVISTA A MASSIMO SIANO, RESPONSABILE PER L'ITALIA DI ETF SECURITIES**



*Per il mercato degli Etf e compagnia il 2011 si chiude con un bilancio ricco di chiaroscuri. Aumentano i volumi ma è in atto una fuga crescente da quelli "sintetici". Dove si può scoprire che un Etf tripla A sui titoli di Stato americani (come quello emesso da Lyxor) sia zeppo di Btp italiani! Questo pazzo pazzo mondo finanziario... Ci si può fidare "ciecamente" di questi prodotti? Quali sono le vere magagne? E cosa accadrebbe in caso di seria difficoltà di qualche emittente? L'Etf sull'oro fisico (Phau) quanto è sicuro? Ne parliamo con Massimo Siano, responsabile per l'Italia di ETF Securities, la società leader sul mercato degli Etc che con quello sull'oro (il Phau) ha "sbancato" a Piazza Affari (e nel mondo).*

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

## **COGEME SeT, (ALTRO) BRUTTO GUAIO A PIAZZA AFFARI. DALLA TURBO INDUSTRIA ALLA TURBO FINANZA?**

Cinque anni fa questa società di componentistica auto veniva quotata a Piazza Affari a 3,65 euro. Ora il titolo vale 0,057 euro (-98,4%) e nelle prossime settimane si svolgerà un'assemblea infuocata con i piccoli azionisti sul piede di guerra contro gli amministratori passati e attuali. Questi ultimi hanno proposto di azzerare il capitale dopo aver annunciato una maxi svalutazione di circa 90 milioni di euro. Un modo "elegante" per far fuori i piccoli azionisti e ridurre in cenere il valore delle vecchie azioni. Che non ci stanno e hanno seppellito la Consob con un esposto dove rivelano ed evidenziano quello che la stessa Consob...avrebbe dovuto "ispezionare" in questi mesi e in questi anni. E qualcosa si muove, sperando in un lieto fine...

[Continua a pagina 12 >>>](#)

### Sommario

#### PAG. 2

##### L'inchiesta

**TUTTO (O QUASI) QUELLO CHE AVRESTE VOLUTO SAPERE SUGLI ETF. INTERVISTA A MASSIMO SIANO, RESPONSABILE PER L'ITALIA DI ETF SECURITIES**

di Salvatore Gaziano

#### PAG. 12

##### Quello che gli analisti non dicono

**COGEME SeT, (ALTRO) BRUTTO GUAIO A PIAZZA AFFARI. DALLA TURBO INDUSTRIA ALLA TURBO FINANZA?**

di Salvatore Gaziano

#### PAG. 20

##### Quello che gli analisti non dicono/2

**UNICREDIT E LA FAVOLA DI "AL LUPO, AL LUPO". ORA ALL'AD GHIZZONI NON CREDE PIÙ NESSUNO**

di Salvatore Gaziano

#### PAG. 24

##### Il mio nome è Bond

**IN ATTESA DELL'ACCORDO MERKEL/SARKOZY L'OBBLIGAZIONARIO A BREVE RIMBALZA GRAZIE ALLA SOLUZIONE ALL'ITALIANA" DI DRAGHI.**

di Salvatore Gaziano e Roberta Rossi

#### PAG. 28

##### Il barometro sui mercati

**I MERCATI NON CREDONO PIU' NEMMENO ALLE AGENZIE DI RATING**

di Francesco Pilotti

## L'INCHIESTA

# TUTTO (O QUASI) QUELLO CHE AVRESTE VOLUTO SAPERE SUGLI ETF. INTERVISTA A MASSIMO SIANO, RESPONSABILE PER L'ITALIA DI ETF SECURITIES

Salvatore Gaziano

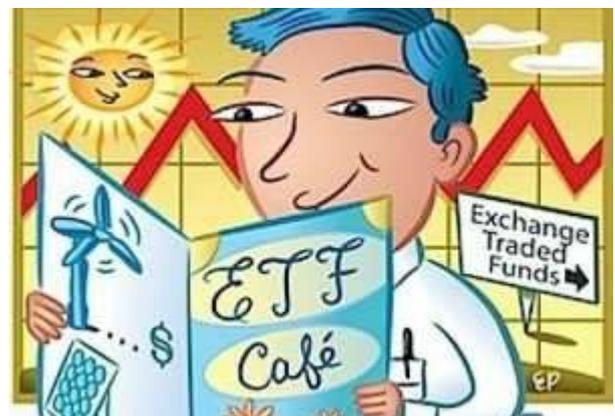
*Per il mercato degli Etf e compagnia il 2011 si chiude con un bilancio ricco di chiaroscuri. Aumentano i volumi ma è in atto una fuga crescente da quelli "sintetici". Dove si può scoprire che un Etf tripla A sui titoli di Stato americani (come quello emesso da Lyxor) sia zeppo di Btp italiani! Questo pazzo pazzo mondo finanziario... Ci si può fidare "ciecamente" di questi prodotti? Quali sono le vere magagne? E cosa accadrebbe in caso di seria difficoltà di qualche emittente? L'Etf sull'oro fisico (Phau) quanto è sicuro? Ne parliamo con Massimo Siano, responsabile per l'Italia di ETF Securities, la società leader sul mercato degli Etc che con quello sull'oro (il Phau) ha "sbancato" a Piazza Affari (e nel mondo).*

Fidarsi è bene, non fidarsi è meglio. Anche il mondo degli Etf (azioni, obbligazioni, indici), Etc (quelli legati alle materie prime) ed Etn (simili a una sorta di cambiali si comportano come "replicanti" ma senza la garanzia di un sottostante e quindi ci si fida "ciecamente dell'emittente) è stato scosso nel 2011 dalla crisi finanziaria e dalla voglia di sicurezza di un numero crescente di investitori.

Se si guarda alle statistiche presentate da Borsa italiana in occasione della ultima Morningstar Etf invest conference, il mercato degli Etp (ovvero Exchange traded product, come si definiscono ora tutti insieme questo genere di strumenti finanziari indicizzati) sembra in forma quasi smagliante con contratti medi giornalieri in aumento del +9,21% nei primi dieci mesi dell'anno, mentre il turnover medio è salito del 12,62%. Oltre 670 Etp (in aumento del 18,6% rispetto all'anno precedente) quotati e che coprono oramai quasi tutte le aree geografiche o temi d'investimento.

Ma è tutto oro quel che luccica? In realtà nel mercato degli Etp sono in atto forti sommovimenti fra società di gestione che guadagnano o perdono importanti quote di mercato e il dibattito (e non solo) ferve soprattutto fra Etp sintetici e fisici.

Una questione che un tempo poteva sembrare di pura lana caprina, ma ora che nemmeno le banche si fidano fra loro assume una notevole importanza se si preferisce prevenire che curare (o passare un brutto quarto d'ora e scoprire che il proprio denaro si è in parte volatilizzato per effetto di qualche strano "derivato").



## **Etf fisici (lisci) e sintetici (gassati). E niente Ferrarelle...**

Per “replicare” l’andamento di un titolo o di un indice o un paniere gli emittenti hanno, infatti, due strade principali per strutturarli. Con replica fisica o sintetica. E’ l’emittente che decide quale “motore” mettere in base alle proprie preferenze e dal tipo di benchmark che deve replicare.

Gli Etf più facili da capire e trasparenti sono quelli a replica fisica. In questo caso il paniere di titoli contenuti nell’Etf è identico a quello dell’indice o settore che si vuole replicare. Gli Etf “sintetici”, per offrire la replica dello strumento a cui sono agganciati per ottenere questo risultato, ricorrono all’ingegneria finanziaria e contengono quindi uno swap (ovvero un contratto derivato) che garantisce l’esatta replica dell’indice.

Questa “evoluzione” può consentire magari di eliminare alcuni problemi di questi strumenti (come il “tracking error”) ma apre il mondo degli Etp ad altre insidie come quello di controparte. Che succede se colui che fornisce lo “swap” (e garantisce quindi l’esatta replica del sottostante) fallisce?

Domande che fino a qualche tempo fa sembravano puramente accademiche ma che con il 2011 (dopo lo spettro di quello che era accaduto nel 2008 con il fallimento di Lehman Brothers e il salvataggio per il rotto della cuffia di Aig) sono tornate drammaticamente d’attualità con le stesse banche europee più importanti che non si prestano i soldi fra loro come dimostra il livello dei prestiti alla Bce.

Definire quindi genericamente gli Etf come prodotti semplici e trasparenti è un filino esagerato e lo stesso Financial Stability Board, l’organismo per la stabilità del sistema

finanziario, ha lanciato una sorta di allarme proprio sul problema del rischio di controparte per gli Etf sintetici (che usano derivati) e per quelli fisici che prestano titoli a terzi.

Perché viene utilizzata questa metodologia con contratti derivati ovvero swap? Ovviamente perché risulta più conveniente da implementare per le banche e gli emittenti rispetto all’acquisto dei titoli fisici. E anche perché, col passare degli anni, lo scenario finanziario si è evoluto come l’offerta di prodotti (azioni, obbligazioni, materie prime, valute...) sempre più sofisticati. E in molti casi è stato quasi un passo obbligato per alcune categorie ricorre al “sintetico” per poter offrire dei “replicanti”.

## **Altro problema, il prestito titoli.**

Ma i problemi degli Etf non sono creati solo da quelli di tipo “sintetico” poiché un altro problema può essere generato dal “prestito titoli”, una pratica che è entrata anch’essa nel mirino dei regolatori. E che consiste, da parte degli emittenti, nel prestare a terzi i titoli in portafoglio, in cambio di una commissione. In genere, chi prende a prestito (spesso hedge fund) spera di trarre profitto dal declino dei prezzi. Anche questa operazione comporta inevitabilmente dei rischi: cosa potrebbe capitare se chi ha preso i titoli a prestito fallisce e non restituisce più i titoli?

Per questa ragione, gli emittenti di Etf chiedono a garanzia un collaterale e si assicurano che il valore di quest’ultimo ecceda quello del prestito ma il risparmiatore non è quasi mai al corrente di tutte queste operazioni di “back office” che comunque diminuiscono la “sicurezza” del suo investimento. Con un rischio di controparte che più sono numerosi questi passaggi più

aumenta e varia in funzione della solidità di ciascuno degli “anelli”.

Come ha scritto correttamente **Sara Silano**, direttore di MorningStar Investor, *“il timore è che questi strumenti e il modo in cui vengono utilizzati mandino in cortocircuito il sistema finanziario”*.

Cosa può accadere infatti se in un Etf a replica sintetica l'emittente (A) ha stipulato uno swap con una controparte (B) e questa salta o ha seri problemi finanziari? E magari la banca depositaria (C) sia espressione dello stesso gruppo dove A, B e C di fatto sono riferibili allo stesso gruppo bancario?

Sia chiaro le regole attuali del mercato degli Etp consentono (entro certi limiti) tutto questo e non stiamo parlando di comportamenti illegali o fuori dalle regole da come sono scritte attualmente le normative del settore.

E' stato qualche mese fa il Financial Stability Board (presieduto da Mario Draghi) e il Fondo Monetario Internazionale ad attirare l'attenzione sui rischi legati alla tendenza di crescita eccessiva dell'acquisto di ETF sintetici in alcuni mercati di Asia ed Europa. Poiché di solito la controparte è la banca, che fa non solo da promotore, ma anche da fornitore degli ETF (e spesso pure da banca depositaria), se questa fallisce, gli investitori possono essere esposti a molti pericoli.

Certo è vero che il patrimonio custodito negli Etf è “segregato” rispetto a quello dell'emittente in “veicoli speciali”.

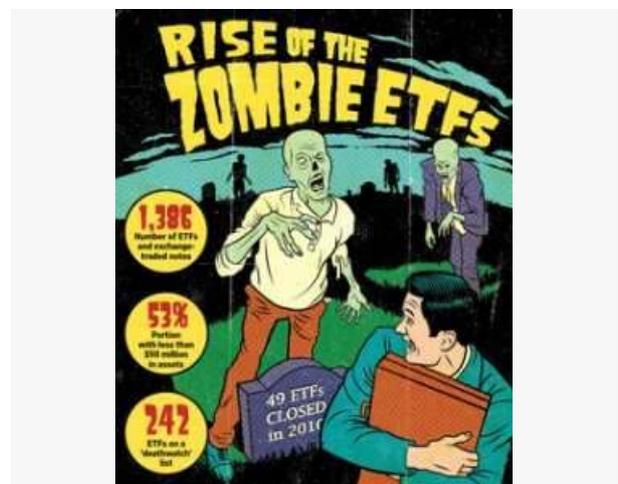
Per entrambi i tipi di Etp (fisici o sintetici) se fallisce l'emittente gli investitori dovranno rivolgersi alla banca depositaria. Però, mentre per gli ETF fisici i risparmiatori potrebbero avere in mano delle obbligazioni oppure delle azioni, nel caso degli ETF sintetici potrebbero ritrovarsi in mano con un contratto swap che potrebbe essere anche

“carta straccia” se è fallita la controparte (che spesso e volentieri è legata all'emittente). Certo i detentori dell'Etf “sintetico” possono rivalersi sul “paniere sostitutivo”.

Ma anche qui possono uscire fuori nei casi peggiori delle strane sorprese. Negli Etf a replica sintetica sono, infatti, due i modelli seguiti:

a) nel metodo un-funded, quello originario, la liquidità viene usata dal provider per costruire un paniere di titoli, detto substitute basket;  
b) nel metodo funded, invece, la liquidità viene trasferita alla controparte dello swap in cambio della performance dell'indice. E' evidente che questi due sistemi determinano conseguenze differenti in caso di default della controparte, perché nel primo caso l'accesso al paniere sostitutivo è diretto (ma c'è da sperare che sia il più vicino alla “realtà” da replicare); nel secondo caso invece, non è immediato e potrebbe diventare un serio problema.

Insomma, raccontare come si faceva all'inizio dello sbarco dei primi Etc che questi sono prodotti “semplici e trasparenti” è oramai una dichiarazione un po' ingenua e oramai anzi alcune tipologie di Etf (come quelli con swap o sintetici) sono considerati una possibile e temibile fonte di contagio e di rischio “sistemica”.



Ci sono anche gli Etf "Zombi". Quelli che scompaiono e vengono ritirati dagli emittenti perchè gli scambi sono bassi e non ne giustificano la quotazione magari passata di moda

### Gli Etf "bunga bunga"...

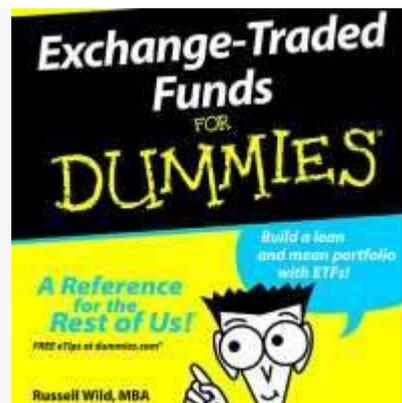
E può certo destare qualche inquietudine scoprire per esempio che in un Etf titoli con scadenza a 5-7 anni del debito americano il 18,5% del patrimonio sia investito in Btp italiani! Sul blog del Financial Times dello scorso mese a questo "strano ma vero" ci hanno dedicato un gustoso pezzo da titolo che è tutto un programma: "L'investimento nei titoli di Stato americani con un tocco di Bunga Bunga" ([si veda qui l'articolo originale](#) comprensivo di replica).

La società emittente nel caso in questione è Lyxor (Società Generale) che naturalmente ha spiegato la piena liceità di questo comportamento e anzi l'ha difesa per quanto personalmente da investitore (e non credo solo al sottoscritto) queste soluzioni alla "Frankenstein" non mi convincono appieno. Come l'utilizzo massiccio degli Etf nelle gestioni e nei portafogli (soprattutto di tipo attivo e flessibile) come avremo modo di spiegare insieme a Roberta Rossi nelle due conferenze che svolgeremo il 21 gennaio e il 18 febbraio a Milano ([vedi qui per iscriverti](#)). C'è fin troppa "mitizzazione" sugli Etf, sui loro vantaggi e sui presunti costi "ridotti" da parte di molti operatori che vendono ancora la "favoletta" che gli Etf sono prodotti semplici, trasparenti e poco costosi... Ma purtroppo sempre più non è così (e lo scriviamo da qualche anno poco ascoltati in verità) e occorre fare delle valutazioni un po' più articolate per ciascun prodotto e ciascun cliente se non si vogliono dire delle fesserie o delle banalità.

E sarà forse un caso ma dopo questo articolo del Financial Times qualcosa è cambiato nel portafoglio di questo Etf di Lyxor poiché se si va a guardarne oggi la composizione al 20 dicembre si scoprirà che dei Btp italiani non ce n'è più traccia mentre la stessa Lyxor da qualche tempo si sta sempre più impegnando (<http://www.etfinfo.it/carta>) per assicurare gli investitori su questi aspetti.

Va detto però che il mercato sembrerebbe accorgersi degli emittenti che soprattutto nel passato (più o meno recente) hanno puntato o meno sul modello "fisico" o "sintetico". Se si guarda ai flussi degli emittenti dove si evidenzia come nei primi undici mesi del 2011 l'emittente che ha registrato i maggiori deflussi netti a livello europeo è stato Lyxor (-5,1 miliardi), che ha accusato il colpo delle fuoriuscite dagli emergenti e dai governativi dell'area Euro ma anche, secondo alcuni osservatori, il contraccolpo di questa "fuga" dai sintetici.

Mentre fra le società emittenti che hanno avuto i migliori flussi positivi si evidenziano iShares (11,2 miliardi), Ubs (2,9 miliardi) ed Etf Securities (2,6 miliardi).



*La guida per i "tonti". Il libro di divulgazione sugli Etf più venduti negli Stati Uniti.*

Da una interessante analisi pubblicata sul sito Morningstar si evidenzia come l'analisi dei "flussi netti stimati" (calcolati come la differenza dei patrimoni netti, aggiustata per il rendimento di periodo), nel terzo trimestre mostra un saldo netto negativo di circa 2 miliardi di euro per gli Etp (Exchange traded product) swap-based e uno positivo per 5,74 miliardi per quelli fisici. Una divergenza sempre più significativa.

Nel periodo luglio-settembre, il 96% del totale dei deflussi è imputabile agli strumenti sintetici, contro il 51% del trimestre precedente; mentre il 72% della nuova liquidità è finita in quelli fisici (53% il dato precedente). Sempre nei mesi estivi, gli swap-based hanno perso quote di mercato rispetto ai fisici.

Per Jose Garcia-Zarate, analista sugli Etf di Morningstar, "la paura del sintetico" non è sufficiente da sola a spiegare questi dati. E' vero, la percezione dell'intera industria degli Etp è cambiata radicalmente nel corso dell'anno, per effetto degli allarmi lanciati dalle autorità di vigilanza (come il Financial stability board) e dagli organismi internazionali (tra cui il Fondo monetario internazionale), per i quali la rapida crescita di questi strumenti è una possibile fonte di rischio sistemico. In particolare, il problema si pone per chi fa uso di derivati o del prestito titoli, pratiche che comportano un "rischio di controparte".

Un'altra lettura di questi dati la si può, infatti, avere valutando le scelte di asset allocation degli investitori dove si evidenzia come Deutsche Bank con i suoi Db X-Trackers (un emittente che usa molto il "sintetico") ha comunque avuto flussi positivi grazie al forte interesse per il mercato locale (replicato dal db x-trackers Dax) mentre Lyxor, per contro,

non forte su Francoforte, ha subito le fuoriuscite dai mercati emergenti e dai titoli governativi dell'Eurozona, per i quali ha una vasta gamma dedicata.

**L'intervista (tutta da leggere) a MoneyReport.it a Massimo Siano, responsabile per l'Italia di ETF Securities**

Laureato in economia aziendale all' ESCP Europe ed in Scienze Politiche all' universita' di Torino, Massimo Siano è il responsabile del mercato italiano per ETF Securities, uno dei leader mondiali che si caratterizza per l'indipendenza (non appartiene ad alcun gruppo bancario) e per la specifica competenza nei prodotti su commodity. E' stata la prima società a quotare il primo exchange-traded commodity sull'oro al mondo (era il 2003) e successivamente molte altre soluzioni di investimento diventate leader del proprio mercato di riferimento.



E l'indipendenza sicuramente si avverte, parlando a ruota libera con questo protagonista del mercato degli Etp che non si nasconde (a differenza dei suoi colleghi) dietro un dito o sotto le gonne del proprio gruppo bancario e/o dei regolamenti.

**Partiamo subito dall'oro, il vostro Etc sull'oro fisico, il Phau, è il best seller sul mercato. Gli investitori possono dormire sonni tranquilli?**

Nella scorsa settimana il forte il ribasso dell'oro è stato spiegato anche da una sorta di eccessiva finanziarizzazione dell'oro fisico che sarebbe anche utilizzato come collaterale o re-ipotecato da alcune banche per finanziarsi. Ed è da diverso tempo negli Stati Uniti e anche su diversi siti alcune ombre vengono gettate anche sugli Etc legati all'oro fisico. Il pensiero "ultimo" dei sostenitori dell'oro fisico (come un lettore del libro di Maloney sull'investire in oro e argento) rispetto a quello contenuto in quello degli Etc è che di fatto l'oro viene considerato una sorta di bene rifugio di "ultima istanza" il cui valore dovrebbe apprezzarsi soprattutto in caso di "apocalisse finanziaria".

Ma in caso di "apocalisse finanziaria" (è questa la critica principale) o in una situazione di "gravi turbolenze sui mercati" con magari banche importanti che possono fare "default" chi può garantire che il prezzo degli Etc come anche il Phau rifletta il reale andamento del prezzo dell'oro e il sottoscrittore non abbia limitazioni, subisca condizioni svantaggiose o possa non liquidare le proprie posizioni?

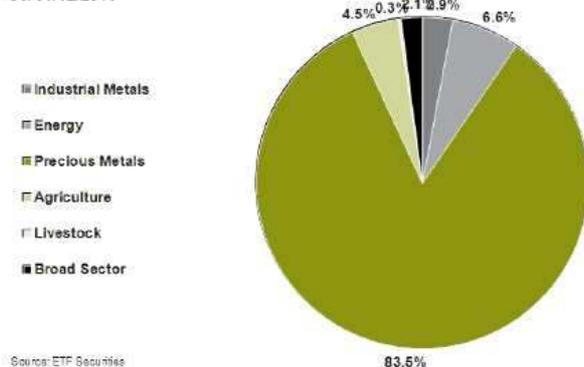
**Massimo Siano:** "Nel caso di EtfSecurities non esiste possibilità che diamo in prestito l'oro contenuto nell'Etc Physical Gold (Phau) o nel Gold Bullion Securities (Gbs). Quindi possiamo rassicurare gli investitori su questo punto e anzi siamo lieti che si faccia chiarezza su questi aspetti che riteniamo molto importanti per questa industria. Ed è evidente che non tutti gli emittenti intendono gli Etf o Etp allo stesso modo. Anzi a dirla tutta mi sembra che alcuni emittenti considerano i replicanti di fatto come uno strumento per piazzare prodotti strutturati".

Immagino che ti riferisca agli Etf a replica sintetica utilizzati soprattutto nelle asset class di tipo finanziario. Consentiti ma sicuramente una potenziale "bomba". I tuoi concorrenti ne fanno un massiccio ricorso ma a vedere i dati di Lyxor (Società Generale) non sembra che il mercato li stia premiando a vedere le quote di mercato e i deflussi... Stiamo andando verso un "redde rationem"? Sarà prima il mercato piuttosto che il regolatore a cambiare il quadro?

*"In effetti ci sono cose che quasi non capisco nemmeno io che sono del settore e a mio parere rischiano di creare cattiva immagine per tutto il mercato degli Etf. Un caso eclatante è quello suscitato dal Financial Times su un Etf sui titoli del Tesoro Americano a tripla A nel cui paniere si trovava una quota importante di Btp italiani. Certo il regolamento consente questo ma cosa accadrebbe se i Btp saltassero veramente? Un'ipotesi certo che non mi auguro ma che pone tutta una serie di lecite domande su questi strumenti in termini di sicurezza e solidità. Ci sarà certo un contratto di swap con qualcuno che garantisce la performance in questo Etf dei titoli governativi Usa ma cosa accadrebbe se questo "qualcuno" non fosse in grado di onorare questo contratto? E se fosse necessario rivalersi sul paniere dell'Etf sintetico, "scoprendo" in sede di liquidazione che un titolo di Stato italiano non vale come uno americano? Per queste ragioni la discussione in atto su una maggiore trasparenza di questo mondo mi vede molto favorevole e sicuramente il fatto che la nostra società sia indipendente garantisce maggiormente gli investitori".*

**ETF Securities' Assets by Sector**

On 01/12/2011



Source: ETF Securities

 Source: ETF Securities  
 Data: As of December 1, 2011.

**Cosa significa questa indipendenza?  
 Come si esplica e cosa comporta?**

“Per esempio che la banca depositaria dei nostri Etp sia un'entità esterna e non del nostro gruppo mentre invece tipicamente in questo settore gli emittenti appartengono a banche che giocano molto ruoli. Compreso quello di intermediario, banca depositaria e controparte nella vendita degli swap ovvero dei contratti derivati. Tutto va bene se non succede nulla ma se qualcosa di serio accadesse tutto questo meccanismo potrebbe dimostrarsi altamente contagioso”.

**Mi ha colpito la pubblicità di un Etf sulla liquidità di un vostro concorrente. Per pubblicizzare il proprio Etf sull'Eonia (Euro Cash) usa da tempo una cassaforte nelle proprie pubblicità. Non è un poco esagerato? Se si guarda nel patrimonio dell'Etf (al 16 dicembre) ci si trova di tutto: dai Bund ai Btp, dai bond di Dexia a quelli del Banco Santander, da quelli dell'inglese Lloyds alla Bank of Scotland...**

*“Si tratta di un Etf a replica sintetica coperto da uno swap venduto da Societè Generale che e' anche azionista di Lyxor e l'emittente oggi può fare anche questo: è tutto legale. Certo io non credo che mia nonna sappia che comprando un prodotto pubblicizzato come una cassaforte e che investa sull'Eonia (ovvero sul tasso interbancario) contenga anche bond non proprio considerati dal mercato della massima sicurezza assoluta. Ma questo è un problema che dovrebbe toccare più Ucits o la Consob nell'intervenire o meno su un certo tipo di messaggio pubblicitario da parte degli emittenti”*



**Oro fisico e oro finanziario. Soprattutto negli Stati Uniti (ma sempre più anche in Europa) ferve il dibattito sull'oro come bene rifugio supremo in caso di "apocalisse finanziaria". E i detrattori e critici degli Etf (o più propriamente degli Etc) sostengono che in caso di "collasso" del sistema l'oro di "carta" potrebbe rivelarsi un boomerang. Possiamo chiarire alcuni aspetti sul vostro Etc più noto, il Phisical Gold (Phau)?**

*"Non c'è trucco e non c'è inganno nei nostri Etc. Il metallo prezioso non può essere, infatti, dato da nessuno in garanzia: né dalla nostra società, né dalle banche depositarie o eventualmente sub-depositarie. Tutto il metallo fisico prezioso è custodito nei caveau della nostra banca depositaria (Hsbc) a Londra e non è prevista alcuna forma di prestito per "moltiplicarne" il valore. Inoltre alcuni intermediari (nel prospetto definiti i "Partecipanti autorizzati") possono anche richiedere a determinate condizioni il riscatto del metallo prezioso ovvero in cambio degli Etc ricevere l'oro fisico. Ritengo quindi la sicurezza dei nostri Etc sui metalli preziosi molto alta, al massimo standard per il settore":*

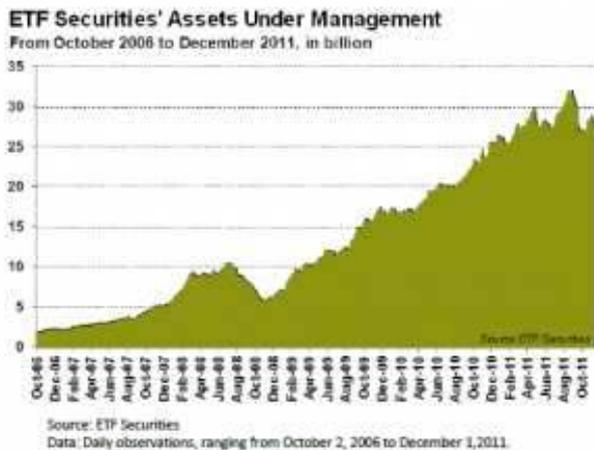
**Dal prospetto sintetico dell'Etc sull'oro fisico (Phau) si rileva che il depositario non ha l'obbligo di assicurare il metallo**

**prezioso contro perdite, furto o danni e l'Emittente non intende assicurarsi entro tali rischi. Inoltre "l'accesso ai caveau del Depositario o in quello dei sub depositari può essere limitato da eventi naturali quali alluvioni o azioni umane come un attacco terroristico" è scritto correttamente nel prospetto. Vuoi dire qualcosa su questi rischi?**

*"La banca depositaria che custodisce l'oro è la più importante al mondo nel settore. E crediamo che offra una garanzia di primo livello nella protezione di questi asset. Riguardo i rischi "estremi" questi sono tali e possono riguardare anche chi possiede oro fisico. Se per ipotesi in Gran Bretagna il governo decidesse di nazionalizzare tutto l'oro depositato nel suo suolo ci sarebbe certo qualche problema per i partecipanti a questo Etf. Ma questo potrebbe avvenire anche in Italia, negli Stati Uniti o in un'altra nazione del mondo e per qualsiasi cosa dal conto bancario alle case..."*

**Esiste poi un ulteriore rischio che però non è imputabile a voi emittenti. Se io detengo questo Etc presso la mia banca che fa default... Altra ipotesi certo da Apocalisse. In quel caso sono sempre il legittimo proprietario delle quote degli Etf (come dei fondi, delle azioni, delle obbligazioni o di qualsiasi strumento detenuto il cui patrimonio è distinto da quello della banca nei guai) ma per liquidare questo investimento devo aspettare che la mia banca o sim fallita o con qualche problema (magari commissariata) mi trasferisca i titoli presso un altro intermediario più in salute. E questi tempi possono anche essere lunghi (magari settimane, mesi...), giusto?**

“Sì in linea teorica è giusto e questi tempi non certo dipendono da noi se si dovesse verificare questa circostanza. Si dimostra però anche in questo esempio come sia importante come nel mercato finanziario ci siano meno commistioni possibili fra emittenti, banca depositaria, intermediari etc... Altrimenti il risparmiatore si trova ad affrontare rischi esponenziali..”.



**A proposito di Etc sarebbe forse opportuno ricordare quello che è accaduto dopo il fallimento di Lehman ad alcuni dei vostri “replicanti” che avevano come controparte il colosso assicurativo Aig che fu salvata appena in tempo prima che facesse il “botto”. I detentori di alcuni vostri Etc per qualche settimana non dormirono sonni proprio tranquilli...**

“Sì questo è un bellissimo caso e va giustamente ricordato. Quel settembre 2008 mi ricordo proprio quando appresi del fallimento di Lehman e della riunione del lunedì mattina della mia società. ‘Avete visto il valore dei cds di Aig’ feci notare insieme ad altri colleghi di altre nazioni ma gli analisti cercarono di rassicurarci: ‘il valore dei Cds non conta, conta il rating’ E quello di Aig

allora era doppia A. Peccato che nel pomeriggio i market maker smisero di prezzare i nostri Etc. La ragione? Non si fidavano che Aig che era la società che garantiva il loro pagamento avrebbe avuto le risorse necessarie nei 3 giorni successivi! Il regolamento, infatti, prevedeva per i market maker il pagamento a 3 giorni (T3). E così non quotandoli non si assumevano alcuna responsabilità e rischio. Allora quel genere di prodotti (e non solo i nostri) non erano collateralizzati ovvero non vi erano titoli a garanzia e di fatto ne rispondeva quindi Aig.

Per 20 giorni quindi non ci fu nessun market maker che si assunse il rischio di fornire liquidità ai prezzi degli Etc dove c’era dietro Aig e le quotazioni quindi iniziarono a diventare fortemente volatili e a discostarsi dai benchmark. In 20 giorni il mio capo di allora riuscì però nell’impresa di realizzare e far approvare un nuovo prospetto (anche europeo) per i nostri Etc dove si fornivano garanzie molto importanti agli investitori con la creazione del collaterale. Inoltre si riusciva a convincere Aig (che nel frattempo riceveva dal governo degli Stati Uniti un maxi prestito di oltre 80 miliardi di dollari) a uscire dal settore, facendo subentrare UBS mentre banca depositaria diventava Bank of New York Mellon, la prima al mondo. Nasceva così il concetto di collaterale anche per gli Etc (uno standard che poi altre società del settore adottavano) e così a fine novembre 2008 i market maker riprendevano a garantire la liquidità a questi Etc. Sette mesi dopo il nostro business tornava a risalire e nel frattempo Aig cedeva il business degli Etc ad UBS. Peraltro poi non fidandoci di avere solo una controparte abbiamo coinvolto anche Merrill Lynch in questo ruolo al fine di tutelare in modo ancora maggiore i nostri clienti con più pilastri. Certo il collaterale costa e aumentano le fee di gestione ma questo è un

*costo che oggi quasi tutti gli investitori vogliono sostenere. In conclusione la vicenda Aig non ci ha ucciso ma ci ha reso sicuramente più forti e sensibili sul tema della sicurezza e trasparenza”.*

**Un’ultima domanda riguardo la vostra presenza in Italia. Oggi voi gestite circa 2 miliardi di euro nel mercato degli Etp. In questa torta quanto incidono gli asset legati alle attività finanziarie e quanto invece quelle legate ai metalli preziosi?**

*“Siamo quasi al 50% e 50% e questo ci rende come EtfSecurities molto equilibrati ad affrontare l’attuale mercato. L’oro e i metalli preziosi sono, infatti, il classico bene rifugio che viene riscoperto e sale quando a soffrire sono le attività più tipicamente finanziarie o legate al buon andamento dell’economia come molte materie prime, petrolio in primis.*

*Siamo quindi molto ben diversificati come gamma sia nell’ipotesi che l’economia e i mercati ripartano che di fronte allo scenario di un ulteriore acuirsi della crisi che vedrebbe magari di nuovo l’oro e i metalli preziosi favoriti. Soprattutto nell’ipotesi che i governi centrali tornino a stampare massicciamente carta per uscire da questa situazione. Come è accaduto nel 2008 dove dopo un temporaneo sbandamento del prezzo dell’oro ai tempi della crisi Lehman (quando gli operatori hanno bisogno di liquidità vendono qualsiasi cosa e anche l’oro) il prezzo dei metalli preziosi ha iniziato a salire quasi vertiginosamente”.*

## QUELLO CHE GLI ANALISTI NON DICONO

# COGEME SeT, (ALTRO) BRUTTO GUAIO A PIAZZA AFFARI. DALLA TURBO INDUSTRIA ALLA TURBO FINANZA?

Salvatore Gaziano

*Cinque anni fa questa società di componentistica auto veniva quotata a Piazza Affari a 3,65 euro. Ora il titolo vale 0,057 euro (-98,4%) e nelle prossime settimane si svolgerà un'assemblea infuocata con i piccoli azionisti sul piede di guerra contro gli amministratori passati e attuali. Questi ultimi hanno proposto di azzerare il capitale dopo aver annunciato una maxi svalutazione di circa 90 milioni di euro. Un modo "elegante" per far fuori i piccoli azionisti e ridurre in cenere il valore delle vecchie azioni. Che non ci stanno e hanno seppellito la Consob con un esposto dove rivelano ed evidenziano quello che la stessa Consob...avrebbe dovuto "ispezionare" in questi mesi e in questi anni. E qualcosa si muove, sperando in un lieto fine...*

Forse questa storia non avrà l'eco del crac della Parmalat di Tanzi e del ragionier Tonna. E non ci sarà un fantastico Toni Servillo e un sempre bravo Remo Girone a impersonare al cinema questa vicenda.

E ci auguriamo che l'epilogo non sia così tragico per i creditori, azionisti e detentori del bond oltre che per i lavoratori di questo gruppo.

Ma la storia di questo altro "gioiellino", Cogeme S&T (dove S sta per Soluzioni e T per Tecnologia) può riportare alla memoria i peggiori giorni di Collecchio a provarne a ricostruirne la storia, le manovre finanziarie spesso ardite, le dichiarazioni quasi sempre ottimistiche spese dal management di questa società negli anni passati e la triste realtà che si è evidenziata in questi ultimi mesi.

Dove gli aridi numeri parlano non più di una società del "made in Italy" capace di conquistare il mondo ma di un'azienda con le casse vuote, con i decreti ingiuntivi che si susseguono e con un indebitamento esplosivo vicino ai 90 milioni di euro a fronte di un

patrimonio azzerato e anzi passato in negativo per quasi 25 milioni di euro.

Era stata Unipol Merchant nel dicembre 2006 a portare a Piazza Affari questa società sul Mercato Expandi, il listino dedicato da Borsa Italiana alle piccole imprese e alle società che intendevano avvicinarsi al mercato finanziario in modo graduale. Per uno studio del senior co-lead manager Rasfin l'intervallo di valorizzazione di questa società oscillava fra i 44,2 e i 65,5 milioni. Oggi Cogeme a Piazza Affari capitalizza circa 3,4 milioni di euro circa.

Ma i vertici di Cogeme Set hanno dimostrato in questi anni in verità di essere vecchie "volpi" di Borsa e meritare il palcoscenico maggiore a vedere come sono andate le cose, allungando il numero di società quotate a Piazza Affari protagoniste di episodi e vicende poco edificanti per i piccoli azionisti con andamento dei titoli in picchiata.

**Anche il colosso Fidelity Funds a un certo punto fra i soci...**

Vedere l'andamento del grafico di Cogeme dice molte cose ma non sono solo i piccoli

azionisti a rimetterci le penne (ovvero i soldi investiti) su questa società. I vertici di Cogeme devono essere stati bravi e convincenti a illustrare le prospettive magnifiche della società e del loro settore se addirittura uno dei colossi mondiali del risparmio gestito (il gruppo Fidelity) entra nel

capitale con una quota piccola ma significativa (arriva fino al 5%), sottoscrivendo (intorno a un euro) pure un aumento di capitale riservato (e questo avveniva circa 2 anno fa).



Ma i gestori di Fidelity a un certo punto fiutano l'aria e fanno le valigie, liquidando tutte le azioni. E può essere interessante ascoltare il motivo di questo investimento e della loro uscita dal capitale di Cogeme Set, avendo accettato di raccontare a MoneyReport.it questa esperienza: *“nel passato Fidelity deteneva una partecipazione di COGEME SET al tempo ritenuta interessante per le potenzialità di crescita essendo una delle società italiane a forte grado di internazionalizzazione – spiegano dal quartiere generale italiano - All'epoca la capacità di generare flussi di cassa attesi in forte crescita, sembrava sufficiente a finanziare la crescita della capacità produttiva e a favorire un ulteriore decentramento produttivo (nuovo impianto in*

*india) La società era indebitata perché investiva per crescere.*

*Nel periodo 2009 - 2011 alcune scelte strategiche (acquisizione a leva di un'altra società e accelerazione della crescita internazionale) si sono rivelate non sostenibili quando la crisi ha colpito, rendendo non realistici i target di margini attesi (intorno al 30% di ebitda). Inoltre nel 1° e 2° trimestre 2011 si è verificato un aumento importante e non previsto del circolante con l'effetto di aumentare inaspettatamente la leva del gruppo così da aggravare oltre la situazione complessiva. Coerentemente con la nostra filosofia di indipendenza e valutazione dei fondamentali di un'azienda, il mutamento delle preesistenti condizioni aziendali ci ha convinto che*

*fossero venuti meno i presupposti alla base dell'investimento, portandoci dunque alla decisione di disinvestimento. Abbiamo pertanto preferito maturare una limitata perdita, trattandosi di una posizione molto ridotta sul totale delle masse del fondo”.*

Gli investitori più grandi e dotati insomma capiscono che ora di levar le tende e c'è qualcosa che non convince: i piccoli azionisti purtroppo restano incastrati e magari col titolo che inizia a sprofondare incrementano gli acquisti per fare “media prezzo”. E si impantano sempre più, purtroppo, come spesso accade a chi per non accettare una piccola perdita ne insegue in buona fede una più grande.

**I piccoli azionisti ora alla carica. Davide prova a combattere Golia..**



A tutto però c'è un limite. E qui non si tratta solo di un titolo che scende a Piazza Affari per effetto della congiuntura o della crisi dell'Euro.

E così un gruppo di piccoli azionisti nelle scorse settimane che ha già raccolto il 4% circa del capitale di Cogeme (ma ci si può ancora aggiungere a questa pattuglia degli “scontenti”, chiamiamoli eufemisticamente così, come spiegheremo più avanti se si posseggono delle azioni di questa società) ha

preso carte e penna e nelle scorse settimane ha inviato un dettagliato esposto alla Consob per denunciare i rischi di danneggiamento degli interessi sociali, degli interessi degli azionisti e dei terzi in seguito al recenti deliberazioni del Consiglio di Amministrazione di Cogeme Set.

Ma anche evidenze ed informazioni a sostegno della necessità di un'urgente indagine *finalizzata alla verifica di possibili turbative del mercato e comportamenti contrari alla trasparenza e alla correttezza nella negoziazione di valori mobiliari come evidenze dei possibili conflitti di interesse di alcuni soggetti apicali, in particolare il Presidente e l'Amministratore Delegato di Cogeme Set.*

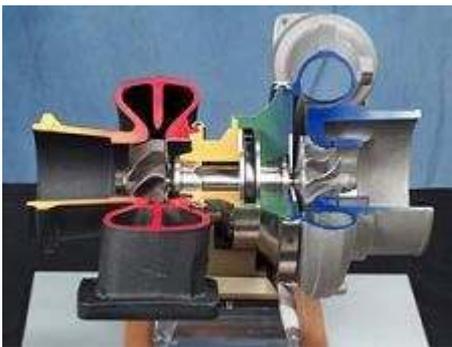
Secondo gli estensori di questo esposto quello di Cogeme Set assomiglia a un giallo finanziario. Ma purtroppo non è roba da fiction ma una brutta storia che mette in evidenza una gestione a dir poco “poco trasparente” degli azionisti e vertici di Cogeme mentre Borsa Italiana e Consob (quelli che dovrebbero essere l'organo di vigilanza e controllo e il cane da guardia a difesa dell'interesse dei risparmiatori) come nel libro di Archibald Joseph Cronin stavano apparentemente a guardare.

**Una cronistoria degli eventi degna di un giallo di Grisham...**

Ma cosa fa Cogeme Set e cosa è accaduto? Questo gruppo è il risultato di due raggruppamenti industriali, consolidati nel bilancio di esercizio. Da una parte **Cogeme Set** che opera nel settore della meccanica di alta precisione per il settore Auto e che produce componenti dei motori diesel e benzina (iniezione e turbo) e con clienti come: Magneti Marelli, Honeywell, Siemens

ed altri grandi nomi, società produttive in Italia (ove la società funge da capogruppo e holding di controllo), Romania, India, Brasile.

Un'aziendina che al bilancio dello scorso anno fatturava quasi 48 milioni di euro con un margine operativo lordo di 15 e un patrimonio netto di 47 milioni di euro. E 468 dipendenti. Poi un altro gruppo controllato, la **Tecno Tempranova Lombarda – TTL**, controllata al 50,998% da Cogeme Set SpA, attiva nel settore tempra su particolari meccanici in acciaio e ghisa con stabilimenti e società in Italia e Spagna. Un'altra aziendina (si fa per dire) che al 30 aprile 2011 dichiarava ricavi per 31,1 milioni di euro un mol di 10,7 milioni di euro e un patrimonio di quasi 40 milioni di euro. E 160 dipendenti.



*produzione del turbo o turbo finanza?*

A livello consolidato quindi un gruppo di quasi 80 milioni di euro con un margine operativo lordo di 28,9 milioni di euro e un patrimonio netto di 86,7 milioni al bilancio dello scorso anno al 31 dicembre..

Il socio di maggioranza è la TMS-EKAB SRL di cui l'azionista di maggioranza (con circa il 60% fino al precipitare degli eventi) è un commercialista piacentino Maurizio Testa (che fa il presidente) mentre amministratore delegato è Carlo Bozzini che in altri contesti qualcuno magari definirebbe un suo vecchio "compagno di merende". Ma da maggio di

quest'anno pesanti nubi si addensano sulla società e i colpi di scena iniziano a succedersi uno dietro l'altro. Proviamo a farne una cronistoria (non puntuale) dei più significativi degli eventi degli ultimi mesi:

- si dimettono alcuni amministratori e sindaci;
- il bilancio al 31 dicembre 2010 viene approvato ma alcuni soci importanti ne prendono le distanze;
- si dimette l'investor relator;
- nel capitale sociale entra una società quotata all'Aim di Londra (Brainspark) con quasi il 10% che a un certo punto dà in prestito parte delle azioni Cogeme Set a un altro socio "oscuro" (non si è mai capito bene chi ci fosse dietro) di Cogeme (Tre G srl) per far iscriverlo al campionato di calcio di serie B la squadra dell'Ancona (il cui amministratore è una vecchia conoscenza di Piazza Affari, Enrico Petocchi, ex Twice Sim e che è socio della stessa Brainspark. La stessa Tre srl riceve poi dalla Cogeme Set un incarico di consulenza dal valore di quasi un milione di euro per "valutare l'esplorazione di nuove opportunità e nuovi mercati";
- il socio di maggioranza che fa capo al commercialista Maurizio Testa riduce fino a sotto il 20% il controllo di Cogeme dal 60% di partenza;
- si dimette il collegio sindacale;
- si dimette l'amministratore delegato Carlo Bozzini;
- entra come socio di Cogeme (ma con una quota inferiore al 2%) la Dynamic Technologies, un gruppo industriale operante

nel settore della produzione e commercializzazione di componenti per il settore auto e l'industria che fa capo dagli imprenditori Gino Berti e Walter Zonta;

- l'obiettivo dei nuovi soci è realizzare un "piano di integrazione riposizionamento strategico, industriale e finanziario" in accordo col socio di maggioranza. TMS-EKAB e Dynamyc Technologies sottoscrivono un patto parasociale per il controllo della società mentre Gino Berti e Walter Zonta (soci e amministratori del Gruppo Dynamic Technologies) diventano rispettivamente presidente e amministratore delegato di Cogeme;

- il cda di Cogeme Set affida un incarico a quattro importanti società esterne a Cogeme di effettuare una verifica contabile e legale della società, nonché l'elaborazione di un piano industriale e finanziario a supporto del piano di rifocalizzazione. Viene così aperta una "data room" supportata da Unipol Merchant Obiettivo: selezione di un partner di supporto a Cogeme nello sviluppo strategico e nella gestione della "difficile congiuntura" aziendale;

- in particolare Cogeme affida mandato per la ristrutturazione e riorganizzazione di Cogeme set a: Mediobanca (incaricata del piano di ristrutturazione finanziaria), Kpmg (per il piano industriale), Deloitte (due diligence contabile), Simmons&Simmons (due diligence legale

- il consiglio di amministrazione di Cogeme Set in occasione del bilancio semestrale 2011 annuncia una serie di maxi svalutazioni e accantonamenti rispetto alle attività iscritte nell'attivo di stato patrimoniale per complessivi euro 89 milioni, che aggiunte alle perdite operative sono state tali da

determinare una perdita a conto economico di 92,3 milioni di euro e un valore negativo del patrimonio netto di 23,2 milioni di euro. In pratica il bilancio ultimo approvato e quelli precedenti vengono considerati frutto di un esercizio di "fantasia" contabile ;

- gli amministratori di Cogeme inoltre "scoprono" che la partecipazione in TTL pur se di maggioranza (e che era stata pagata circa 21 milioni di euro qualche anno fa) non consente per i patti sociali e parasociali firmati con gli azionisti di minoranza di comandare alcunché e decidono quindi di deconsolidarla dal bilancio di Cogeme;

- viene richiesta di una moratoria dei debiti alle banche (che non viene accettata);

- visto il patrimonio completamente bruciato il consiglio di amministrazione di Cogeme annuncia la necessità di un aumento iniezione capitale ex articolo 2447 del Codice Civile, pena la necessità di porre in liquidazione della società. Viene annunciato un aumento di capitale di circa 60 milioni di euro con le azioni offerte ai soci al prezzo di 1 euro, di cui 0,50 euro di valore nominale, 0,50 di sovrapprezzo, a fronte di un valore di borsa del titolo al di sotto di 0,06 euro;

- gli azionisti di minoranza chiedono di modificare l'ordine del giorno dell'assemblea dove si discuterà anche di questo aumento di capitale, evidenziando la necessità di fare chiarezza su numerosi punti della gestione di Cogeme ma la richiesta viene rifiutata;

- dai dati comunicati dalla società in questi mesi si evidenzia a fianco della disastrosa situazione debitoria, un incremento notevole del fatturato e del margine operativo lordo con un andamento molto buono delle controllate in India e

Romania mentre a soffrire la congiuntura è particolarmente la divisione italiana e brasiliana;

- il CdA di Cogeme Set nella stessa semestrale al settembre 2011, sottolinea che svalutazioni e rettifiche sono conseguenza di malversazioni, contabili e gestionali, da attribuire ai precedenti amministratori, verso i quali si menzionano azioni da avviare, in base alla proposta di azione di responsabilità che verrà sottoposta ai soci nel corso dell'assemblea che si svolgerà a inizio gennaio 2012);

- Brainspark, il socio "inglese" (il cui numero uno è il finanziere ticinese Alberto Villa) che era arrivato a detenere fino al 10% del capitale di Cogeme (entrando anche tramite un aumento di capitale riservato) annuncia in questi giorni di aver azzerato nelle scorse settimane la propria posizione;

- la Cogeme col supporto di KPMG presente in questi giorni un piano industriale da qui al 2015 dove prevede di più che raddoppiare il margine operativo lordo (portandolo oltre 15 milioni di euro) con un tasso di crescita del fatturato anno superiore al 10% grazie al risparmio sui costi e a una maggiore focalizzazione sul "turbo";

- Mediobanca (ed è notizia di questi giorni), advisor incaricata di Cogeme di valutare il piano industriale, mette nero su bianco che l'attuale business plan non sta in piedi se qualcuno non "caccia il grano" (non usa queste parole ma è questo il senso). In termini più raffinati spiega che Cogeme "potrà essere in grado di sostenere un livello di indebitamento non superiore ad Euro 3 milioni, incrementabile fino ad Euro 15 milioni introducendo componenti di interesse";

- il consiglio di amministrazione di Cogeme visto quanto rappresentato dall'advisor Mediobanca nonché dell'assenza ad oggi di impegni di soci o terzi alla sottoscrizione di un aumento di capitale, prende atto che "non ci sono i presupposti per poter presentare al ceto creditizio della Società una proposta di ristrutturazione del debito che sia credibile e sostenibile e affida al presidente e all'amministratore di Cogeme la ricerca di possibili terzi investitori interessati a supportare la Società in questa delicata fase attraverso il loro ingresso nel capitale sociale di Cogeme nonché all'approfondimento ed analisi di ulteriori possibili strade in grado di garantire la continuità aziendale di Cogeme in alternativa alla ristrutturazione del debito".

### **Cosa può fare un piccolo azionista vittima di questo "delirio"?**

L'assemblea straordinaria e ordinaria della Cogeme che si svolgerà in terza convocazione il **12 gennaio 2012** alle ore 15 rappresenterà quindi un appuntamento molto interessante visto che sono attesi amministratori nuovi e vecchi, piccoli azionisti "rovinati" ma anche soci eccellenti e magari finora rimasti silenziosi.



Tutto questo mentre la Consob ha iniziato a muoversi (spinta anche dall'attivismo degli

azionisti di minoranza) e la Guardia di Finanza starebbe interessandosi attivamente al caso mentre si parla di un possibile interesse alla vicenda anche della Procura della Repubblica di Frosinone (la provincia dove ha sede lo stabilimento più importante della Cogeme in Italia a Patrica).

Sul web intanto grazie a forum di finanza fra i più frequentati (come quello di FinanzaOnline) i piccoli azionisti cercano di coagularsi e unire le forze e basta vedere nella sezione small cap negli interventi dedicati a Cogeme come la finanza “democratica” per capire l’aria che tira. Ma anche passare dal mugugno alla partecipazione attiva, fornendo la propria delega (se non si parteciperà all’assemblea) agli altri piccoli azionisti sul piede di guerra (e che veleggiano verso l’importante quota del 5% di azioni raccolte). All’indirizzo <http://www.finanzaonline.com/forum/small-cap/1370401-azionisti-cogeme-set-54.html> è possibile trovare le indicazioni per fornire nel caso la propria delega.

Le preoccupazioni legittime dei piccoli azionisti (e non solo visto che una storia di questo tipo indica purtroppo che investire su una società quotata a Piazza Affari può rappresentare un incubo se chi controlla, dai revisori alla Consob, non sono sul “pezzo” e chi gestisce la cassa “impazzisce” come la maionese) sono quelle di veder bruciato interamente il proprio capitale e una simile preoccupazione appartiene di fatto anche ai possessori dell’obbligazione convertibile Cogeme con scadenza 13 marzo 2014 (codice isin IT0004447014) che nella migliore delle ipotesi devono aspettarsi un robusto “taglio dei capelli” come già anticipato in parte nell’ultima assemblea di bilancio Cogeme tenutasi a Fiuggi.

Le preoccupazioni dei piccoli a battaglieri azionisti di Cogeme Set (a cui va tutta la nostra solidarietà e comprensione) sono evidentemente che si faccia chiarezza su questa “matassa” a tutela degli azionisti di minoranza, dei creditori e dei dipendenti, sbrogliando questa matassa e facendo chiarezza su eventuali conflitti d’interesse fra alcune parti.

Queste le domande principali che aleggiano sui forum e non solo:

1. *Il partner industriale e finanziario arrivato (ovvero la Dynamic Technologies) è veramente un “salvatore”?*
2. *Tutta questa pulizia dei conti è giusta o si è “calcato” un po’ la mano?*
3. *Come è originata tutta questa serie di svalutazioni? Chi sono i “beneficiari” di questo stralcio dei crediti vantati?*
4. *Chi sono gli effettivi azionisti oggi della Cogeme ed è possibile capire i movimenti talvolta strani degli ultimi 18 mesi?*
5. *In questi anni ci sono state malversazioni e falsificazioni contabili? Se sì qualcuno ne pagherà le conseguenze?*

Il sospetto di molti piccoli azionisti è che l’obiettivo finale di tutto questo “cinema” è permettere a alla Dynamic Technologies di portarsi a casa il controllo di Cogeme, al minor prezzo possibile e nell’ipotesi peggiore acquisire il controllo delle attività industriali migliori (India e Romania) senza sostenere l’onere dei debiti.

In pratica gli azionisti di minoranza temono (magari è una loro fantasia ma qualche dubbio è comprensibile visto quello che è accaduto in questa società con una serie

continua di colpi di scena) che gli amministratori attuali di Cogeme possano agire in forte conflitto d'interesse con l'intento di arrivare alla liquidazione della società e/o alla loro "conquista" delle parti buone, chiedendo magari di pagare un conto importante ai piccoli azionisti per tutti questi "buchi" .

E sullo sfondo resta il sospetto di non chiari e chiariti rapporti fra i nuovi (Berti e Zonta) e vecchi (Testa e Bozzini) amministratori e presidenti dove per esempio l'azione di responsabilità nei confronti di questi ultimi potrebbe non passare in sede assembleare dato che TMS-EKAB è ancora l'azionista di maggioranza relativa e viene da dubitare che Testa e Bozzini votino contro se stessi...

Tanti quesiti. E c'è da sperare a questo punto in una risposta seria da parte di tutte le parti. E in un lieto finale, soprattutto.

Perché chi ha acquistato le azioni di questa piccola società, ignaro del guai in cui si stava cacciando, sicuramente non pensava che potessero capitargli tutte queste cose in una società quotata a Milano e non sul listino

fantasma di una sperduta isoletta caraibica. E teme di veder svanire (e nemmeno al sole) buona parte dei propri risparmi come ci hanno raccontato diversi risparmiatori che ci hanno chiesto di raccontare questa storia. Di atmosfera poco natalizia lo ammettiamo.

Ma che va raccontata dato che sulla cosiddetta grande stampa finanziaria pochi direttori (e speriamo di sbagliarci) la giudicheranno magari interessante da raccontare ai loro lettori se non dedicandogli poche righe. Molte meno magari di quelle dedicate per annunciarne la quotazione e lo sbarco a Piazza Affari...

**In data 12 gennaio si è tenuta l'Assemblea degli azionisti che ha decretato la messa in liquidazione della società Cogeme con le azioni e le obbligazioni sospese a tempo indeterminato dalla Consob. Come avevamo facilmente delineato in questo articolo pubblicato qualche settimana prima di questo "scacco mortale" ai piccoli azionisti, la situazione era evidentemente fuori controllo. In tutti i sensi... E torneremo a parlare di "risparmio tradito" nel prossimo numero di MoneyReport.**

## QUELLO CHE GLI ANALISTI NON DICONO/2

# UNICREDIT E LA FAVOLA DI “AL LUPO, AL LUPO”. ORA ALL’ADGHIZZONI NON CREDE PIÙ NESSUNO

Salvatore Gaziano

***Da lunedì il 9 gennaio parte l'aumento di capitale dell'istituto di Piazza Cordusio e Piazza Affari punisce pesantemente il titolo: in una seduta e mezza la discesa è stata già del 24% circa. E meno male che secondo alcuni risparmiatori e investitori il titolo più di così non poteva scendere e poi non "si vendono i titoli in perdita"... Le ragioni di questo ennesimo ribasso e cosa dovrebbero avere imparato molti risparmiatori (ma tanto non serve quasi a nulla dirlo)...***



Se avete una buona memoria o dei bimbi piccoli forse ricorderete la favola di Esopo di “Al lupo, Al lupo”. Una storiella (e una morale) che si ritrova in molte favolette per bambini. Vale la pena ricordarla per chi se la fosse dimenticata:

*“C’era una volta un villaggio un pastore che di notte doveva fare la guardia alle pecore. Si divertiva a fare uno scherzo: mentre le altre persone erano a dormire egli cominciava a gridare: “Al lupo, al lupo!” Così tutti si svegliavano e accorrevano per aiutarlo. Ma dopo il pastore burlone rivelava che era stato tutto uno scherzo.*

*Questo scherzo continuò per parecchi giorni, finché una notte il lupo arrivò veramente. Il pastore cominciò a gridare: “Al lupo, al lupo!”,*

*ma nessuno venne ad aiutarlo perché tutti pensarono che fosse il solito scherzo. Così il lupo si mangiò tutte le pecore e il pastore”.*

Ci è venuta in mente questa fiaba leggendo questa mattina l’intervista su Il Sole 24 Ore all’amministratore delegato di Unicredit. Federico Ghizzoni, che si dichiarò fiducioso sul buon esito dell’aumento di capitale da 7,5 miliardi di euro. E che ha dichiarato che il gruppo utilizzerà i proventi di questa maxi raccolta per aumentare il credito alle piccole/medie imprese e per mantenere stabile l’esposizione verso i titoli governativi italiani.



A vedere l’andamento a Piazza Affari del titolo Unicredit ieri (-14,5%) e oggi (-10% mentre scriviamo) il mercato sembra considerare Ghizzoni come il lupo della fiaba di Esopo. Le cui parole oramai non vengono più considerate affidabili dal mercato.

E se un banchiere non viene creduto e preso in parola quello che può accadere è molto più fosco di quello che accade in una favola.

Inutile girarci intorno: il mercato si fida sempre meno di Unicredit, delle sue strategie, dei suoi conti e dei suoi vertici. Basterebbe guardare il grafico del titolo, fra i più bastonati del listino, per capire che il feeling con Piazza Cordusio si è da tempo rotto con un titolo sceso del 93% dai massimi del maggio 2007 a confronto dell'indice dei bancari europei in discesa del 78,8%.

Ma basta anche leggere le dichiarazioni di quest'ultimo anno dove ancora a ottobre il numero uno di Unicredit smentiva decisamente le voci di un possibile aumento di capitale, spiegando invece che la strategia della banca nei mesi successivi era quella di rafforzare i propri indici patrimoniali puntando alla crescita organica, ovvero accantonando una parte degli utili.



E in un'intervista ad Affari & Finanza Ghizzoni spiegava come l'istituto intendesse cedere partecipazioni minori, lasciando aperta la porticina di un aumento di capitale solo *"dalle condizioni esterne del mercato"*.

Ora che a settembre/ottobre un banchiere di lungo corso come Ghizzoni quando lo spread Btp/Bund già a settembre era arrivato a toccare quota 400 ancora raccontasse questa storia ci sembra un po' assurdo.

E che Unicredit avesse bisogno di un aumento di capitale (e pure tosto) non c'era bisogno di avere un laurea in ingegneria bancaria per capirlo, mettendo in un foglio excel un po' di dati e indici dell'istituto.

Solo a metà novembre poi il "redde rationem" con l'annuncio di una perdita trimestrale per Unicredit di 10,6 miliardi di euro e soprattutto la sorpresa sulle maxi-svalutazioni con l'annuncio dell'aumento di capitale da 7,5 miliardi di euro.

Una maxi svalutazione degli avviamenti di marchi e partecipate, pari a 9,77 miliardi di euro, che non era certo attesa dal mercato in una simile proporzione e che gettò scompiglio sul mercato, riportando il titolo sui minimi del 2009.

Ora la nuova "lamata" con l'annuncio della partenza dell'aumento di capitale dal prossimo lunedì (e fino al 27 gennaio) che prevede l'emissione di 2 azioni ordinarie ogni una posseduta sottoscrivibili al prezzo di 1,943 euro per azione.

Un prezzo di emissione basso (con uno sconto di circa il 43% rispetto al Terp ovvero Theoretical ex-rights market price) che ha dato per molti analisti e trader la misura delle difficoltà di questa banca di reperire risorse in questo momento di mercato se non puntando sul "prezzaccio".

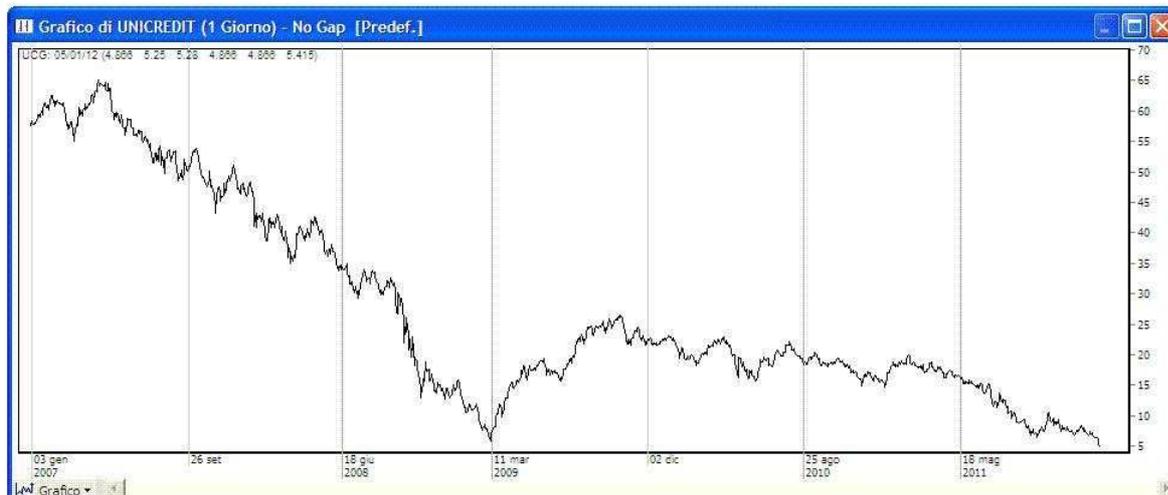
Che punisce però i vecchi azionisti e coloro che hanno fino a oggi dato fiducia (in modo insensato ci sarebbe da dire) a questo istituto, mantenendone le azioni. E che da lunedì si troveranno costretti a un'ulteriore difficile scelta: o diluire la propria partecipazione cedendo totalmente o in parte i diritti (rendendo ancora più lontana la possibilità ipotetica di recuperare la perdita subita) o mettere mano pesantemente al portafoglio (e

non è la prima volta ma la terza in pochi anni!) per aderire.

L'accoglienza pesante nei confronti dell'aumento di capitale non deve quindi stupire se peraltro alcuni degli stessi azionisti "eccellenti" in queste settimane e giorni hanno dimostrato scarso entusiasmo nel

partecipare. Il prezzo poi basso e il maxi consorzio di collocamento organizzato danno l'idea della difficoltà a "piazzare la merce".

Ventisei le banche coinvolte: oltre il doppio di quelle presenti nell'operazione di Intesa Sanpaolo da 5 miliardi realizzata nella tarda primavera con 12 istituti.



E sembra che il prezzo da "outlet" per questo aumento di capitale sia stato proprio richiesto a gran voce da alcune delle banche del consorzio sia per allontanare l'ipotesi d'inoptato e di diritti con valore azzerato sia perché nell'ipotesi che le banche "garanti" si trovino nella "disgraziata" condizione di dover proprio sottoscrivere la loro quota parte che almeno il prezzo sia "mini".

"Ai prezzi attuali il titolo sarà pure sottovalutato e magari l'occasione della vita ma se devo mettermi questa roba in bilancio che il prezzo di carico sia almeno quasi la metà di quello di Borsa" il ragionamento di alcuni banchieri.

Facile capire perché quindi il titolo dopo questo annuncio sia stato bersagliato dalle vendite da trader e probabilmente da speculatori (ma non sarebbero vietate le

vendite al ribasso sui titoli bancari?) che scommettono quasi sicuri sul fatto che quando i diritti saranno trattati il prezzo varrà sempre meno, avvicinandosi magari pericolosamente al prezzo di emissione delle nuove azioni. Un film già visto in numerosi recenti aumenti di capitale con simili caratteristiche.

### **E il piccolo azionista che ha le azioni Unicredit cosa deve fare?**

Perdonandoci la spietatezza il nostro consiglio (e non attuale visto che lo ripetiamo pressoché inascoltato a questo genere di investitori) è farsi un serio esame di coscienza. E invece che invocare solo contro (nell'ordine) Ghizzoni, l'ex Alessandro Profumo, la Consob, Borsa Italiana, Berlusconi, Monti e la Merkel e pure contro

Saturno contro prendere atto che il criterio di investire in un titolo “perché è sceso tanto” o che “non si vendono i titoli in perdita” o che “questo titolo l’ho acquistato perché pagava un bel dividendo” oppure sono seguaci della teoria idiota di “mediare i titoli in perdita” è una sciocchezza sempre più colossale come insegnano i mercati non da un mese o da un anno ma da oltre 10.

L’opposto di quello che spieghiamo e consigliamo proprio da oltre 10 anni nei nostri portafogli.

E che proprio perché hanno abiurato queste teorie rassicuranti ma pericolose hanno nettamente sovraperformato e guadagnato come spiegheremo nell’evento, [vedi qui, aperto a tutti che si svolgerà il 21 gennaio e il 18 febbraio a Milano.](#)

Ma molti risparmiatori e investitori nonostante un decennio quasi di ribassi, titoli crollati

anche del 95% fra le blue chip oltre che sui titoli “ad alta prospettiva di crescita”, gestioni e fondi passivi che vanno solo in passivo preferiscono ancora credere alle favole e alle sirene di chi racconta loro quello che vogliono sentirsi dire (i prodotti venduti sulle recentissime performance passate, i pac, i titoli con dividendo elevato, il portafoglio da mantenere immobile per il lungo periodo...).

Con risultati drammaticamente negativi nel tempo, nonostante magari “switch” da un anno all’altro e “pensate” poderose. La ragione? Non c’è alcuna vera strategia dietro le scelte di questi risparmiatori e investitori (anche con capitali magari importanti). Ma lo stesso candore di un bimbo (ma non l’età anagrafica e il cervello) che crede ancora alle favole dove basta solo aspettare l’ultima pagina per leggere il lieto fine.

## IL MIO NOME E' BOND

# IN ATTESA DELL'ACCORDO MERKEL/SARKOZY L'OBBLIGAZIONARIO A BREVE RIMBALZA GRAZIE ALLA SOLUZIONE ALL"ITALIANA" DI DRAGHI.

Salvatore Gaziano e Roberta Rossi

*Dopo la maxi asta del 21 dicembre che ha consentito alle banche europee e italiane di finanziarsi massicciamente all'1% si attende la prossima massiccia iniezione di liquidità prevista per il 1° febbraio. Gli effetti dell'ultima si sono riversati sul mercato obbligazionario a breve con le banche leste a utilizzare i soldi piovuti dal cielo per ricomparsi i propri titoli e guadagnare un differenziale anche del 5-6%. Ne parliamo con Marco Vinciguerra, strategist e fondatore di Tokos.*



La minacciata nuova retrocessione del rating da parte di Fitch non sembra spaventare l'obbligazionario italiano per quanto lo spread fra il Btp marzo 2022 e il titolo tedesco gennaio 2022 si mantiene sempre molto alto, vicino ai 530 punti.§

Per il responsabile per i rating sovrani di Fitch, David Riley, sono invece elevate le chance che il giudizio sul merito di credito italiano venga corretto al ribasso.

Secondo il quale "per rimuovere il premio di rendimento dei titoli di Stato ci vorrebbe una

credibile rete di protezione". Invece, è il ragionamento di Riley, "al momento questa non è disponibile, e questa è una seria preoccupazione con riguardo all'Italia".

**Ma alla rete intanto ci sta pensando il fratello d'Italia Draghi..**

Ma mentre Merkel e Sarkozy gli "azionisti" dell'euro con in mano la "golden share" continuano a discutere del futuro dell'Unione in realtà qualcosa di significativo è cambiato sul mercato obbligazionario nostrano. Dando ragione a chi come noi (nei portafogli di [BorsaExpert.it](http://BorsaExpert.it) e soprattutto nella consulenza obbligazionaria personalizzata di [MoneyExpert.it](http://MoneyExpert.it)) invece che puntare ad acquistare nell'obbligazionario i titoli più bastonati, come Btp e Cct con scadenze lunghe, ha invece preferito concentrarsi sulla parte breve (con scadenza a pochi mesi o massimo un anno) e sui molti titoli corporate o legati all'inflazione (e in questo caso i Btp I) che erano arrivati a generare rendimenti su base annua anche del 7-8%.



E così mentre i Btp, i Cct o le obbligazioni corporate con scadenze lunghe continuano a essere sotto pressione e vicine quasi ai minimi i bond con scadenza ravvicinata hanno avuto un netto recupero e oggi i loro rendimenti sono passati dal 7-8% su base annua al 3-4% circa per i titoli emessi da Banca Intesa, Mediobanca, Banco Popolare (Italease) e simili come è accaduto agli stessi titoli di Stato con scadenza breve come ha dato il segno l'ultima emissione di Bot semestrali il cui rendimento è ritornato a livelli più "terrestri" con l'asta del 28 dicembre che ha visto il rendimento medio collocarsi al 3,251, quasi la metà dell'asta precedente. Pure i bond Dexia sono stati nettamente riscoperti per quanto offrono ancora un sovrarendimento apprezzabile.

Cosa è accaduto? Fine della crisi? E' troppo presto per dirlo (e anzi l'entità e la logica di una simile operazione dimostrano come le casse di molte banche sono vuote e che è ancora si teme il patatrac a vedere l'andamento dell'asta dei titoli di stato della Germania che è riuscita a collocare i propri titoli a 6 mesi con un rendimento negativo: si paga per prestare i soldi alla Merkel!) ma evidentemente la maxi asta della BCE in cui qualche settimana fa ha dato alle banche quasi 490 miliardi se non gratis ma certo a condizioni di favore (l'1%) per scadenza a 3 anni ha modificato nel breve lo scenario.

Con le banche italiane che hanno fatto incetta di questa pioggia di soldi. 116 i miliardi ottenuti da 14 banche tricolori in quest'asta mentre sono quasi 210 miliardi in totale a fine dicembre i soldi richiesti dagli istituti italiani a Mario Draghi. Si è parlato molto in queste settimane del fatto che poi parte di questi soldi le stesse banche europee che hanno ottenuto questo finanziamento lo abbiamo ritrasferito alla stessa BCE in deposito (allo 0,25% peraltro) non fidandosi di prestare soldi in giro o fra di loro ed è notizia di queste ore che ieri si è registrato un altro picco nei depositi overnight depositati alla BCE alla quota "monstre" di 481,9 miliardi di euro. Segno evidente che il "sistema" preferisce parcheggiare le munizioni presso la Banca Centrale piuttosto che reimpiegarla nell'economia reale, fornendo un forte segnale di sfiducia implicito sul malfunzionamento dei meccanismi di distribuzione della liquidità.

Prima della maxi asta a 3 anni da 489 miliardi di euro del 21 dicembre i depositi delle banche presso la Bce ammontavano a circa 350 miliardi di euro. Se oggi ammontano a 490 miliardi possiamo dire che poco meno di un terzo è ritornato alla Bce ma può essere ancora più interessante capire come stanno impiegando le banche il resto della torta. E le quotazioni dei bond a breve ci forniscono più di qualche indizio nel pensare che molte banche italiane (e non solo) stanno usando quei soldi della maxi provvista fornita da Draghi per ricomparsi i propri titoli e in parte quelli di Stato, mettendo le basi per realizzare senza grandi rischi delle "simpatiche plusvalenze".

Si emette un debito che si deve rimborsare a 100 e lo si ricompra a 80 perché nel frattempo arriva un tipo (vedi Draghi e la BCE) che ti offre del denaro a prestito all'1%

che ti permette di comprare titoli che rendono a questo punto il 6-7% come differenza. Ci sono certo anche delle effetti positivi sul sistema ma se l'obiettivo di questa manovra era quella di finanziare l'economia reale e le piccole e medie imprese o i privati (che magari vogliono comprare casa con un mutuo) siamo lontani dal bersaglio, anzi. Alla finanza di carta se ne aggiunge sempre di più, rendendo il sistema sempre più basato sulla carta e sulle alchimie finanziarie.

E' un bene? Quali scenari sono prevedibili a breve sul mercato? (continua per gli abbonati)

*“A un cittadino o a un comune risparmiatore è certo preclusa questa possibilità di ricomparsi a saldo il proprio debito mentre alle banche no -osserva **Marco Vinciguerra**, strategist obbligazionario e fondatore di Tokos – e questo è uno degli effetti certo meno simpatici del sistema. Ma nel punto in cui ci troviamo e con tutti i veti che la Merkel ha posto alla ‘europeizzazione’ del debito o alla trasformazione della Bce in una banca centrale “seria” questa è stata l’unica strategia laterale al momento possibile. Non si danno i soldi agli Stati ma li si forniscono alle banche. Magari facendo loro anche un bel regalo. La Bce così aiuta le banche nella speranza che queste aiutino l’economia. E d’altra parte questo solidifica e rassoda le possibilità di tenuta dell’euro”.*

E dopo la maxi asta del 21 dicembre si aspetta ora il bis **al 1 febbraio** quando di nuovo la Bce attraverso questo meccanismo delle anticipazioni a scadenza fissa continuerà a concedere credito illimitato a condizioni da hard discount a tutte le banche che lo richiederanno, portando in garanzia altri pezzi di carta (titoli di stato, bond bancari o corporate).



*“Molte banche dopo il primo maxi finanziamento sono corse a ricomparsi i propri titoli più bastonati a breve. E in modo significativo le obbligazioni subordinate come quelle lower tier 2. Ora c’è la possibilità che dopo la prossima asta della Bce le banche amplino un po’ l’orizzonte, andando a ricomparsi le scadenze più lunghe – osserva Vinciguerra – Anche perché non sarà certo la prossima l’ultima asta di questo tipo e il mercato poi scommetterà sulle prossime massicce iniezioni di liquidità”.*

Funziona insomma come dal dentista. Le banche vanno a farsi curare e il dentista (nella persona di Draghi) gli dà con un foglietto l'appuntamento per la prossima seduta (dove inietterà altra liquidità) e così via.

E' giusto tutto questo? Le banche si meritano tutti questi “regali” e questo ruolo e qualsiasi misura sembra pensato per favorirne in qualche modo i bilanci e la tenuta, giustificando di fatto qualsiasi ‘azzardo morale”?

*“La questione è complessa ed è difficile dare un giudizio sereno su queste tematiche –*

*spiega Vinciguerra – Ma evidentemente a livello di politica monetaria si è visto che quando si blocca il mercato del credito poi questo ‘incriccamento’ si trasferisce in modo rovinoso sull’economia. E quindi il sistema bancario viene considerato come quello che va protetto a ogni costo. Si è poi determinato di fatto una sorta di patto sociale in questi mesi che ha visto comunque le banche italiane ancora non ribaltare in modo automatico l’effetto della crisi sui propri clienti.*

*Aumentando per esempio a dismisura il costo del denaro ai propri creditori. E al momento si sta ancora cercando di evitare che gli effetti della crisi colpiscano in modo ancora più violento la parte più debole e indebitata. La realpolitik di Draghi oggi si basa su 3 punti principali. Se si riesce a rendere nuovamente considerato più solido il sistema bancario questi possono essere gli effetti benefici:*

*1) si ferma la corsa al rialzo dei tassi d’interesse;*

*2) si fortifica il sistema;*

*3) se si immette liquidità nel sistema e anche un po’ d’inflazione (come le manovre finanziarie dei governi stanno in parte facendo) questo dovrebbe alla fine avere un ulteriore effetto benefico nel rendere più sostenibile il debito, decurtandone in parte il valore di rimborso dei creditori.*

*Vi è comunque un ulteriore effetto paradossale di questa nuova politica della Bce di Draghi che contraddice in pieno quella precedente di Trichet di cui lo stesso Draghi è stato per un certo periodo sostenitore.*

*“Sì alla faccia delle dichiarazioni di principio dei tedeschi e della Merkel che sono contrari agli Eurobonds e alla trasformazione della Bce di prestatrice di ultima istanza – osserva*

*Vinciguerra – di fatto con simili operazioni a cuore aperto si sta rendendo di fatto il debito delle banche europee comunitario! Il cuore del sistema diventa sempre più super legato perché evidentemente se io porto a garanzia della Bce dei titoli del mio Paese se poi i problemi diventano seri il contagio è ancora più forte per tutti. Ma d’altra parte al di là delle dichiarazioni di facciata anche la Merkel sa benissimo che di fatto qualche soluzione bisogna trovarla per le banche messe peggio.*

*E fra queste c’è proprio la Commerzbank al cui confronto le preoccupazioni sull’“orrido” del debito pubblico greco (di fatto già speso dal mercato) o portoghese sono nulla in confronto. L’andamento del titolo Commerzbank in Borsa è perfino peggiore di quello di Unicredit e i titoli subordinati di questo emittente tedesco sono arrivati a 57: non siamo alla quotazione dei titoli greci ma non molto distanti. Per questo quello che sta facendo Draghi con queste operazioni non è certo una sua fuga in avanti ma qualcosa di condiviso anche da chi per ragioni elettorali magari strepita come la Merkel e sostiene tesi contrarie a quella della monetizzazione del debito. Ma poi nella realtà acconsente che Draghi, il capo della Bce, faccia da bancomat illimitato al sistema. E sostenga così anche le banche tedesche molto esposte in titoli tossici o debiti sovrani traballanti. E tutto questo in attesa di trovare una soluzione europea comune e una vera unione politica.*

*E che passi il periodo delle elezioni...”.*

## IL BAROMETRO SUI MERCATI

# I MERCATI NON CREDONO PIU' NEMMENO ALLE AGENZIE DI RATING

Francesco Pilotti

***Cosa accade a Piazza Affari? Standard&Poor's declassa ancora il debito di sette Paesi europei (compresi l'Italia e la Francia) ma le Borse non sembrano più farci caso. La Germania rimane l'unico porto sicuro per i capitali europei con l'ultima emissione di bund che è stata collocata a un tasso negativo. Il leggero recupero delle Borse, intanto, ha comportato qualche segnale di acquisto nei portafogli più dinamici nonostante il nostro semaforo (medio-lungo periodo) permanga anche nel colore rosso***



Il regalo di Natale, seppure arrivato un po' in ritardo, è stato una nuova sforbiciata da parte di Standard&Poor's al debito di sette Paesi europei. L'Italia fa parte del gruppone ma, udite udite, anche la Francia di Sarkozy è stata declassata perdendo per la prima volta la tripla A. Il nostro non è un discorso di campanile anche perché se vengono affossati coloro che in apparenza stanno meglio forse siamo proprio sull'orlo del baratro.

Ma così non la pensano i mercati finanziari che nell'ultima settimana hanno consolidato il recupero, non tanto e non solo relativamente al comparto azionario ma per quelli attualmente più volatili delle obbligazioni e dei Titoli di Stato. Se le agenzie di rating statunitensi, che ricordiamo essere tassativamente private, avevano lo scopo di provocare il panico hanno quindi fallito miseramente. Ora si dovrà affrontare il nodo Grecia il cui default è dato ormai per certo.

Lo spread italiano nei confronti dei bund tedeschi rimane alto ma sotto i massimi e questo potrebbe essere un buon punto di partenza per far tornare la fiducia negli investitori. Il tasso dei Btp deve assolutamente scendere dai valori attuali perché il monte di interessi che lo Stato italiano sta pagando non sarà sostenibile a lungo.

A questo punto l'unica nazione che si preoccupa per la situazione ma non piange rimane la Germania il cui debito non è stato declassato dalle agenzie di rating. E sembra ancora che la liquidità in cerca di un porto

sicuro preferisca il debito tedesco dato che l'ultimo collocamento di Bund è stato effettuato a rendimenti addirittura negativi.

Sul fronte azionario l'Indice FTSE All Shares del mercato italiano (di cui inseriamo qui sotto l'andamento grafico) continua nella sua fase di congestione nonostante abbia superato, senza la necessaria forza, la trend line discendente che passava attorno ai 16.100 punti. Nuovo vigore potrebbe arrivare dal superamento di un'altra trend line discendente di medio periodo che passa attualmente attorno ai 16.350.

I primi obiettivi da raggiungere secondo l'analisi tecnica tradizionale sono quelli dei 17.100 prima e 18.600 successivamente.

Attenzione però a non tornare al di sotto dei 15.300 poiché sarebbe raggiunta presto quota 14.300. Anche gli ultimi dati macroeconomici sembrano rafforzare l'idea che forse il peggio è passato e i nostri sistemi più dinamici hanno cominciato a dare qualche segnale di acquisto dopo mesi in cui erano rimasti completamente liquidi.

Ma il segnale che siamo ancora nel guado è che il nostro Semaforo continua ad essere di colore rosso, segno che gli investitori più cauti dovranno attendere ancora segnali più forti.





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 Sajeve, 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 segnaleranno 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 20 gennaio 2012