

TANTE NOVITA' NEI NOSTRI PORTAFOGLI E NELLE NOSTRE STRATEGIE ORA A TUA



Grande successo per le 2 conferenze organizzate per presentare dal vivo le nostre metodologie. Tanto che dopo Milano stiamo pensando ad altri appuntamenti.. Ma ecco le principali novità nelle nostre strategie e nei nostri portafogli e cosa c'è dietro l'angolo... Panieri più ridotti, minore operatività su diversi portafogli, un'ulteriore maggiore attenzione al money management e al controllo del rischio. E una differenziazione sempre più ampia (e non solo in termini di servizio) fra offerta di BorsaExpert.it (consulenza generica) e MoneyExpert.it (consulenza personalizzata)...

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

DALL'AFFRANCAMENTO ALLA NUOVA TASSAZIONE DELLE RENDITE: A TU PER TU CON L'ESPERTO

Vecchio (e più favorevole) regime fiscale sulle plusvalenze. Entro il 30 marzo bisogna comunicare al proprio intermediario se si vuole utilizzare l'"affrancamento". Il fine? Risparmiare un bel po' di tasse se la posizione è rilevante senza bisogno di vendere i titoli su cui si era in guadagno al 31 dicembre scorso. Ma attenzione: questo "giochino" non lo si può fare sui singoli titoli e inoltre occorre tenere in considerazione diversi aspetti. Primo fra tutti: avere una posizione in guadagno! E possibilmente avere delle minusvalenze che se non utilizzate andrebbero definitivamente perdute. Ne parliamo con il commercialista Maurizio Barbieri dello studio tributario BFC & Associati.

[Continua a pagina 8 >>>](#)

Sommario

PAG. 2

L'inchiesta

TANTE NOVITA' NEI NOSTRI PORTAFOGLI E
NELLE NOSTRE STRATEGIE ORA A TUA
DISPOSIZIONE

di Salvatore Gaziano e Roberta Rossi

PAG. 8

L'Intervista

DALL'AFFRANCAMENTO ALLA NUOVA
TASSAZIONE DELLE RENDITE: A TU PER TU CON
L'ESPERTO

di Salvatore Gaziano

PAG. 14

Il mio nome è Bond

BOND GRECIA, MA COSA RISCHIANO
VERAMENTE I PICCOLI RISPARMIATORI CHE NE
DETEGONO I TITOLI? E CHE RISPONDERE ALLA
PROPOSTA DI SWAP?

di Salvatore Gaziano

PAG. 22

Curiosità

COME IN ITALIA SI BUTTANO I SOLDI NEL CESSO
(E NON PER MODO DI DIRE)

di Salvatore Gaziano

PAG. 24

Analisi Fondamentale

AZIONI DI RISPARMIO, OPPORTUNITA' O
TRAPPOLA?

di Salvatore Gaziano e Roberta Rossi

PAG. 29

Il barometro sui mercati

IL SEMAFORO TORNA DI COLORE VERDE.
OBIETTIVO CENTRATO. E ORA PIAZZA AFFARI
TENTA LO SGANCIAMENTO.

di Francesco Pilotti

L'INCHIESTA

TANTE NOVITA' NEI NOSTRI PORTAFOGLI E NELLE NOSTRE STRATEGIE ORA A TUA DISPOSIZIONE

Salvatore Gaziano e Roberta Rossi

Grande successo per le 2 conferenze organizzate per presentare dal vivo le nostre metodologie. Tanto che dopo Milano stiamo pensando ad altri appuntamenti.. Ma ecco le principali novità nelle nostre strategie e nei nostri portafogli e cosa c'è dietro l'angolo... Panieri più ridotti, minore operatività su diversi portafogli, un'ulteriore maggiore attenzione al money management e al controllo del rischio. E una differenziazione sempre più ampia (e non solo in termini di servizio) fra offerta di BorsaExpert.it (consulenza generica) e MoneyExpert.it (consulenza personalizzata)...

Chi ha partecipato alle conferenze che abbiamo tenuto il 21 gennaio e il 18 febbraio a Milano (ospiti presso la sede di Iwbank, una delle banche italiane leader nell'online banking) ha potuto conoscere dal vivo alcune delle nostre nuove strategie e dei più recenti studi che abbiamo condotto ([cliccando qui puoi accedere alla pagina dove scaricare tutte le slide che abbiamo esposto](#)).

Ora in una serie di articoli ci sembra necessario fare alcuni focus importanti su alcuni aspetti emersi in modo da condividere alcune delle nostre riflessioni e in questo modo anche aggiornare chi non ha potuto partecipare a questi incontri.

Che sono stati per noi molto stimolanti sia per l'altissimo numero di partecipanti e di investitori (anche istituzionali) che poi ci hanno chiesto ulteriori dettagli sulle nostre strategie (entrando così a far parte del nostro "mondo") anche perché per quanto il mondo "digitale" è bello (e ne siamo certo da anni convinti sostenitori e fruitori anche come società) nulla può sostituire lo stimolo che può dare un incontro "live" con la propria clientela. E in termini non solo commerciali.

L'idea di organizzare altre conferenze (e questa volta non a Milano, naturalmente) è quindi nell'ordine delle cose (**il prossimo sabato 21 aprile siamo stati infatti invitati da Iwbank a Padova a svolgere una conferenza e se abitate in quella zona vi invitiamo a iscrivervi gratuitamente e trovate qui tutte le informazioni**) su questo punto vi terremo informati naturalmente sulle nostre prossime mosse visto che sono numerose le novità all'orizzonte.... Ma procediamo con ordine e parliamo ora delle più importanti innovazioni che abbiamo introdotto nei nostri portafogli.



nella foto Salvatore Gaziano, Roberta Rossi e
Francesco Pilotti

Meno titoli nei portafogli, meno operazioni ... migliori risultati nel tempo

Nonostante il forte rimbalzo avvenuto sui mercati nelle ultime settimane se si guarda a 12 mesi il bilancio di molte Borse è ancora in molti casi piuttosto negativo.

Borse	Rendimento a 1 anno
 Italia	-27,25%
 Germania	-5,29%
 Francia	-15,97%
 Svizzera	-7,34%
 Usa	3,39%
 Giappone	-11,86%
 Grecia	-63,33%
 Cina	-1,68%
 India	-3,91%
performance al 29/2/2012	

L'anno passato non è stato però da parte nostra tempo perso (e per la maggior parte dei portafogli nemmeno soldi persi in misura simile all'oscillazione negativa del mercato) visto che oltre a occuparci della "manutenzione" dei portafogli abbiamo deciso di rimettere sotto osservazione tutte le nostre strategie per valutare eventuali miglioramenti e/o sottoporre al vaglio di un'analisi seria e approfondita alcune idee teoricamente in grado di accrescere nel tempo i rendimenti delle nostre strategie e/o ridurre la volatilità dei portafogli.

Cosa è emerso? Ci sono delle novità significative sulle strategie nella movimentazione dei nostri portafogli? Quali sono le considerazioni emerse più significative?

Eccole in sintesi:

1) Sull'azionario (e non solo) un approccio fondamentalista "puro" ha mostrato nell'ultimo

ventennio una volatilità che arriva anche al 70% (ovvero chi è entrato nel momento peggiore ha visto di questa percentuale ridursi il proprio capitale) oltre a risultati complessivamente deludenti nella maggior parte dei casi, anche affidandosi ai cosiddetti "esperti". Tutte le nostre strategie (vecchie e nuove) alla prova della "macchina del tempo" hanno invece dimostrato di ottenere nel tempo risultati nettamente migliori rispetto all'andamento del mercato. Migliori rendimenti assoluti finali e minori discese nelle fasi di forte discesa. Come abbiamo ottenuto questo obiettivo? Unendo a un approccio fondamentale uno di tipo quantitativo dove un titolo o un comparto azionario o settoriale o anche obbligazionario viene monitorato settimana dopo settimana, entrando e uscendo con un approccio totalmente flessibile e dinamico dettato da strategie di entrata e uscita basate sul "momentum" e diversi indicatori che abbiamo testato con successo in questi anni che ci consigliano statisticamente i momenti più propizi per entrare e uscire da un titolo o un comparto.

CONSEGUENZA: Oltre 10 anni fa abbiamo avuto l'intuizione che una vera consulenza finanziaria dovesse offrire ai risparmiatori non solo un approccio indipendente ma anche strategie codificate e verificabili per aiutare concretamente l'investitore a far veramente correre i profitti e tagliare le perdite. Quindi prendendo le distanze da qualsiasi strategia passiva o fondata sulle capacità di qualsiasi esperto (compreso noi) di azzeccare previsioni sui mercati o basata sull'assunto che bastasse comprare i fondi migliori del passato per godere anche nel futuro dei frutti senza grandi "sbattimenti".

Un approccio quindi combinato come quello attuato nelle nostre strategie (dove il cosiddetto "market timing" in entrata ma

anche soprattutto in uscita è affidato a regole sistematiche che abbiamo codificato in software proprietari) è perciò qualcosa che reputiamo di fondamentale importanza per la tutela del patrimonio dei nostri clienti e l'ottenimento dei migliori risultati nel tempo.



2) Abbiamo rimesso sul “banco di prova” tutti i nostri portafogli e le nostre strategie, valutando alcune possibili migliorie e innovazioni. Un lavoro molto intenso che è durato quasi un anno e che ci ha dato già importanti indicazioni seppure naturalmente non lo consideriamo concluso definitivamente perché le buone come le cattive idee creano sempre altre idee da verificare e testare. I risultati raggiunti ci hanno confermato la robustezza delle nostre strategie di base ma abbiamo potuto anche introdurre alcuni miglioramenti che crediamo significativi in quasi tutti i portafogli con l’obiettivo di cercare di ridurre laddove è possibile ulteriormente la volatilità dei nostri portafogli (minor drawdown) e far correre nel tempo i profitti.

CONSEGUENZA: Le strategie testate nei “nuovi” portafogli hanno già in queste settimane iniziato a essere implementate sui “vecchi” portafogli e quindi i nostri clienti vecchi e nuovi non devono fare assolutamente nulla per usufruirne dato che non abbiamo deciso di creare versioni differenti dei nostri portafogli ma invece di

offrire ai clienti di BorsaExpert.it e MoneyExpert.it il meglio che potevamo offrire per ciascuna linea.



3) Che differenza c’è fra consulenza generica (quella offerta con i portafogli di BorsaExpert.it) e consulenza personalizzata (quella offerta da MoneyExpert.it)? La discriminante nel passato è stata soprattutto il grado di personalizzazione dato che solo MoneyExpert.it è un soggetto abilitato a offrire una consulenza su misura in base alle richieste specifiche di un investitore, al suo patrimonio, profilo di rischio, orizzonte temporale... E per questa ragione i clienti con patrimoni medio-alti, più sofisticati e con esigenze su misura hanno in questi anni privilegiato la consulenza offerta da MoneyExpert.it e da Roberta Rossi.

L’esperienza accumulata in questi anni ha consentito di raccogliere molte esigenze ed esperienze e di valutare l’introduzione di numerosi miglioramenti per venire incontro alle richieste espresse da questo tipo di clientela.

CONSEGUENZA: Oltre che sul tipo di rapporto e di consulenza che è di tipo personalizzato per i clienti di MoneyExpert.it la differenziazione fra strategie di BorsaExpert.it e MoneyExpert.it è diventata nel tempo sempre più significativa. Chi segue la consulenza di

MoneyExpert.it non riceve solo un rapporto (e segnali) di consulenza personalizzata ma anche accede a portafogli esclusivi concepiti per questo tipo di clientela. Il cui obiettivo primario è spesso non solo la ricerca del miglior rendimento ma anche il contenimento ulteriore delle perdite nelle fasi di discesa e/o un'operatività più ridotta.



4) I nostri portafogli e il nostro approccio non sono molto “movimentisti”. E per questo motivo la manutenzione dei nostri portafogli è a alla portata della maggior parte dei risparmiatori: I nostri portafogli più attivi fanno mediamente 2,5 operazioni al mese mentre i più tranquilli addirittura un'operazione ogni 2 mesi. La media di operazioni dei nostri portafogli su un arco di tempo significativo è di 0,75 operazioni al mese sui fondi (o Etf) azionari o obbligazionari. Ci capita talvolta di discutere con risparmiatori che preferirebbero un'operatività più serrata sull'assunto che più si movimenta, maggiori sono le possibilità di ottenere potenziali guadagni nel tempo. In base alle strategie che adottiamo abbiamo provato a verificare anche strategie più “veloci” di entrata e uscita dai mercati ma i risultati realizzabili non sono affatto superiori, anzi... Se procedessimo per questa strada i risultati nel tempo sarebbero stati nettamente inferiori (aumenterebbero soprattutto i falsi segnali), la volatilità sarebbe solo di poco inferiore mentre esploderebbero i costi di

transazione senza alcun beneficio se non per gli intermediari...

CONSEGUENZA: In questi anni abbiamo spesso affrontato questo argomento dell'illusione che una maggiore movimentazione dei portafogli porti a maggiori guadagni. E molti studi accademici sono stati pubblicati in tutto il mondo su questo argomento con verifiche su conti reali di trader e investitori che hanno testimoniato come un iper movimentazione porti statisticamente spesso nel tempo a peggiori rendimenti. Ne siamo ancora più convinti dopo questi test e anzi su diversi portafogli laddove possibile e redditizio abbiamo cercato di ridurre ancora (seppure in forma lieve) l'operatività per tenere conto e controbilanciare anche il fatto che da alcuni mesi i costi dell'investitore sono aumentati per effetto di una tassazione maggiore (aliquota sul capital gain dal 12,50% al 20%) e maggiori balzelli (bollo titoli).

5) Non esistono pasti...gratis! Seguire il nostro approccio non significa aver trovato il sistema “perfetto” poichè vale sempre il vecchio detto americano “no pain, no gain”. Nessun dolore, nessun piacere... Mediamente su base statistica infatti 4 operazioni su 10 sull'azionario e 3 su 10 nell'obbligazionario si chiudono con una perdita nei portafogli di tipo quantitativo. E le perdite possono essere anche consecutive. Ma rispetto ai dolori inflitti dal mercato una metodologia come quello da noi sviluppata e affinata in questi anni offre diversi importanti vantaggi rispetto a una gestione passiva. Per esempio nelle fasi di forte cambio di marcia dei mercati il “contro” di una strategia come quella attuata nei nostri portafogli può essere quella di essere sottoinvestiti per un certo periodo di tempo con mercati che dopo forti ribassi iniziano a recuperare velocemente. E

questo può significare ottenere rendimenti inferiori a quelli del mercato. Questo disallineamento è inevitabile (e sarebbe solo risolvibile se fossimo permanentemente investiti al 100% con altre pesanti controindicazioni come ben fanno coloro che praticano una gestione passiva...) ma nel tempo (se guardiamo all'andamento dei nostri portafogli) questi gap hanno dimostrato di essere colmabili nell'arco di qualche trimestre e il vantaggio di una strategia come quella attuata nei nostri portafogli (parlano i risultati) non ha paragoni con una gestione "gas sempre a manetta". Il vantaggio ottenibile (a costo di subire per alcuni periodi sotto performance in relazione all'andamento del mercato) è quello di ottenere una forte riduzione della volatilità (ovvero del drawdown) e alla fine anche risultati nettamente superiori.

CONSEGUENZA: Un approccio come quello seguito nella maggior parte dei nostri portafogli non ha solo lati sempre positivi e può significare in determinate fasi di mercato anche rendimenti inferiori a quelli di mercato. Il concetto stesso di gestione attiva significa infatti operare delle scelte (e non replicare l'andamento del mercato con strategie "buy & hold") ed esporsi a falsi segnali che sono purtroppo ineliminabili. Nessuno può prevedere in anticipo quali saranno le operazioni vincenti e scartare a priori quindi quelle perdenti... Ma è la somma che fa il totale e i risultati realizzati in questi anni (suffragati anche da ulteriori test che abbiamo condotto in questi mesi con alcune migliorie alle strategie attuate) ci confermano che un approccio come quello seguito nelle nostre linee di consulenza messo sul piatto della bilancia rispetto a una gestione passiva più o meno evoluta offre dei vantaggi importanti e significativi. Che tradotti in numeri possono significare una riduzione di

oltre il 50% della volatilità (ovvero del drawdown) con risultati nel tempo nettamente migliori nell'ordine anche del +10% all'anno sui portafogli azionari nell'ultimo decennio e del +1,5-2% su quelli obbligazionari rispetto ai benchmark.



6) La parola d'ordine sovrana di questi anni nel campo del risparmio è stata "diversificazione". Ovvero distribuire il proprio patrimonio in uno spettro molto alto di titoli, strumenti o prodotti finanziari con l'obiettivo di cercare di ridurre la volatilità complessiva del portafoglio e anche nel tempo ottenere magari risultati superiori in virtù dell'attesa di rendimenti decorrelati fra le varie asset class. Purtroppo anno dopo anno questa teoria ha visto sgretolarsi molte delle granitiche certezze su cui era fondata perché si è visto che proprio quando i benefici della diversificazione sono più attesi tendono a squagliarsi come neve al sole. E' successo nel 2008 con quasi tutte le asset class crollare dopo il fallimento della banca d'affari Lehman Brothers e nel 2011 abbiamo visto una replica quasi fedele con pochissimi temi d'investimento avere un andamento veramente decorrelato rispetto all'andamento generale del mercato. Questo ci ha portato a fare molte riflessioni e domandarsi se non era il caso di ridurre il numero di titoli o strumenti presenti nei nostri portafogli e nel contempo

fare un'ulteriore selezione magari nel campo degli Etf o dei fondi fra quelli su cui operare. I risultati che abbiamo ottenuto in quest'analisi ad ampio spettro ci hanno confermato che "less is more" come dicono gli americani. Ovvero "meno è più". Meglio avere per esempio un portafoglio con 10 titoli con peso del 10% che 20 titoli con peso del 5%. Nel tempo la volatilità del portafoglio è magari migliore con 20 titoli ma secondo le nostre analisi questo vantaggio non è compensato da un'analisi comparata confrontando questo dato con i rendimenti ottenibili detenendo minori titoli in portafoglio e dal costo d'intermediazione (e stress) di aver effettuato un numero molto più elevato di operazioni.

CONSEGUENZA: Su molti dei nostri portafogli e linee di consulenza abbiamo rivisto i panieri, diminuendo il numero di titoli massimi detenibili. Nel caso dei titoli azionari italiani i nuovi portafogli possono per queste ragioni contenere anche un numero di titoli massimo della metà rispetto al passato e anche per i fondi e gli Etf su quasi tutti i portafogli il numero massimo di strumenti è diventato lievemente più basso con portafogli più compatti. Tutto questo ha come vantaggio crediamo nel tempo una maggiore ulteriore facilità di replicare la nostra operatività,

diminuire i costi di gestione con un rapporto rendimento/rischio d'eccellenza per ogni linea poiché per ciascun portafoglio il nostro lavoro di "money management" è consistito nel valutare per ciascuna società di gestione o categoria, (esempio Schroder, Black Rock, Eurizon, Eurostoxx 600, portafogli multi manager, azioni Italia Blue Chip, Small Cap...) il numero massimo di titoli da detenere in portafoglio.

Queste sono solo alcune delle principali novità riguardo i nostri portafogli e la nostra consulenza ma sono ulteriori i progetti a cui stiamo lavorando e riguardano nuovi portafogli (come per esempio sull'obbligazionario extra euro per chi vuole perseguire anche una diversificazione valutaria in modo attivo) come nuove possibili forme di offerta per fruire della nostra migliore consulenza anche attraverso una sorta di "portafoglio dei migliori portafogli". Abbiamo raccolto in questi mesi un crescente interesse alla nostra consulenza (anche da parte di operatori istituzionali ed sgr oltre che da un numero crescente di investitori e risparmiatori) e stiamo lavorando per rendere sempre più fruibile, conosciuta, facile (e ancora più flessibile) la nostra offerta. Ma avremo modo di riparlare...



**NUOVE OPPORTUNITA' E NUOVI RISCHI.
TUTTO QUELLO CHE DEVI SAPERE PER INVESTIRE**

[click here.](#)

Ti aspettiamo a Padova il
21 aprile presso lo
Sheraton Hotel in Corso
Argentina 5

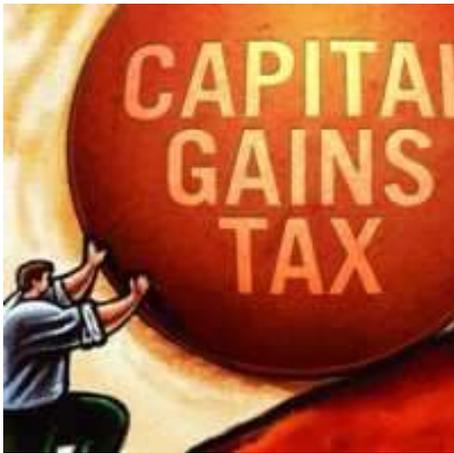
moneyexpert
CI PRENDIAMO CURA OGNI GIORNO DEL TUO PATRIMONIO

L'INTERVISTA

DALL'AFFRANCAMENTO ALLA NUOVA TASSAZIONE DELLE RENDITE: A TU PER TU CON L'ESPERTO

Roberta Rossi

Vecchio (e più favorevole) regime fiscale sulle plusvalenze. Entro il 30 marzo bisogna comunicare al proprio intermediario se si vuole utilizzare l'"affrancamento". Il fine? Risparmiare un bel po' di tasse se la posizione è rilevante senza bisogno di vendere i titoli su cui si era in guadagno al 31 dicembre scorso. Ma attenzione: questo "giochino" non lo si può fare sui singoli titoli e inoltre occorre tenere in considerazione diversi aspetti. Primo fra tutti: avere una posizione in guadagno! E possibilmente avere delle minusvalenze che se non utilizzate andrebbero definitivamente perdute. Ne parliamo con il commercialista Maurizio Barbieri dello studio tributario BFC & Associati.



L'entrata in vigore a partire dal 1 gennaio 2012 del nuovo regime fiscale sulle rendite finanziarie ha aumentato in maniera sostanziosa la tassazione sui proventi derivanti da investimenti finanziari in azioni, obbligazioni, fondi comuni d'investimento, sicav, etf, etc, covered warrant, derivati, pronti contro termine, prestito titoli. Fino al 31 12 2011 questi proventi era tassati con una aliquota del 12,5%. Da quest'anno l'aliquota diventerà del 20%.

In queste settimane molti risparmiatori hanno ricevuto dal proprio intermediario una

comunicazione che chiede cosa fare riguardo l'affrancamento. Cosa è ? Conviene farlo?

Numerosi risparmiatori e lettori ci hanno chiesto lumi su questo argomento e ci è sembrato perciò interessante fare un approfondimento sul tema, intervistando un esperto.

Gli aspetti fiscali non sono infatti il focus della nostra attività (ma piuttosto cercare di consigliare cosa e soprattutto quando entrare e uscire dai mercati) per quanto nella nostra esperienza abbiamo spesso visto che molti risparmiatori si concentrano spesso su questa "pagliuzza" soprattutto che sulla "trave"... Magari sono molto attenti a come evitare di pagare meno tasse o a recuperare le minusvalenze pregresse ma poi...si preoccupano meno di evitare di perdere il 50 o il 70% del proprio patrimonio...con gestioni passive o strategie d'investimento sballate...

In ogni caso è bene sempre essere informati anche su questi aspetti e parliamo quindi in questo articolo di affrancamento e nuovo regime fiscale sugli investimenti: azioni, fondi, sicav, obbligazioni, etf, etf... Regime dichiarativo e amministrato.

L'affrancamento questo sconosciuto ...



Con il passaggio della tassazione sui capital gain dal 12,5 al 20% si è introdotta una forte modifica al regime tributario e con la procedura dell'affrancamento lo Stato vuole offrire per "par condicio" a ciascun contribuente la possibilità di valutare cosa gli conviene eventualmente fare per evitare che sia eccessivamente penalizzato nel passaggio da un regime più favorevole a uno meno favorevole.

In termini tecnici per evitare di subire una maggiore tassazione su plusvalori maturati fino a quando l'imposta sostitutiva era del 12,5% un contribuente dovrebbe realizzare i maggiori o minori valori, cioè cedere le partecipazioni prima dell'avvento del nuovo regime.

Tuttavia, poiché non sempre la cessione è possibile il legislatore introduce l'operazione di "affrancamento" che consiste in una sorta di cessione figurativa della partecipazione assoggettando i plusvalori all'imposta sostitutiva vigente fino a quel momento, cioè il 12,5 per cento.

In tal modo si ottiene il riconoscimento del maggior costo fiscalmente rilevante, per cui in una futura e reale cessione verrà tassata con il 20% solo la quota di maggior valore

maturata dal 2012, cioè da quando entra in vigore l'aliquota del 20 per cento.

Ma conviene o non conviene farlo? Dipende come si vedrà dalla lettura di questo Report.. Chi lo desidera può, infatti, attraverso l'affrancamento beneficiare ancora del più vecchio (e favorevole) regime fiscale sulle plusvalenze e risparmiare anche un bel po' di tasse se la posizione è rilevante.

A patto di avere un portafoglio titoli con il segno più davanti. E facendone richiesta al proprio intermediario entro il 30 marzo 2012..

Chi è in guadagno sui titoli detenuti può infatti decidere con quale regime fiscale essere tassato senza bisogno di vendere i titoli ma facendosi valutare al prezzo segnato l'ultimo giorno dell'anno e su questo pagare le tasse. Con un notevole risparmio rispetto al 2012. Il fisco tasserà infatti la plusvalenza latente con la vecchia e più favorevole aliquota fiscale. Facciamo un esempio.

Il contribuente che ha un titolo comprato a 70 nel 2011 e che al 31 12 2011 valeva 100 e oggi vale 105 può o tassare l'eventuale plusvalenza con l'aliquota attuale del 20% quando venderà il titolo o tassare al 12,5% il guadagno di 30 (cioè quello realizzato fino al 2011) grazie alla procedura dell'affrancamento. In questo caso il nuovo prezzo di carico del titolo diventerà 100 e questo prezzo costituirà la base per la plusvalenza futura, che sarà tassata al momento della vendita del titolo al 20%.

Detta così la procedura appare estremamente "easy" e conveniente per chiunque abbia titoli in guadagno al 31 12 2011. Così (purtroppo) non è. Il contribuente non può selezionare lui i titoli da affrancare.

La procedura di affrancamento deve infatti essere applicata obbligatoriamente su tutto il portafoglio titoli del cliente, sia sui titoli in

guadagno sia su quelli in perdita e nel calcolo della posizione fiscale complessiva del contribuente si considerano anche eventuali minusvalenze pregresse.

E se il cliente anziché una plusvalenza ha una minusvalenza può non essere più conveniente affrancare i titoli. E qui casca l'asino....

Fare tutti questi calcoli per capire se conviene chiedere alla propria banca di regolare i conti col fisco prima della vendita effettiva dei titoli per godere di una tassazione più favorevole non è esattamente alla portata di tutti come spiega in questa intervista il commercialista Maurizio Barbieri dello studio tributario BFC & Associati.

L' ABC DELL'AFFRANCAMENTO

Grazie all'affrancamento il contribuente può decidere per i titoli posseduti al 31 12 2011 di usufruire del vecchio e più favorevole regime fiscale. Il contribuente può pagare con l'affrancamento le tasse sui titoli detenuti alla fine dell'anno scorso senza doverli vendere (ma attuando una sorta di "cessione con riacquisto" dei titoli al 31 12 2011) e usufruire così della più conveniente aliquota fiscale del 12,5% rispetto a quella ora in vigore del 20%.

Il contribuente non può selezionare lui i titoli su cui avvalersi di questa procedura.

L'affrancamento deve essere applicato obbligatoriamente su tutto il portafoglio titoli del cliente, sia sui titoli in guadagno sia su quelli in perdita e nel calcolo della posizione finanziaria complessiva del contribuente si considerano anche eventuali minusvalenze pregresse.

TITOLO AFFRANCATO, NUOVO PREZZO DI CARICO CALCOLATO

Il prezzo di riferimento ai fini del calcolo delle minus e plus valenze sui titoli in portafoglio a fine anno è reperibile sull' estratto conto titoli di dicembre. Con l'affrancamento, ai titoli in portafoglio verrà attribuito un nuovo prezzo di carico, ovvero proprio quello rilevato alla fine del 2011 e su tale nuovo prezzo verrà calcolato il nuovo capital gain.

Le plusvalenze originate dalla procedura di affrancamento saranno assoggettate all'aliquota del 12,50% e l'imposta sarà prelevata direttamente dal conto corrente del cliente che dovrà avere la provvista necessaria disponibile.

CHE FINE FANNO LE MINUS...

Tutte le minusvalenze accantonate alla fine dell'anno 2011, in regime amministrato saranno portate in deduzione delle plusvalenze realizzate successivamente, per una quota pari al 62,50% del loro ammontare. Tutte le minusvalenze realizzate a partire dal 1° gennaio 2012 saranno riconosciute per il loro intero ammontare.

COME SI ESERCITA L'OPZIONE DI AFFRANCAMENTO

I contribuenti che seguono il regime del risparmio amministrato (la maggior parte) e che vogliono esercitare l'opzione dell'affrancamento devono farne richiesta scritta al proprio intermediario entro il 31 03 2012 (per chi ha più conti la richiesta va fatta per ogni dossier titoli) attraverso la sottoscrizione di un apposito modulo. L'intermediario provvederà poi ad applicare e versare l'imposta che sarà prelevata

direttamente dal conto corrente e dovrà avere la provvista necessaria disponibile.

Per i contribuenti che si trovano in regime di risparmio dichiarativo l'opzione si esercita direttamente nel modello Unico 2012. Le tasse del 12,5% sui proventi finanziari relativi a titoli in portafoglio al 31 12 2011 devono essere versate entro il termine per saldare le imposte sui redditi che sono dovute in base alla dichiarazione.

Ma spesso solo da un confronto con un professionista si può trovare una risposta ai molti dubbi e domande che questa procedura fa sorgere. Ne parliamo con **Maurizio Barbieri**, commercialista dello studio tributario BFC & Associati. Che chiarisce nell'intervista un punto essenziale.

Capire se conviene richiedere questa procedura è tutt'altro che semplice. Ogni caso fa a sé. Maggiore è il numero e la varietà di asset detenuti maggiore è la complessità del calcolo. L'affrancamento può essere utile soprattutto a chi è in guadagno sui titoli in essere al 31 12 2011 e ha minusvalenze pregresse in scadenza nel 2011 (se non utilizzate queste minusvalenze andrebbero perse). Ma anche in questo caso chi decide di affrancare i titoli detenuti al 31 12 2011 corre un rischio.

Con l'affrancamento il nuovo prezzo di carico dei titoli aumenta rispetto a quello effettivo di acquisto. Per effetto dell'affrancamento ai titoli in portafoglio al 31 12 2011 viene attribuito un nuovo prezzo di carico quello al 31 12 2011. Se questi titoli nel 2012 scendono anziché salire a causa dell'affrancamento il risparmiatore potrebbe trovarsi nella spiacevole situazione di aver pagato le tasse su un guadagno non effettivamente realizzato. Vediamo perché.

Domanda: A chi conviene esercitare la procedura di affrancamento e per chi invece non è conveniente esercitare questa opzione?

Risposta: *“In linea di massima la procedura risulta conveniente se produce una plusvalenza che, come si è visto, sconta un'imposta sostitutiva del 12.50% con il vantaggio di applicare la nuova aliquota del 20% solo sulle plusvalenze maturate dall'01/01/2012.*

Potrebbe essere conveniente anche in presenza di minusvalenze pregresse prossime alla scadenza (ad esempio formatesi nel 2007 ed in scadenza nel 2011) che, se non utilizzate in compensazione di plusvalenze, andrebbero definitivamente perdute.

In ogni caso la convenienza deve essere verificata in funzione della composizione degli investimenti effettuati e dipende anche da fattori imprevedibili (l'eventuale plusvalenza al 31/12/2011 è solo latente e potrebbe tradursi in una minusvalenza in tempi successivi)”.

D Se l' affrancamento fa emergere delle minusvalenze sul portafoglio titoli anziché delle plusvalenze ha senso esercitarla? Se le perdite sono superiori ai guadagni l'affrancamento produce un danno?

R *“L'affrancamento potrebbe far emergere minusvalenze su tutte le attività finanziarie incluse nel rapporto ed in questo caso non si vede la necessità di esercitarlo. Peraltro la minusvalenza potrebbe nascere dalla sommatoria fra plus e minus ed in questo caso potrebbe avere la sua utilità. Comunque non si può parlare di danno ma se il risultato*

è la sommatoria di sole minusvalenze non si ha interesse a esercitarlo (in quanto comporta una valorizzazione del portafoglio al 31/12/2011 più bassa dei valori di carico, con il rischio di avere plusvalenze più significative in futuro)”.

D Chi esercita l'affrancamento può dedurre integralmente le perdite realizzate nel 2011 o nei quattro anni precedenti o latenti al 31 12 2011 sui titoli detenuti, mentre chi non esercita questa opzione potrà dedurre queste perdite a partire dal 2012 solo per il 62,5% del loro ammontare?

R *“Sì. Questo perché il legislatore ha voluto evitare di utilizzare, a fronte di redditi tassati al 20%, crediti fiscali maturati nell'interno del periodo di vigenza della tassazione al 12,50%”.*

D Il contribuente può chiedere alla banca se gli conviene esercitare l'opzione di affrancamento? Può in altre parole richiedere una simulazione alla propria banca degli effetti di questa procedura sul suo portafoglio e poi decidere se esercitarla o meno?

R *“Premesso che le banche non hanno alcun obbligo, né di natura contrattuale né di natura consuetudinaria, per esperienza ritengo sia difficile che siano disposte ad effettuare simulazioni di sorta, salvo che il cliente non abbia la necessaria forza contrattuale”.*

D Chi deve fare da sé i calcoli per valutare se gli conviene esercitare l'opzione di affrancamento come deve procedere se opera in regime di risparmio amministrato? E per chi opera in regime di risparmio dichiarativo?

R *“Premesso che spesso è assolutamente*

irrealistico il “fai da te”, nei due casi i calcoli da fare sono gli stessi nel senso che la plusvalenza tassabile (o la minusvalenza) va ricercata nella differenza fra il valore di carico (acquisto) degli asset finanziari ed il valore di mercato al 31/12/2011. Solitamente nei rapporti di amministrazione o custodia può essere compresa una moltitudine di strumenti finanziari e quindi la difficoltà può essere rilevante”.

D Quale dei regimi fiscali (amministrato dichiarativo e gestito) consente una miglior compensazione tra minus e plus valenze?

R *“Nel regime amministrato e nel dichiarativo non è possibile compensare redditi di natura diversa (redditi di capitale e redditi diversi) mentre nel regime gestito è consentita la compensazione totale, anche se la tassazione avviene sul maturato quindi anche con questo regime possono pagarsi tasse negli altri regimi non dovute. Nel regime dichiarativo e nell'amministrato infatti la tassazione avviene sul realizzato e quindi si pagano le tasse su plusvalenze effettivamente realizzate. Non c'è a priori una convenienza di un regime fiscale rispetto a un altro”.*

D Possono essere oggetto di affrancamento i titoli che non hanno subito variazioni di aliquota (titoli di stato e emessi da Paesi appartenenti alla White List)?

R *“I titoli di stato nazionali e quelli di paesi White List non hanno necessità di affrancamento non essendo stata variata l'aliquota di tassazione (12,50%). Occorre tener presente però che se tali titoli sono inclusi in un rapporto amministrato, anch'essi devono essere affrancati”.*

D Un risparmiatore che ha più conti presso un intermediario può in deroga alla regola generale dell'applicazione dell'imposta sostitutiva sulla totalità dei rapporti scegliere su quali conti usufruire di questa procedura?

R *“Si ritiene che il risparmiatore, in presenza di più rapporti o dossier, possa scegliere quale affrancare (all'interno del rapporto, però, l'affrancamento deve essere totale)”.*

D Data la distinzione nel regime fiscale italiano sui proventi finanziari tra redditi da capitale e redditi diversi quali sono gli strumenti più penalizzati da un punto di vista fiscale quanto a compensazione tra minus e plusvalenze?

R *“I fondi e le sicav perché le plusvalenze sono comunque tassate e non sono compensabili con minus e plusvalenze pregresse. Anche sugli Etf il regime fiscale è piuttosto penalizzante”.*

D Mentre se si opera su azioni, obbligazioni, derivati si possono compensare tra loro minus e plus?

R *“Sì”.*

D Meglio gli Etf o gli Etc sul fronte fiscale?

R *“Gli Etf sono Organismi di investimento collettivo del risparmio (Oicr) assimilabili ai Fondi comuni di investimento e Sicav mentre gli Etc sono strumenti finanziari emessi da una società veicolo. Il trattamento fiscale previsto per questi ultimi è uguale a quello delle azioni o degli strumenti derivati: plusvalenze tassate come redditi diversi al*

netto di eventuali crediti d'imposta pregressi; le perdite sono compensabili con i profitti realizzati nei quattro anni successivi. Sugli Etf invece, essendo fondi, maturano redditi di capitale (per dividendi o incrementi di valore delle quote) e redditi diversi (plusvalenze o minusvalenze derivanti dalla differenza tra i prezzi di compravendita ed il NAV (Net Asset Value) delle quote. Sotto il profilo fiscale i redditi che derivano dagli Etc e dagli Etf nel regime amministrato sono soggetti alla ritenuta alla fonte a titolo d'imposta da parte dell'intermediario”.

D Nel recente passato tramite le sicav si potevano compensare minus e plusvalenze andando avanti a forza di switch e passando da un comparto all'altro. Ora non è più così, giusto, col provvedimento entrato in vigore da Ferragosto?

R *“Sì questa a procedura non è più possibile. All'atto dello switch si pone in essere una procedura di vendita/acquisto con le conseguenze del caso”.*

D Il regime del risparmio dichiarativo consente maggiori compensazioni rispetto all'amministrato?

R *“In linea generale non vi è differenza ma, tenuto conto che nel regime del risparmio amministrato possono confluire strumenti finanziari molto diversificati, è presumibile che si possano verificare maggiori compensazioni”.*

IL MIO NOME E' BOND

BOND GRECIA, MA COSA RISCHIANO VERAMENTE I PICCOLI RISPARIATORI CHE NE DETENGONO I TITOLI? E CHE RISPONDERE ALLA PROPOSTA DI SWAP?

Salvatore Gaziano

Alla fine anche ai piccoli risparmiatori è stata offerta la proposta di swap. Viene chiesto loro in pratica se vogliono perdere rispetto al nominale il 75% circa del loro investimento. In questo Report analizziamo questa complessa ristrutturazione con l'aiuto di Marco Vinciguerra, esperto obbligazionario e fondatore di Tokos. E proviamo a tracciare dei possibili scenari, analizzando le mosse da compiere e quelle da evitare..



Ammetto che seguire l'evoluzione della ristrutturazione del debito greco è oramai diventato più complicato e ricco di colpi di scena che cercare di superare in un mese un esame di greco classico all'Università dopo esserti diplomato in ragioneria.

La vicenda nei tratti salienti è nota. C'è uno stato del sud Europa che ha qualche problema di liquidità e solvibilità. E si è comportato come la cicala descritta nella favola di Esopo.

Nella realtà le formiche che oggi ne stanno organizzando il salvataggio (Germania e Francia in primis) non è che non abbiano approfittato negli anni passati di questa sua scellerata tendenza a dilapidare i soldi in

opere pubbliche faraoniche (vedi Olimpiadi), stipendi e pensioni per il settore del pubblico impiego e armamenti.

Nel 2009 il governo di centro-destra sosteneva che il rapporto deficit/pil era allo 0,8%. Era invece al 13,6%. Una volta scoperto il "buco" si è iniziata ad avviare la cura che peraltro ha portato la Grecia quasi a stremare vedendo l'andamento del Pil crollato del 7% a fine 2011 mentre il rapporto debito pubblico Pil è arrivato al 160% con una disoccupazione del 20% della popolazione attiva e produzione e vendite, secondo gli ultimi dati, in calo di oltre il 10%.

Di colpo il mondo si è accorto (o si è voluto accorgere) però che questi greci stavano vivendo al di sopra delle proprie possibilità. E soprattutto non erano in grado di onorare i loro debiti vedendo l'entità dei soldi che dovevano in giro e quanta ricchezza produceva questo Paese. La profezia (in economia tutto è spesso un'opinione) si è auto-avverata con i rendimenti dei bond greci che sono saliti nell'arco di 2 anni dal 6% al 37% sul bond decennale (si veda il grafico sotto). Quasi nessuno nel mondo se l'è più sentita di prestare soldi ai discendenti di

Achille ed Ettore ed è dovuta intervenire la Bce, il Fondo Monetario Internazionale e

l'Unione Europea per organizzare un "default" controllato.



rendimento bond greci sul decennale

L'intervento di questa troika e soprattutto dell'Unione Europea, come sappiamo, è stato tutt'altro che tempestivo e deciso e ha provocato un contagio della crisi a livello sistematico che ha sfiorato la tragedia non solo greca (ma anche italiana) negli scorsi mesi.

Peraltro i greci, va detto, non sono storicamente dei "buoni pagatori" e la Grecia è andata in default per il 50,6% degli anni in cui è stata indipendente (si legga in proposito la storia dei default degli ultimi 8 secoli nell'eccellente libro "Questa volta è diverso" di Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff edito da Il Saggiatore).

C'è da fidarsi del piano di ristrutturazione messo a punto dopo un parto infinito? Già qualche mese fa l'economista Nicholas Economides aveva mostrato un certo scetticismo: «...la Grecia ha perso oramai

ogni possibilità di uscire dalla crisi. Dopo il secondo pacchetto di aiuti il tasso annuale sul debito pubblico sarà di 18-20 miliardi per 30 anni, cioè il 9-10% del Pil, un quarto di tutte le entrate dello Stato. Anche se tutte le riforme avranno successo è altamente improbabile che la Grecia potrà mai pagare simili somme per 30 anni».

I governanti e banchieri europei e mondiali sono più ottimisti e dopo un lunghissimo parto hanno messo a punto un piano di ristrutturazione che dovrebbe evitare il default ufficiale della Grecia, ma che di fatto è un bagno di sangue per i creditori detentori dei titoli obbligazionari.

La Grecia si è impegnata in queste ultime settimane ad attuare tagli, ristrutturazione e privatizzazioni per poter metter mano a una tranche di 130 miliardi di euro di aiuti ma perché il "piano" funzioni occorre rispettare

diverse condizioni e tappe. E inoltre occorre rendere il “fardello” del debito greco meno pesante. Come? Dando una bella sforciciata (“haircut” in inglese ovvero taglio dei capelli...) ai soldi che occorrerebbe restituire ai possessori di bond alla scadenza. L’accordo negoziato per la partecipazione ai privati (“PSI”) alla ristrutturazione del debito pubblico di Atene significa che i detentori dei titoli non riceveranno il rimborso del nominale ma una quota nettamente inferiore.



Il loro contributo “volontario” (ossia la perdita di valore che ogni investitore dovrà iscrivere rispetto al valore nominale dei titoli posseduti) sarà del 53,5% (su circa 206 miliardi di titoli in circolazione). Ma questa offerta riguarda solo gli investitori istituzionali (ovvero le banche, i fondi) o anche i privati... ovvero i piccoli risparmiatori? Cosa accadrà ai loro titoli e come devono comportarsi di fronte a una eventuale proposta di swap? Parliamo di questo argomento con **Marco Vinciguerra**, fondatore di **Tokos**, società di consulenza specializzata nel mercato obbligazionario, che ha seguito da vicino l’evoluzione della vicenda greca. Sempre più ricca di sorprese.

Perché se fino a pochi giorni fa molti osservatori, addetti ai lavori e anche giornali finanziari spiegavano che i piccoli risparmiatori potevano stare quasi tranquilli e che i loro bond non sarebbero stati oggetto di

ristrutturazione (e taglio selvaggio del valore di rimborso), sono partite proprio in questi giorni invece email e lettere da parte delle banche italiane che invitano i detentori dei bond ad aderire o meno alla proposta di concambio forzoso. Che fare? Ne parliamo dettagliatamente in questo Report, analizzando la situazione e quali potrebbero essere i prossimi scenari o scelte da compiere.

L’intervista all’esperto: “L’Argentina era meglio. Qui si rischia di perdere di più nel caso che venga applicata la clausola Cac anche ai privati...ma non è ancora detta l’ultima parola”...

Che qualcosa non tornasse sul ragionamento degli “ottimisti” che immaginavano per i “piccoli” un rimborso comunque a 100 dei titoli greci “senza se e senza ma” lo sta segnalando da tempo il mercato con i titoli obbligazionari greci in picchiata anche per le scadenze più brevi. Basta vedere il titolo con scadenza 20 marzo 2012 che giovedì 1 marzo è arrivato a valere 26 mentre a inizio anno valeva quasi il doppio! Ma innanzitutto cosa prevede questa operazione proposta ai detentori di bond greci?

Viene proposto un taglio del 53,5% del valore nominale. Se ho obbligazioni, per esempio, dal valore di 100.000 euro nominali ora il valore nominale che mi sarà restituito a scadenza è di 46.500 euro. A sua volta questo importo mi sarà restituito per 15.000 euro con 3 nuovi bond emessi dal Fondo Salva Stati Europeo (EFSF) con scadenze a breve. E con questi titoli verranno pagati anche gli interessi maturati fino al 24 febbraio 2012.

Mentre i 31.500 euro nominali restanti verranno pagati agli investitori con 20 nuove

obbligazioni che pagheranno interessi del 2% annuo fino al 2015, il 3% annuo dal 2015 al 2020 e il 4,3% annuo dal 2020 fino alla scadenza nel 2042. Inoltre ai detentori dei bond oggetto dello swap verranno anche offerti un warrant (Pil) ovvero GDP Linked security dal valore nozionale di 315 che sarà un ulteriore (ma poco probabile, secondo gli addetti ai lavori) bonus che i detentori dei bond potrebbero ricevere come rimborso nel caso che la Grecia, a partire dal 2015, abbia una crescita positiva del prodotto interno lordo in termini reali superiore agli obiettivi del piano.



*“E’ un concambio molto complicato – spiega **Marco Vinciguerra**, fondatore e strategist di Tokos – che prevede di fatto un taglio dal valore nominale indiscriminato di tutte le obbligazioni negoziate e un rimborso molto articolato fra titoli garantiti dall’Unione Europea e titoli greci con scadenze più lunghe.*

A questo concambio non partecipa la Bce e in prima battuta dovrebbe riguardare solo gli investitori privati istituzionali ovvero banche, società di gestione del risparmio, compagnie

di assicurazione, fondi... Ma su questo punto torneremo dopo”.

Gaziano: A quanto è stimata la perdita per i possessori dei bond greci a questo punto? Anche se questo default è ‘pilotato’ non rischia di essere superiore a quello dei bond argentini?

Vinciguerra: “Il mercato sta guardando al rendimento dei bond portoghesi che è di circa il 14% sulla scadenza decennale e si potrebbe supporre che anche dopo la ristrutturazione (se andasse in porto questo swap) dovrebbe essere quello il rendimento equivalente di un bond greco. Liberata dal fardello di circa 100 miliardi di euro il rapporto debito/Pil sarebbe infatti nella fascia di quello portoghese (e in verità anche italiano, ndr). Fatto 100 quindi l’investimento iniziale, il valore di recupero che un investitore che ha acquistato vicino o al nominale si può stimare che un possessore di titoli greci si ritroverà con un capitale intorno a 25. Una perdita del 75% rispetto al valore di rimborso fissato. Se si considera che l’haircut sui titoli argentini è stato del 67% possiamo dire che la ristrutturazione Grecia è più una tragedia... ”.

Ma poi l’Argentina ha saputo riprendersi in modo vigoroso mentre la Grecia avrà dentro l’euro qualche difficoltà a ripartire anche dopo questo piano ...

“Sì in effetti questo è un punto importante ma al di là delle considerazioni macroeconomiche o sulla competitività della Grecia in questo caso gli obbligazionisti hanno meno possibilità di rifarsi rispetto ai possessori dei Tango Bond a queste condizioni poiché sono stati molto diluiti con questo tipo di rimborso. Se tu avevi 100 all’inizio ora ti trovi con 15 euro che ti vengono restituiti a breve con titoli del Fondo Salva Stati europeo mentre la quota di Grecia che ti resta in portafoglio è

solo di 10. Per semplificare alla fine di questo concambio è come se avessi 15 di un Bot europeo e 10 di una obbligazione greca "nuova". E quindi è molto difficile anche nell'ipotesi che l'economia greca si metta a galoppare e i rendimenti sui titoli greci crollino (con le obbligazioni che si mettono a volare...) che un investitore che ha aderito al piano possa recuperare in modo significativo la pesante perdita subita, ritrovandosi in portafoglio con solo 10 dell'investimento iniziale di 100. Salvo che non vada a reinvestire sulla Grecia i soldi che otterrà come rimborso dal fondo Salva Stati, puntando ancora sulla ruota di Atene e sulla capacità di risollevarsi definitivamente dei greci da questa crisi. Una mossa che mi risulta alcuni gestori stanno valutando ma che richiede una buona propensione al rischio e una discreta fiducia verso i governanti ateniesi e l'economia del Peloponneso..."

Cosa dire di questa proposta di swap, ovvero di baratto per parlare come si mangia? Cosa succederà ai privati? Come devono comportarsi in questa fase?

"La conta per operazione di swap scade ufficialmente l'11 marzo (ma molte banche vogliono avere prima ed entro l'8 marzo la risposta, ndr) e in questa fase conta soprattutto capire quale sarà la risposta degli investitori istituzionali o dei privati non proprio piccoli..."

Atene punta ad adesioni pari al 90%. Se dagli investitori non dovesse essere offerto per lo scambio almeno il 90% dei titoli di Stato in loro possesso, la Grecia non potrebbe effettuare lo swap che le consente di tagliare di circa 100 miliardi di euro il suo debito verso i creditori privati. Ma il ministero delle Finanze ellenico ha spiegato comunque che Atene intende procedere con l'operazione anche

attraverso una partecipazione minima del 75% dei creditori, senza obbligare necessariamente le parti contrarie. Nell'eventualità di una partecipazione tra il 75% e il 90%, infatti, è previsto che venga attivato un procedimento di bond swap alternativo senza porre in essere gli emendamenti indicati nel documento".

Si aprono diversi scenari su questa adesione ma almeno il 75% degli investitori (soprattutto le banche) dovrebbe accettare. A quel punto che succede ai privati, ovvero ai piccoli risparmiatori, coloro che hanno comprato i bond greci sul Mot o sul Tlx in modica quantità e per utilizzo personale...

"I grandi investitori istituzionali, ovvero le banche e le compagnie d'assicurazione e che possedevano la maggior parte dei titoli, è probabile che aderiscano poiché è da mesi che hanno negoziato proprio la loro adesione e naturalmente hanno avuto un 'do ut des' come la possibilità di conferire molti più titoli (compresi i nuovi bond greci) alla Bce come collaterale, accedere a finanziamenti a condizioni scontate... etc, etc..."

Viene dato quindi come probabile che questo swap possa passare perché anche con un'adesione inferiore al 90% il governo greco potrebbe dare il benestare... E il mercato sembra convinto che almeno oltre il 75% possa essere conferito altrimenti tutte le trattative di questi mesi fra banche, Troika e governo greco significherebbe che non sono servite a nulla."

E a questo punto cosa succederà ai titoli detenuti dai veri piccoli risparmiatori, il signor Mario Rossi in Italia, Jean Dupont

in Francia, Otto Muller in Germania ma anche a Giorgos Papadoulos in Grecia?

“Qui inizia una nuova pagina perché il Parlamento greco ha approvato delle clausole di azione collettiva (Cac) che consentirebbero, qualora le adesioni superassero il 90% (ma la quota potrebbe essere anche più bassa perché non c'è chiarezza sul punto) costringere tutti ad aderire forzosamente allo scambio. Anche i piccoli risparmiatori italiani, francesi o tedeschi. Questi piccoli investitori retail, secondo stime di mercato, potrebbero detenere bond greci per 16 miliardi, pari al 7,7% sui 206 miliardi di titoli oggetto di concambio, quindi relativamente molto poco. E i piccoli risparmiatori italiani è stato stimato che potrebbero detenere titoli per circa un miliardo di euro e quindi in caso di swap potrebbero perdere circa 750 milioni di euro”

Una bella botta per quei risparmiatori che si erano fidati delle rassicurazioni dei governi europei che nel maggio 2010 avevano dichiarato solennemente “salveremo la Grecia”... come ha rilevato correttamente Vittorio Da Rold sulle colonne de “Il Sole 24 Ore”. Non è un default ma è un default... Certo che ce ne sarebbe da dire sulla politica economica e finanziaria europea... E dei numerosi tentennamenti soprattutto della Merkel di non voler intervenire subito e con decisione salvo poi assistere al precipitare degli eventi e alla fine dichiarare come è avvenuto al vertice Ue del 26 ottobre scorso che “un default ordinato è inevitabile”. Ma torniamo ai piccoli risparmiatori: ci troviamo allora di fronte a due scenari se lo swap con gli istituzionali o i privati “grandi” va in porto. I piccoli risparmiatori vengono lasciati in pace e ottengono il rimborso regolare del

nominale a 100 oppure con l'esercizio della clausola Cac vengono forzosamente obbligati ad accettare le stesse condizioni che hanno sottoscritto i privati “grandi”. Giusto?

“Sì, questi sono i due scenari base e il mercato, guardando al prezzo dei bond quotati sul Mot o sul Tlx, evidentemente sta scommettendo che anche ai privati “piccoli” verranno offerte le stesse condizioni pesanti imposte ai “grandi” ovvero di fatto una perdita del 75% rispetto al nominale. Politicamente utilizzare la clausola della “Cac” (Clausole di Azione Collettiva) ovvero di fatto modificare d'imperio tutte le condizioni descritte dei prospetti informativi nei confronti dei piccoli risparmiatori non è una bella cosa e farebbe stare al largo per anni, forse lustri, i piccoli risparmiatori dal sottoscrivere un titolo greco. E politicamente è una mossa da harakiri se applicata anche ai bond greci detenuti dai piccoli risparmiatori greci che si vedrebbero liquefare come neve al sole buona parte dei loro risparmi...”

Salvo che i politici e governanti greci non s'inventino qualcosa per tutelare i loro elettori... e trattino i risparmiatori greci in modo diverso da quelli europei del nord...

“Sul piano legale mi sembra difficile e sarebbe inaccettabile accettare dei simili distinguo. Ma non c'è da stupirsi che il premier greco Loukas Papademos e il suo ministro delle finanze Evangelos Venizelos hanno dichiarato pubblicamente in Grecia (senza farsi troppo sentire a Francoforte) che dopo questo swap ai risparmiatori greci verrà proposto qualcos'altro e saranno tutelati, non perdendo tutto. Comprensibile che abbiano detto questo per evidenti ragioni politiche ed elettorali ma siccome i soldi che dovrebbero

restituire ai possessori di bond greci di nazionalità greca nel caso che rispettino veramente questa generosa promessa dovrebbero praticamente prenderli dalle casse custodite dalla Troika e dai tedeschi mi sembra difficile pensare che questo possa avvenire in modo così spudorato.

Più sensata e probabile potrebbe essere la soluzione di aprire le porte a una soluzione all'italiana per i piccoli risparmiatori europei (greci compresi) sullo stile della ristrutturazione Alitalia. Rimborsare il nominale (ovvero 100) ai piccoli risparmiatori ma con un tetto: 100.000 euro massimo a testa. Questo taglierebbe fuori parte della speculazione e sarebbe una soluzione più equa rispetto a un haircut uguale per tutti: piccoli e grandi investitori. E' una pura ipotesi naturalmente che potrebbe essere accolta favorevolmente in subordine a un rimborso integrale del nominale. Che oggi il mercato non sembra considerare possibile ma che a mio parere salverebbe capra e cavoli. Un'altra ipotesi potrebbe essere quella che il governo greco, chiuso lo swap con gli istituzionali, lanci un'altra offerta diversa e migliorativa nei confronti dei piccoli risparmiatori. Ma siamo, e lo ripeto, sempre nel campo delle ipotesi. E per migliorativa potrebbe intendersi anche che invece che darti 20 titoli con 20 isin diversi te ne diano solo uno... Solo dal 16-17 marzo in poi potremmo avere uno scenario più chiaro".

E' notizia di queste giorni che anche i piccoli risparmiatori italiani stanno ricevendo dalla propria banca l'invito a fornire una risposta riguardo la proposta di swap? Come mai sono stati coinvolti anche loro in questa fase?

"Il prospetto approvato prevede che l'offerta venga rivolta a tutti, piccoli, piccoli piccoli e grandi investitori. Ma i numeri dicono come

abbiamo ricordato che la quota detenuta dai piccoli piccoli investitori è veramente bassa. Circa il 7% dei bond greci in circolazione. Il governo greco, in base alla percentuale di adesione, dovrà poi decidere se applicare la Clausola di Azione Collettiva (Cac) che è attivabile da come è stata votata nel caso in cui due terzi dei votanti esprima parere favorevole allo scambio (con una partecipazione di almeno il 50% del nominale). La decisione di utilizzare l'arma della Cac (e quindi tirare dentro con i capelli anche i piccoli risparmiatori al "bagno di sangue") è una decisione comunque politica e occorrerà vedere al termine dell'operazione di swap quali saranno gli obiettivi raggiunti. Ritengo quindi consigliabile per i piccoli risparmiatori in questa fase non prendere iniziative e quindi non aderire e non prendere alcuna iniziativa".

"Take no action" per dirla in inglese o fare come il pesce in barile si dice in italiano... Ma cosa sta succedendo ora ai bond greci? Come si sta muovendo ora la speculazione?

"Sì, esattamente. Meglio attendere gli eventi e sperare ancora di essere inclusi nel novero degli "holdout", cioè in quella fascia privilegiata di detentori di bond ellenici che non saranno costretti a partecipare a forza allo swap e che potranno incassare il 100% dell'importo alla scadenza. Come ha ben espresso Da Rold 'la speranza è l'ultima a morire: meglio attendere e vedere se Atene, alla fine dell'offerta, potrà convincere i suoi creditori internazionali (Ue, Fmi e Bce) che la soglia raggiunta (magari senza i piccoli) è sufficiente a ridurre a 100 miliardi da 206 il livello del debito'.

Finito questo primo "giro" ce ne sarà un altro per coloro che non hanno aderito allo swap e le condizioni proposte non potranno essere

peggiorative rispetto a questo swap e per questo credo che valga la pena aspettare visto che ora i piccoli risparmiatori non sono poi così decisivi per il quorum. Intanto i titoli greci "nuovi" (ovvero post swap nell'ipotesi che vada a buon fine) implicitamente è come se rendessero già fra il 17 e il 19%. I piccoli risparmiatori, dopo l'annuncio dell'operazione di swap che è stata rivolta anche a loro, hanno reagito vendendo, facendo scendere ulteriormente i titoli. I piccoli investitori più speculativi, a questo punto, valutano con maggiore interesse l'ingresso nel titolo se credono che alla fine di questo giro di swap i piccoli saranno graziati o magari per loro sarà proposta una soluzione all'Alitalia e comunque anche nel caso che lo swap venga esteso anche a loro con l'esercizio della Cac alle condizioni attuali sulle scadenze brevi non dovrebbero rimetterci dei soldi. Anzi... Ma la situazione qui è in costante divenire".

Una tragedia (a volte una farsa) dove non si sa mai (aggiungiamo noi) quando inizia veramente l'ultimo atto... e si conclude questa storia infinita.

Aggiornamento al 14 marzo 2012:

L'adesione all'85,8% allo swap ha segnato un successo per la Grecia ma purtroppo anche il peggior scenario che avevamo raccontato per i risparmiatori senza alcun "beau geste" verso i piccoli risparmiatori che anche non hanno aderito a questa proposta, negando o non fornendo il consenso.

La Grecia ha fatto, infatti, scattare la clausola Cac (Clausole di Azione Collettiva) che hanno imposto lo scambio anche a coloro che hanno rifiutato l'offerta (o semplicemente si sono astenuti dal rispondere) e questo dovrebbe significare che riceveranno anche loro come gli investitori istituzionali il "mix" di

titoli garantiti dal fondo Salva Stati europeo e dallo Stato greco, subendo anche loro una decurtazione del 75-80% rispetto al nominale (come peraltro indicavano da tempo già le quotazioni) e non attendersi quindi un rimborso del nominale a 100. Il 20 marzo scade il primo bond "post swap" e sarà comunque l'occasione per vedere cosa accadrà veramente se ancora si ha una qualche labile speranza di veder risolta meglio la partita ma purtroppo la Troika (Unione Europea, Bce e Fondo Monetario Internazionale) sembra voler percorrere senza concessioni il piano, penalizzando maggiormente alla fine proprio i piccoli risparmiatori che avevano acquistato il debito greco e per mesi avevano rassicurato che nulla poteva accadere. Un'ulteriore lezione forse per chi si vuole fidare delle parole dei politici o fissarsi sui mercati finanziari su una posizione (soprattutto quando è significativa all'interno del proprio portafoglio) e pensa: "peggio di così non può andare..".

Un discorso a parte va fatto invece per le obbligazioni di diritto estero il cui Isin non inizia con GR ma con IT o XS (fra i 2 quotati in Italia uno tasso fisso con cedola 5% e scadenza 11 Marzo 2019, avente codice ISIN IT0006527532 e l'altro con cedola variabile scadente il 13 Luglio 2020 ed avente codice ISIN XS0224227313) e che non rientrano nella legislazione greca, essendo stati emessi fuori dalla Grecia. Qui la situazione è ancora in divenire perché per questi titoli non possono essere applicate le clausole CAC e se non si aderisce all'offerta di swap che in questi giorni le banche stanno girando ai clienti c'è il rischio di essere tagliati fuori da tutto (anche dalla proposta di swap) salvo non fare una causa legale internazionale dall'esito incerto e sicuramente fuori dalla portata di molti risparmiatori.

CURIOSITA'

COME IN ITALIA SI BUTTANO I SOLDI NEL CESSO (E NON PER MODO DI DIRE)

Salvatore Gaziano

Questa pazza, pazza Italia. L'ex capo della Protezione Civile, Guido Bertolaso, è indagato insieme ad altri 4 persone per l'appalto dei bagni chimici durante il terremoto di L'Aquila. Un fiume di denaro (34 milioni di euro il primo appalto) che si sarebbe aggiudicato un'azienda fiorentina, la Sebach, leader in Italia nel settore. Un quarto delle spese per il mantenimento della tendopoli e praticamente la possibilità per ogni sfollato o aquilano di produrre...popò e pipì per complessivi 100 chili al giorno! L'anno successivo al "fortunato" appalto rileviamo come i vecchi soci di maggioranza (fra cui il gruppo Monte dei Paschi di Siena) ne escano alla grande, rivendendo il pacchetto di controllo. Anche grazie a questo regalo caduto dal cielo. Insomma non proprio...



Potrà essere simpatico o meno ma l'ultimo rinvio a giudizio per l'ex capo della Protezione Civile, Guido Bertolaso, rischia di essere quello che lo sommergerà più nella "cacca" e non solo per modo di dire.

E' indagato infatti, insieme con altre quattro persone, per abuso d'ufficio nell'ambito di una inchiesta sull'appalto dei bagni chimici, intesa come fornitura e smaltimento, installati nelle tendopoli montate dopo il terremoto del 6 aprile 2009. Un appalto colossale di circa 34 milioni di euro che dà la misura di come una calamità naturale rischi in Italia di diventare un volano per moltiplicare appalti e fatturati (per i "fortunati") al di là di ogni buon senso.

Ad aggiudicarsi questa montagna di denaro la società toscana Sebach, leader in Italia nel noleggio bagni chimici e wc mobili prefabbricati guidata oggi da una top manager, Antonella Diana, che sta puntando recentemente la barra verso il mercato francese, contando anche lì sull'effetto sorpresa che ha consentito negli ultimi anni a questa azienda di crescere (al di là della vicenda del terremoto de L'Aquila da chiarire) puntando sulle toilette chimiche e mobili "glamour" con particolare attenzione al design, al marketing e all'eco-sostenibilità dei propri prodotti.

Un'eco-sostenibilità che nel caso sollevato, però, sul terremoto abruzzese apre alcuni interrogativi se l'indagine della magistratura arriverà a provare la colpevolezza degli indagati, spiegando chi ne ha tratto beneficio da questo giro di denaro abnorme in base ai dati raccolti dal presidio di Libera (e ripreso poi dal sito Site.it) che nel dopo terremoto aveva vigilato per accertare eventuali infiltrazioni mafiose e sprechi, accumulando sulla materia un dossier poi acquisito nell'estate del 2009 dalla magistratura. Oltre ad alcuni aspetti formali riguardo la

contestata aggiudicazione di questo appalto, il filone di indagine più incredibile riguarda infatti l'ipotesi di truffa. La cifra stanziata per i bagni degli aquilani sfollati appare, infatti, anche agli occhi di un profano della materia, quasi senza senso: 34 milioni di euro equivalgono, infatti, a quasi un quarto delle spese per il mantenimento della tendopoli.

Con un appalto assegnato alla ditta toscana da parte della Protezione Civile per l'equivalente di un bagno ogni 8 persone sfollate. Considerando che ogni bagno ha un serbatoio di 200 litri, una pulizia e uno spurgo al giorno sarebbero stati più che sufficienti.

Ma Bertolaso & Company, secondo l'inchiesta pubblicata originariamente nel libro "Protezione civile spa" di Alberto Puliafito (Aliberti Editore), prevedendo altri tre interventi aggiuntivi in termini di spurghi e pulizie giornaliere, avrebbe fatto lievitare il conto a questa cifra astronomica.



Con 32 mila sfollati nelle tendopoli ciò significava che ogni aquilano (o soccorritore) aveva così diritto ad evacuare ben 100 litri di deiezioni liquide e solide nel giro delle 24 ore....

Nel corso dei mesi il numero dei bagni chimici è sceso poi a 3200 in concomitanza con la diminuzione del numero degli sfollati presenti nelle tendopoli ma secondo il "Dossier

Abruzzo" di Libera, sembra che la Protezione Civile abbia perso il pelo ma non il vizio perché, scaduto il contratto con la Sebach, ha emesso un nuovo bando di gara per i tre anni successivi, selezionando ancora come unico concorrente la Sebach per un importo di base d'asta perfino superiore e pari a quasi al doppio del prezzo originario.

Sarà interessante vedere l'esito giudiziario di questa inchiesta (e la difesa degli imputati) ma può essere curioso sapere che l'azienda beneficiata di questo mega appalto, la Sebach, oggi di proprietà di Yarpa S.p.A. (i cui principali azionisti sono la Vittoria Assicurazioni, la famiglia Messina, la Banca Passadore, il Gruppo Rimorchiatori Riuniti e la famiglia Marsiaj) e LBO France Gestion (uno dei più importanti fondi di Private Equity francesi) proprio nel giugno 2010 ha visto un cambio dell'assetto societario con soci di maggioranza uscenti la famiglia Dainelli (rimasti come soci di minoranza), Sici e Monte dei Paschi di Siena (Mps) Venture.

Che, a pensare laterale grazie al mega appalto aquilano (che ha "gonfiato" il fatturato di Sebach e permesso una valorizzazione della società probabilmente più generosa), sono usciti alla grande da questa partecipazione uscendo al momento giusto e al prezzo massimo, realizzando in pochi anni una performance pari al 30% annuo. Un "regalo" caduto dal cielo. Insomma non proprio... E sul quale la magistratura vuole capire se nell'assegnazione di questo mega appalto (che ha avuto un peso sicuramente significativo nella valutazione del fatturato della società) tutto è stato regolare.

ANALISI FONDAMENTALE

AZIONI DI RISPARMIO, OPPORTUNITA' O TRAPPOLA?

Salvatore Gaziano e Roberta Rossi

Le azioni di risparmio non convertibili sono state introdotte nel 1974 ma non hanno "sfondato" a Piazza Affari: scambi sempre più ridotti, sconto quasi ai massimi storici e molte società hanno iniziato così a ritirarle dal mercato e sono sempre meno quelle quotate. E nemmeno lo specchio del dividendo "garantito" ha funzionato egregiamente... Eppure non sono tutte da buttare...



In uno studio pubblicato nel dicembre 2002 sui Quaderni della Consob a cura di Nadia Linciano e dedicato alle "AZIONI DI RISPARMIO E VALORE DEL CONTROLLO: GLI EFFETTI DELLA REGOLAMENTAZIONE" si discuteva del differenziale di prezzo tra azioni ordinarie e azioni di risparmio ("voting premium") e se in Italia la regolamentazione sul funzionamento delle società e sui conflitti di interessi fra azionisti di minoranza e soci di controllo poteva migliorare questo rapporto, diminuendo la distanza fra le azioni con pieno diritto di voto (come le ordinarie) e quelli con diritti limitati (come le azioni di risparmio non convertibili).

Quasi dieci anni vedendo mediamente come si è allargata la forbice fra azioni rnc (risparmio non convertibili) e ordinarie verrebbe da mettersi le mani nei capelli se dobbiamo considerare questo "sconto" come un segnale dell'attenzione da parte delle società quotate verso i piccoli risparmiatori italiani e i loro diritti.

Lo "sconto" medio delle azioni di risparmio rispetto a quelle ordinarie è arrivato, infatti, quasi ai massimi storici e il gradimento verso queste azioni è sceso quasi agli inferi a giudicare dai grafici di alcune delle azioni rnc più scambiate a Piazza Affari e la comparazione (il grafico sopra) con le ordinarie in termini di sconto rispetto al titolo ordinario.



Fiat rnc: sconto rispetto all'ordinaria (in alto) e grafico storico con volumi

Ci potrebbe essere certo una spiegazione razionale a uno sconto così massiccio delle azioni rnc ed è l'ipotesi che siamo vicini, per molte di queste società, a un possibile cambio dell'assetto di controllo con il lancio di un'offerta pubblica di acquisto sulla maggior parte delle società che detengono azioni rnc. E in questo caso il valore "svalutato" delle rnc (e di contrasto quello ben superiore delle azioni ordinarie) troverebbe una giustificazione nel fatto che in caso di Opa, ovvero di takeover (ostile o meno), l'offerente non ha alcun obbligo di acquistare le residue sul mercato, pagando un premio di controllo.

Un'ipotesi che ci sembra francamente al momento più accademica che reale e questo "sconto" ci sembra riflettere più la disaffezione degli investitori verso questo tipo di titoli che nonostante le buone intenzioni (vogliamo essere generosi...) nel capitalismo italiano non hanno avuto il successo auspicato e si sono dimostrate un altro esempio di risparmio tradito o da capitalismo da rapina se ricordiamo quegli "imprenditori" che seppero usare "intelligentemente" questi titoli per finanziarsi generosamente con sovrapprezzi da paura.



Danieli rnc: sconto rispetto all'ordinaria (in alto) e grafico storico con volumi

Negli ultimi anni anche i “furbetti” hanno dimostrato di essere più saggi (o semplicemente hanno fatto i calcoli e capito che gli conveniva cambiare strategia visto che la garanzia di dividendo minimo sul nominale iniziava magari a diventare un esborso significativo), riacquistando le azioni di rnc sul mercato e offrendo agli azionisti di minoranza la possibilità di concambiarle (quasi mai naturalmente alla pari) con le azioni ordinarie. Con proprio Carlo De Benedetti a far da apripista a questa tendenza (proprio colui che più ne aveva abusato) seguito recentemente dal gruppo Agnelli che a ottobre ha annunciato una simile operazione.

Ma come considerare le attuali azioni di risparmio convertibili sul mercato? Una reliquia del passato o un’opportunità interessante d’investimento a certe condizioni?

Dipende certo caso per caso ed è impossibile generalizzare per quanto gli scambi e i prezzi indicano chiaramente che oramai questi titoli hanno un pubblico sempre più ristretto e per “aficionados” e lo sconto vicino ai massimi per molti titoli di questa categoria indica che anche in questo rimbalzo o recupero, come è avvenuto nel passato, gli investitori prima di tutto hanno puntato sulle azioni ordinarie (aumentando lo sconto sulle rnc) e i titoli di più facile negoziabilità e poi, se la corsa proseguirà, si accorgeranno forse dei titoli della categoria “figli di un Dio minore”. Nel passato fra le azioni di risparmio non convertibili consigliate dai soliti esperti figuravano soprattutto quelle di società considerate “cash cow” e in grado di generare utili e quindi dividendi significativi. E il cui dividendo elevato doveva costituire un pavimento importante in grado di attutire quasi ogni ribasso. Un esempio su tutti: Telecom Italia rnc (vedi grafico sotto).



Telecom rnc: sconto rispetto all'ordinaria (in alto) e grafico storico con volumi

La storia (recente) ci dice che non è andata proprio così visto che dal 2005 il titolo Telecom Italia rnc ha perso il 47% circa pur tenendo conto dei dividendi staccati. Il dividendo, infatti, contrariamente a una certa pubblicitaria facilonia e ai venditori di illusioni finanziarie e ricette facili (come quella che per

guadagnare in Borsa basta comprare le azioni con i maggiori dividendi) non è qualcosa di “immutabile” e “incomprimibile” e se la società ha un andamento peggiore degli anni passati e/o il peso del debito oppure degli accantonamenti diventa sempre più significativo, l’autofinanziamento passa anche

inevitabilmente attraverso la riduzione dell'utile distribuito agli azionisti.

Come è accaduto agli azionisti di risparmio (e non solo) di Telecom Risparmio che hanno visto il dividendo dal 2006 al 2010 passare da

0,151 centesimi a 0,069, vedendosi dimezzare (e per la campagna dividendi 2012 il monte dividendi è stato annunciato in riduzione di un ulteriore 25%).



Fra le azioni rnc fare ragionamenti quindi solo sul dividendo “passato” e proiettarlo nel futuro “sic et simpliciter” ci sembra una grande ingenuità ma reputiamo che in un portafoglio diversificato sulla Borsa italiana fra i titoli quotati si nascondano anche in questa categoria di azioni delle interessanti opportunità, guardando sia il livello di sconto rispetto all'ordinaria, che la sostenibilità dell'utile, le prospettive future insieme alla struttura del debito (a addirittura la presenza di liquidità) societaria, il flottante quotato (che potrebbe anche preludere a un'intervento dell'azionista di maggioranza nel ricomparsi questo genere di titoli) o i benefici cumulati nel caso che non abbiano pagato il dividendo negli ultimi anni.

Ricordiamo che questo tipo di titoli hanno, infatti, una serie di caratteristiche importanti:

1. sono privi di voto nelle assemblee ordinaria e straordinaria;
2. il voto viene espresso solamente nell'ambito dell'assemblea degli azionisti di risparmio;
3. sono privilegiati nella ripartizione degli utili (dividendo minimo garantito nella misura del 5% del valore nominale delle azioni) e nel rimborso del capitale;
4. possono essere emessi per un importo non superiore (unito a quello delle azioni con voto limitato a sensi dell'art. 2351 c.c.) alla metà del capitale sociale.
5. i possessori non hanno diritto di intervenire alle assemblee della società né di chiederne la convocazione.

Per questa ragione nei nostri portafogli più discrezionali e legati all'analisi fondamentale valutiamo con attenzione anche questi titoli e a certe condizioni (anche recentemente) li consideriamo un'opportunità interessante, selezionando nei portafogli consigliati

per BorsaExpert.it (consulenza generica e portafogli modello) o MoneyExpert.it (consulenza personalizzata) quelli delle storie che ci piacciono di più.



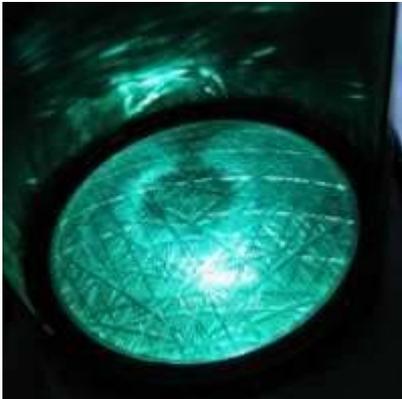
Buzzi rnc: sconto rispetto all'ordinaria (in alto) e grafico storico con volumi

IL BAROMETRO SUI MERCATI

IL SEMAFORO TORNA DI COLORE VERDE. OBIETTIVO CENTRATO. E ORA PIAZZA AFFARI TENTA LO SGANCIAMENTO.

Francesco Pilotti

Dopo il rialzo fatto segnare dai mercati finanziari negli ultimi mesi l'Indicatore di lungo periodo (per chi ha un approccio più prudente) chiamato Semaforo, che era diventato rosso nello scorso mese di luglio a un livello di mercato superiore rispetto a quello attuale, è tornato di colore verde, segnalando una fase (ci si augura) più positiva per i mercati. I nostri portafogli azionari comunque, già da tempo hanno impiegato gran parte della liquidità a disposizione in acquisto di azioni.



Dopo il rialzo fatto segnare dai mercati finanziari negli ultimi mesi l'Indicatore di lungo periodo (per chi ha un approccio più prudente) chiamato Semaforo, che era diventato rosso nello scorso mese di luglio a un livello di mercato superiore rispetto a quello attuale, è tornato di colore verde, segnalando una fase (ci si augura) più positiva per i mercati. I nostri portafogli azionari comunque, già da tempo hanno impiegato gran parte della liquidità a disposizione in acquisto di azioni.

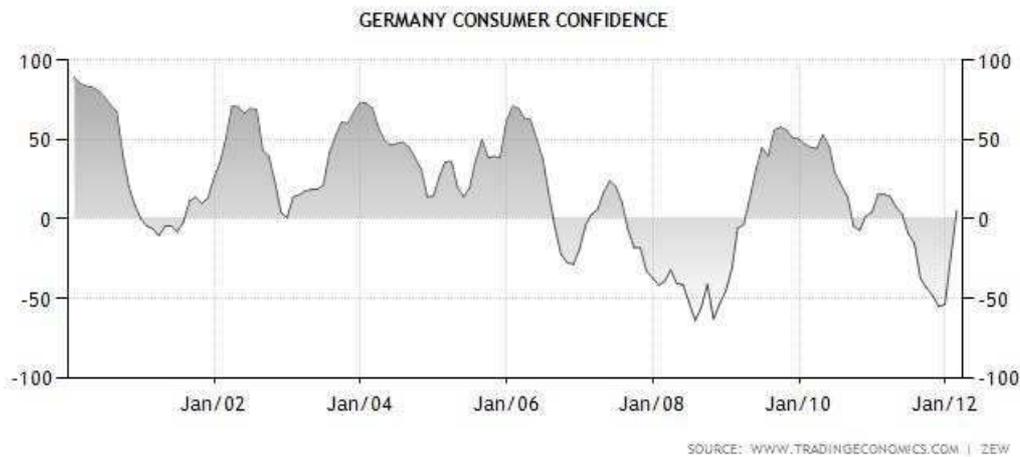
I mercati finanziari sembrano uscire dalle sabbie mobili in cui erano entrati nel 2011 e questo soprattutto grazie alla ritrovata fiducia sulla questione del debito greco che il mercato sembra ora aver considerato risolta grazie alla massiccia liquidità immessa dalla Bce sul mercato e nelle tesorerie delle

banche. I mercati finanziari hanno ritrovato così vigore e sono tornati numerosi gli acquisti.

La situazione dell'economia reale permane difficile con alti tassi di disoccupazione e ancora modestissimi livelli di consumi pur se dalla solita Germania l'indicatore Zew (che raccoglie le analisi e le opinioni di 350 investitori istituzionali tedeschi) riguardo le previsioni per l'economia ha dato segnali decisamente incoraggianti, oltre le attese.

Lo Zew Institute ha, infatti, comunicato che l'indicatore del sentiment in Germania si è attestato a 22,3 punti, rispetto ai 5,4 punti del mese precedente e contro attese per livello di 10,5 punti.

L'indicatore, che misura la fiducia degli investitori tedeschi in relazione alla crescita economica nei prossimi sei mesi, si conferma tuttavia ancora al di sotto della media storica (intorno a 25) ma sembra indicare già da alcuni mesi un cambiamento di tendenza che potrebbe essere significativo, vedendo storicamente l'andamento di questo indice con l'andamento poi dei mercati borsistici come si può vedere nel grafico che evidenzia come questo indicatore ha poi segnato molto spesso anche la tendenza della Borsa europea.



Grazie al progresso dei listini in questi giorni il nostro Ufficio Studi ha così potuto rilevare come l'Indicatore chiamato SEMAFORO era tornato di colore VERDE.

Ricordiamo a quanti non ne fossero a conoscenza che l'obiettivo di questo indicatore (fondato su logiche esclusivamente quantitative e legate all'andamento dei prezzi e non a considerazioni soggettive) elaborato dal nostro Ufficio Studi è quello di segnalare il 'bello e il cattivo' tempo azionario con l'obiettivo primario di abbattere la volatilità "cattiva" e quindi ridurre e tagliare le perdite nelle fasi di forti ribassi, fornendo un ulteriore strumento di flessibilità ai portafogli e alle strategie attuate BorsaExpert.it (portafoglio modello) e MoneyExpert.it (consulenza finanziaria su misura).

Questo indicatore (non infallibile naturalmente e che ha dimostrato di funzionare in questi anni se seguito con metodo) prevede, in fasi 'tumultuose', di uscire dal mercato e liquidare tutte le posizioni sull'azionario in attesa di tempi migliori con l'obiettivo di ridurre la volatilità del portafoglio ed eliminare lo stresso dell'investitore. Il funzionamento di tale indicatore è semplice e immediato. Quando il mercato è in fase ascendente il colore dell'indicatore è verde e l'investitore può rimanere investito su tutti gli strumenti

azionari presenti nei portafogli a cui è abbonato seguendo la consueta strategia rialzista. Ma quando il mercato avvia una fase discendente il colore dell'indicatore è rosso e il consiglio, se il Cliente vorrà seguirlo, è di liquidare tutti i titoli presenti in portafoglio in attesa di riacquistarli quando l'indicatore cambierà status.

Chi ha seguito questo indicatore (una scelta che mettiamo a disposizione di ciascun investitore sulla Borsa italiana) nelle ultime tre fasi ribassiste in cui il semaforo è stato di colore rosso avrebbe evitato una perdita notevole dato che l'Indice FTSE Italia All Shares (ex Mibtel), a semaforo rosso, ha perso in media il -27% del suo valore con una escursione massima media del -45%, mentre la media dei nostri portafogli (nel caso non si fosse adottata la strategia del "semaforo") hanno contenuto comunque mediamente al -13% l'escursione negativa nello stesso periodo.

In particolare l'ultimo segnale di rosso, avvenuto nel mese di luglio 2011, ha permesso a chi lo ha seguito di mantenere inalterato il valore del proprio capitale guardando con distacco l'Indice All Shares prima perdere un massimo del -27,76% e poi recuperare terreno fino agli attuali valori. Rispetto al livello in cui era scattato il rosso, comunque, il valore dell'Indice FTSE All

Shares era ancora sotto del -7,5% circa e ha evitato uno “stress” significativo.

Sottolineiamo che un indicatore di questo tipo è nel tempo più protettivo nelle fasi di forte e prolungato ribasso ma evidentemente tende a rallentare l’ingresso successivo nelle fasi di inversione della tendenza da ribassista a rialzista. E peraltro questo indicatore supplementare si è dimostrato un’ulteriore forma di protezione ai risultati già molto brillanti realizzati all’interno dei nostri portafogli in confronto all’andamento del mercato nella maggior parte dei nostri portafogli.

A prescindere dal Semaforo, comunque, già da diverse settimane i nostri portafogli azionari (non tutti seguono questa metodologia consigliata soprattutto agli investitori più prudenti e preoccupati di tenere sotto controllo maggiormente la volatilità del portafoglio) erano tornati a proporre degli acquisti con impieghi che hanno toccato il 70-80% dei rispettivi valori di portafoglio.

Sul fronte tecnico aggiorniamo qui sotto l’Indice FTSE All Shares del mercato italiano con obiettivi che sono rimasti inalterati rispetto a quelli dello scorso mese. La salita, infatti, potrebbe continuare almeno fino ai 19mila punti, livello molto importante che ha costituito, in fase discendente, un forte sbarramento. Attenzione però a possibili nuovi cali che farebbero tornare l’indice verso i 15.600 prima e i 14.300 punti successivamente.

I nostri portafogli naturalmente comunque si continueranno a muovere in acquisto o in vendita secondo le strategie assegnate. L’analisi dei grafici può dire tutto e il contrario di tutto per quanto può essere importante: meglio (secondo noi) non lasciarsi guidare solo dal proprio ego e dalla propria (presunta) capacità di leggere i mercati.

Tanto è il mercato ad avere alla fine sempre ragione...



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. 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 o contattateci via posta elettronica (help@moneyreport.it) o telefonicamente al numero 800.03.15.88.

Finito di scrivere il 19 marzo 2012