

# TREN D

Fatti, fenomeni, studi, ricerche che fanno tendenza

## SCAMBI & REGOLE, ECCO LA NUOVA BORSA CINESE

**Il debutto del Nasdaq di Shenzhen nella testimonianza diretta di uno dei principali artefici dello sviluppo del mercato finanziario primo al mondo per le Ipo nel 2009. I meccanismi di quotazione e di scambio, le limitazioni per gli stranieri**

IN UN MOMENTO IN CUI IL MONDO SI STA ANCORA DIBATTENDO SULLE CAUSE E CONSEGUENZE DELLA CRISI GENERATA DALLA "FINANZA IMPAZZITA", LA CINA COME ALTRI PAESI IN VIA DI SVILUPPO (INDIA E BRASILE) PRESENTA TASSI DI CRESCITA CHE POCO HANNO SUBITO TALE IMPATTO. COME ULTERIORE STIMOLO I GOVERNI SONO INTERVENUTI MASSICCIAMENTE INIETTANDO

CAPITALI NELL'INDUSTRIA, NELLE INFRASTRUTTURE, NELLA SANITA' E SOPRATTUTTO NELL'ISTRUZIONE, SETTORE CHE SEMPRE HA RICOPERTO UN RUOLO STRATEGICO NELLO SVILUPPO DI QUESTI PAESI.

DA QUESTO NUMERO DI INVESTIRE CI OCCUPEREMO DI OPPORTUNITA' DI INVESTIMENTO IN CINA E DI CURIOSITA' E INFORMAZIONI PROVENIENTI DAL MONDO DELLA FINANZA E DELL'INDUSTRIA CINESE PER CAPIRE COME POTER APPROFITTARE DI QUESTA LOCOMOTIVA CHE STA LETTERALMENTE TRASCINANDO IL MONDO NEL XXI SECOLO.

COME FONDATORE DI JESA, DOPO 20 ANNI DI ESPERIENZE DIRETTE MANAGERIALI E GESTIONALI IN CINA, CON QUESTA RUBRICA VORREI CERCARE DI DARE INFORMAZIONI IN PIU' SU QUESTO MONDO E SUSCITARE UN DIBATTITO SUI PIU' IMPORTANTI TEMI DI ATTUALITA'.

SARO CAPOZZOLI.

■ di Zhao Yugang\*

**N**el 2009 l'evento più importante nel mercato borsistico in Cina è stato il debutto del ChiNext, il Nasdaq cinese, il 31 Ottobre presso lo Shenzhen Stock Exchange (SZSE). Il listino serve ad aiutare le società di piccole e medie dimensioni a trovare capitali ricorrendo alla Borsa grazie all'abbassamento della soglia normalmente richiesta per lo sbarco nel listino.

Al termine della prima giornata di scambi, 28 società appena quotate hanno registrato un incremento medio del 75% rispetto al prezzo di collocamento. Tuttavia, l'incremento maggiore è stato del 209,73%, mentre il cosiddetto turnover rate è stato superiore all'86% e il Price/Earning (PE) medio è risultato 100. Le azioni di tutte le 28 società sono state temporaneamente sospese dalla SZSE a causa degli incrementi superiori alle attese, nella previsione di eventuali speculazioni sui titoli in questione. Alcune azioni sono addirittura state sospese tre volte durante la stessa giornata di negoziazione.

Dall'analisi dei compratori, le istituzioni investono al massimo il



**Saro Capozzoli, fondatore di Jesa Investment and Management Co.Ltd, una delle poche società in Cina oggi in grado di fornire alle imprese un portafoglio di servizi integrati.**



La sede della Borsa di Shenzhen.

2,63% (in Europa e Usa le stesse rappresentano più del 50%), mentre i singoli individui come gli speculatori sono i maggiori compratori sul mercato secondario. Attualmente sul Second Board Market cinese ci sono 9,6 milioni di utenti; valore che include sia individui che istituzioni, ma solo il 10% di questi compravende nella settimana successiva al debutto. Le passate operazioni sul mercato primario cinese hanno dato risultati analoghi. Per esempio cinque anni fa, durante la giornata del debutto dello Small and Medium Board, otto società furono quotate in un colpo solo, e la situazione che si determinò quel giorno fu molto simile a quella dell'esordio dello SZSE: una giornata bollente. Gli investitori che comprarono quelle azioni, mantenendole poi senza fare trading, hanno dovuto aspettare ben 569 giorni di transazioni per recuperare le proprie perdite. Una situazione parallela è verosimilmente attesa ora per il Second Board: infatti, già durante la seconda giornata di scambi, 20 delle 28 società hanno perso fino al 10% del loro valore. Nei sei giorni successivi, la capitalizzazione to-

tale andata in fumo ammontava a 16 miliardi di RMB (renminbi, la moneta cinese); il che significa in media una perdita sul valore azionario di quasi 100 milioni di RMB al giorno per società.

### I MOTIVI PER UN PREMIO ELEVATO

Dall'esperienza su mercati comparabili a livello globale, il rapporto prezzo/utigli (P/E) medio è tra 20 e 30, mentre sul Chinese Second Board il PE è di circa 100. Esistono diverse spiegazioni ragionevoli:

#### - Forte crescita delle società cinesi

L'economia cinese è stata la prima al mondo a riprendersi dalla crisi finanziaria. Nella sessione autunnale del 2009 Guangdong Trading Import and Export Fair l'ammontare dei contratti conclusi è aumentato del 19,6% se comparato a quello della sessione primaverile. Il dato è sembrato a molti essere la luce fuori dal tunnel della crisi. La ripresa economica è stata diretta dagli investimenti governativi e dall'efficienza della politica volta a spingere i consumi domestici. Tutti gli analisti oggi affermano con certezza che il Pil cinese nel 2009 raggiungerà il target dell'8%.

- **Politica Monetaria.** Il RMB Foreign Exchange System è legato ad un paniere di valute, dollaro Usa incluso. In futuro, la pressione di rivalutazione della moneta locale potrà portare ad una rivalorizzazione degli asset in Cina, soprattutto se si tiene in considerazione la politica monetaria accomodante sulla valuta nel mercato domestico. Inoltre, le principali istituzioni finanziarie sono già state quotate sul mercato domestico: è in corso il collocamento di Agricultural Bank, l'ultima grande banca statale in Cina. Le previsioni di elevata liquidità futura potranno generare inflazione. Di conseguenza, gli investitori di "hot money" e le istituzioni internazionali incrementano sempre più in questa fase il loro portafoglio di asset cinesi.

- **Circulation System nel China Second Board Market.** Quest'anno il mercato delle IPO ha oltrepassato i 90 miliardi di RMB. Questo valore

continua a pag. 010

“ Attualmente sul Second Board Market cinese ci sono 9,6 milioni di utenti; valore che include sia individui che istituzioni, ma solo il 10% di questi compravende nella settimana successiva al debutto ”

“**Il sistema di scambi in Cina è “order driven”, vale a dire che gli individui piazzano gli ordini direttamente, senza un dealer (intermediario)**”

segue da pag. 009

fa della Cina il più grande mercato azionistico del mondo per IPO nel 2009. Se le previsioni di liquidità non varieranno, sarà ragionevole credere che gli investimenti nel mercato borsistico rappresenteranno vera e propria ricchezza. Nel 2009 il valore per sottoscrizioni di nuove azioni presso il Mainland Stock Market oscilla tra 1,3 e 1,5



■ di Luca La Ferla\*

Insider

## Ironia dei tempi

Sembra che per ogni argomentazione che individuo o promuovo come una “possibile proposta” per un futuro migliore, sia in qualche modo smentita dalle scelte di chi governa questo Paese, ma più in generale della classe politica nel suo complesso. Mi chiedo, o sono io che sono nato nel Paese sbagliato, o sono i nostri governanti che sono stati eletti “dal popolo” che sono nel posto sbagliato. Va da sé che è la prima ipotesi quella vera.

Almeno così pensavo, ma tornando da Copenaghen, dove ho respirato “aria da paese civile”, credo che siano entrambe le cose.

### Copenaghen, che invidia!

Peccato per la notte polare e per il freddo intenso, ma per il resto, che invidia! Wifi da tutte le parti, servizi on line con cui puoi fare (quasi) tutto, piste ciclabili per ogni strada e vicolo della città, trasporti pubblici rapidi ed efficienti (non c'è traffico!) e pale eoliche all'orizzonte che girano e, lo devo ammettere, producono quel fruscio di sottofondo, che dopo un po' può dare fastidio.

Non a caso tra una ventina

di giorni la capitale danese ospiterà la conferenza mondiale sul clima. Comunque me l'avevano detto: “Non andare in un Paese civile che quando torni non ti ritrovi più!”. Arrivando all'aeroporto di Malpensa, e dopo un'ora abbondante di bus modello trasporto bestiame, mi sono sentito un po' a disagio. Non sono stati sufficienti per guarire neanche una buona pizza, una carbonara ed un bel tocco di grana.

### Mega ponte sì, banda larga no

Ripeto, peccato per la posizione geografica un po' sfortunata, ma per il resto: “Viva Kobenhavn!”.

Rientrato dopo un black out volontario dalla realtà italiana, mi ritrovo che i soldi per il ponte sullo Stretto (monumento postumo anacronistico per le generazioni a venire a testimoniare la miopia dei nostri tempi) ci sono, mentre per quelli destinati alla banda larga dobbiamo aspettare la fine della crisi.

Cos'è? Una candid camera? In Finlandia, Svezia e Spagna vogliono inserire la banda larga fino a 2Mbit come “diritto del cittadino”. Qui facciamo gli studi di fattibi-

lità ambientale sui siti che dovranno ospitare le centrali nucleari (scommetto che saranno gli stessi di una trentina di anni fa) e non pensiamo ad individuare e sostenere le soluzioni alternative; come in Spagna dove per due giorni consecutivi, il 54% della domanda totale di energia nazionale è stata soddisfatta da fonti rinnovabili.

### Acqua privata, parlarne? no?

Togliamo soldi alla scuola e alla ricerca che, come sappiamo tutti, sono poco importanti per qualificare le persone in un contesto moderno.

Il Parlamento con voto di fiducia trasforma in legge il decreto per “la liberalizzazione” dei servizi di gestione delle risorse e della distribuzione dell'acqua ai privati. Ma non se ne poteva parlare un po' prima di decidere?

### Lo spettacolo della politica

Infine, lo spettacolo della politica in generale è sconcertante! C'è tutto (o quasi): “sex and drugs and”, no niente “rock'n'roll”, purtroppo. All'interno di un muro di indifferenza dell'opinione pub-

blica che, invece, dovrebbe ribellarsi a questa farsa squallida, perversa e vuota. Rappresentanti del “popolo” e delle istituzioni, travolti da scandali più diversi ma tutti “incompatibili” col ruolo che dovrebbero sostenere, che non se ne vanno dalle loro posizioni. Anzi, se le tengono strette come un naufrago tiene stretto un salvagente. E' difficile in questo contesto parlare di tecnologie ed innovazione.

### Google boys tra i potenti della terra

Ma per dare una dimensione all'abisso in cui stiamo sprofondando, è appena uscita la classifica dei potenti della terra stilata da Forbes, e in cima al mondo troviamo Obama. Al 5° posto chi troviamo? Brin e Page, i “ragazzi terribili di Stanford” che hanno dato vita a Google. Al quinto posto?

Non male, veramente, ma oggi BigG è “potere vero”. Non è ironico? Quasi sarcastico. Questo è un Paese per vecchi e sto diventando vecchio anch'io visto che continuo ad abitarci.

\*FONDATORE DIGITALTRUST

mila miliardi di RMB.

La situazione corrente del sistema è il più ragionevole fattore a supporto del valore dei P/E nel Second Board Market.

### LE DIFFERENZE TRA LA BORSA CINESE E LE ALTRE BORSE

Il Mainland Stock Market presenta diverse differenze se comparato ai mercati d'oltreoceano. Ecco quali.

- **Dealing system.** Il sistema di scambi in Cina è un sistema "order driven", vale a dire che gli individui piazzano gli ordini direttamente, senza dealer; mentre i mercati azionistici d'oltreoceano hanno un dealer system (il dealer è l'intermediario per qualsiasi transazione).

- **Locking period.** Nel China Second Board il periodo di blocco delle azioni è differente da Hong Kong, dove la durata è di sei mesi; nel mercato borsistico statunitense non ci sono limitazioni al periodo di blocco secondo la legge, il quale dovrebbe sempre e comunque essere deciso dall'emittente e dallo sponsor.

In Cina il periodo di blocco adottato utilizza le stesse regole del mercato primario e dello Small and Medium Board Market; ogni emittente segue le seguenti regole: le azioni non possono essere trasferite nell'anno successivo alle Ipo. Per l'azionista di maggioranza il blocco è più lungo: non può trasferire o scambiare le sue azioni nei tre anni successivi all'Ipo. Nel caso l'azionista non sia di maggioranza, ma detenga le quote della società da almeno sei mesi prima dell'Ipo, le azioni trasferite o scambiate non possono eccedere il 15% del totale del valore delle azioni nei due anni successivi l'Ipo. Di conseguenza, a causa della scarsa liquidità dei titoli nell'anno successivo l'Ipo, il premio risulta molto alto.

- **Issued System/Launched System.** In Cina il sistema è basato su un esame e una approvazione mentre negli altri Stati è basato su un sistema di registrazione e recording. In Mainland i requisiti per le società in fase di quotazione sono molto complessi e quelle che poi vengono ammesse in Borsa

sono davvero poche. Basti pensare che a cinque anni dalla nascita le società quotate allo Small and Medium Board sono soltanto 300. Le difficoltà affrontate durante la quotazione (listing), portano poi a problematiche anche in caso di uscita dal mercato (delisting).

- **Situazione finanziaria delle listing companies.** Prendendo in considerazione la situazione finanziaria delle 28 società quotate sullo Shenzhen Second Board Market si evince che rispettano i requisiti dello Small and Medium Board e che la loro situazione finanziaria è spesso migliore delle società appartenenti a quest'ultimo listino. Il profitto netto di numerose società del Second Board Market supera i 100 milioni di RMB in 6 mesi, il che significa che tali società hanno già oltrepassato il periodo di ambientazione (early-stage), sebbene le società presenti in questo listino provengano da settori specifici (IT, medico, etc) che non presentano le caratteristiche proprie dell'early-stage. Inoltre nel Second Board il periodo di esame per la quotazione in Borsa richiede 4 anni contabili.

- **Foreign exchange controlling system.** Essendo un sistema controllato, il mercato borsistico in Mainland risulta chiuso. Le istituzioni straniere che vogliono investire sul mercato devono farlo attraverso il sistema di Qualified Foreign Invested Institutions (QFII). Fino alla fine dello scorso settembre solamente 78 istituzioni estere avevano ottenuto l'approvazione e la loro quota QFII totale ammontava a 15,72 miliardi di dollari Usa. Inoltre le istituzioni straniere possono investire solo in azioni del Mainland B Stock Market (dove lo sviluppo è fermo da diversi anni, in futuro verrà fuso con altri listini) e tramite terze parti.

### SITRATTA DI UNA BOLLA?

Le caratteristiche dell'economia cinese solitamente dovrebbero richiedere un alto premio per le società locali, ma bisogna fare attenzione e capire da cosa deriva il premio. Infatti se dipende da limitazioni del sistema (non

continua a pag.013

“  
Le azioni  
non possono  
essere  
trasferite  
nell'anno  
successivo  
alle Ipo.  
Per l'azionista  
di maggioranza  
della società  
il blocco  
è più lungo:  
non può  
trasferire  
o scambiare  
le sue azioni  
nei tre anni  
successivi  
all'Ipo”

## Mondo Alternativo

■ LEHMAN FALLITA, TORNANO INTASCA (FORSE) AGLI HF BEN 11 MILIARDI

Lehman Brothers International, divisione europea del fallito gruppo bancario statunitense presso la quale sono stati congelati asset di fondi hedge per 35 miliardi di dollari, potrebbe restituirne entro marzo circa 11 ai gestori se un numero sufficiente di soggetti coinvolti approva un nuovo piano.

PricewaterhouseCoopers, amministratore della controllata di Lehman con sede a Londra, ha annunciato una proposta che consentirebbe ai fondi hedge di recuperare i propri asset tenuti in custodia da Lehman Brothers International Europe. Perché la cosa si concretizzi, tale proposta richiede l'approvazione del 90% dei clienti Lehman. I fondi hedge hanno tempo fino al 29 di dicembre per prendere una decisione.

■ NUOVA PIATTAFORMA FIRMATA SCHROEDERS

La società d'investimento Schroders ha lanciato Gaia-Global Alternative Investors Access, una piattaforma per fondi Ucits regolamentata e trasparente, nata con l'idea di fornire agli investitori un accesso più facile alle informazioni sui gestori hedge. Schroders Gaia è una Sicav lussemburghese che riunisce il meglio del mondo degli investimenti tradizionali e alternativi. Al successo di questo progetto parteciperanno in maniera congiunta Schroders, che porterà il valore del suo brand e il suo network globale di distribuzione, e New Finance Capital, società acquisita da Schroders nel 2006 e specializzata nella gestione di fondi di fondi hedge, a cui spetta il compito di eseguire la selezione dei gestori hedge, nel controllo del rischio e nell'analisi del processo di investimento.

■ GLI HEDGE STANNO CONSOLIDANDO I GUADAGNI IN ATTESA DI FINE ANNO

Secondo un'analisi effettuata da Jp Morgan molti investitori istituzionali stanno consolidando i guadagni per congelare i guadagni in attesa del nuovo anno. Un gran numero di hedge fund stanno ritirando parte delle posizioni sul mercato e il 33% dei fondi pensione hanno già battuto i loro benchmark di riferimento per cui sono già contenti così per il 2009. Questo rende la contrattazione azionaria molto difficile dopo molti mesi che ha dimostrato di essere generoso per gli investitori istituzionali. Alcuni settori sono più in equilibrio di altri, per Jp Morgan industriali, tecnologici e energetici avranno il massimo rialzo alla fine dell'anno dato anche il basso livello corrente delle valutazioni relative.

■ MAN, UTILI GIÙ MA SUPERANO LE ATTESE

I conti di Man group, gestore di hedge fund britannico, hanno evidenziato una flessione del 51% degli utili nel primo semestre dell'anno fiscale. Il risultato netto ha totalizzato 248 milioni di sterline mentre l'utile pretasse è calato a 302 milioni di sterline. Tuttavia il dato supera le previsioni, beneficiando della forte performance degli investimenti dell'ultimo periodo dell'anno. Man ha confermato il dividendo a 19,2 cent per azione.

■ BUON PERIODO PER GLI SHORT SELLER

Secondo i dati diffusi da Lipper, società di ricerca specializzata che fa capo a Thomson Reuters, spetta agli hedge fund che scommettono sui ribassi azionari la performance migliore in un ottobre difficile per i mercati azionari. I numeri dimostrano che i fondi 'dedicated short-

bias' hanno guadagnato l'1,61% a ottobre. I fondi con 'long-bias' hanno invece perso lo 0,38% mentre i più diffusi 'long-short' sono rimasti praticamente piatti, con un piccolo guadagno dello 0,04%. Andamento positivo anche per i fondi 'multi-strategy', in rialzo dello 0,65%, mentre i 'futures managed', che hanno già sofferto nel 2009 la mancanza di tendenze ben definite visto che non amano le inversioni del mercato, hanno perso un ulteriore 1,02%.

■ AUMENTANO I FLUSSI IN ENTRATA SUI FONDI ALTERNATIVI

Gli hedge fund hanno registrato ad ottobre un incremento di flussi per il sesto mese consecutivo. La liquidità in entrata è stata pari a circa 14,2 miliardi di dollari, in rialzo dal mese di settembre. Negli ultimi sei mesi il settore ha raggiunto i 91,7 miliardi di dollari. Gli asset di hedge fund sono aumentati dell'1,8% nel corso del 2009.

■ UN 2010 VINCENTE, PAROLA DI UBP

Gli hedge fund probabilmente sovraperformeranno obbligazioni e azioni nel 2010; a sostenerlo è la banca privata svizzera Union Bancaire Privée (Ubp) che predilige i fondi che investono in titoli azionari dei mercati emergenti. L'industria dell'alternative asset management è ormai uscita dalla crisi ed è pronta a generare risultati positivi, sostiene l'istituto elvetico in una nota redatta da Christophe Bernard, strategist della banca d'investimento.

■ LA COMMISSIONE EUROPEA STUDIA LA REGOLAMENTAZIONE DEGLI HEDGE

Secondo uno studio eseguito su commissione del Parlamento europeo, la bozza legislativa allo studio della Commissione Europea per rendere più re-

strittiva la regolamentazione dei fondi speculativi e di private equity è "costruita in modo scarno, è dispersiva e prematura". La commissione parlamentare economica sarebbe pronta a lanciare il dibattito sulla regolamentazione, che dovrebbe prevedere per i fondi che gestiscono più di 100 milioni di euro l'obbligo di registrazione negli elenchi europei e l'obbligo di disclosure sulle posizioni finanziarie in essere. La regolamentazione dovrebbe imporre anche un requisito minimo di capitalizzazione per i fondi, eventualità che ha causato una protesta da parte degli stessi che spesso fanno ricorso ad operazioni in leva per aumentare i rendimenti. Lo studio scritto dall'agenzia European Economics, afferma che la regolamentazione aumenterà i costi di compliance più di quanto anticipato dalla Commissione, creerà degli svantaggi competitivi ai fondi europei rispetto a quelli di altri Paesi e imporrà dei livelli di leva così bassi che alcuni fondi potrebbero essere costretti a uscire fuori dal mercato.

■ E GLI ALTERNATIVI PUNTANO A EMIGRARE IN SVIZZERA

Secondo un studio firmato dalla società di consulenza Ernst & Young la Svizzera potrebbe svolgere un ruolo importante sul mercato degli hedge fund. Il comparto ha ormai superato il momento più difficile della crisi finanziaria, ma teme l'inasprimento delle normative in materia e l'aumento delle imposte. "Se l'onere fiscale dovesse rimanere al livello attuale in Gran Bretagna, pari al 50%, come prevede il governo Brown, diversi fondi potrebbero spostare le loro attività in Svizzera", si è detto convinto Cataldo Castagna, esperto fiscale di Ernst & Young.

segue da pag. 011

completo e maturo), potrebbe non durare a lungo, specialmente nel mercato borsistico della Cina continentale dove non esistono prodotti finanziari di copertura hedge. Questo significa che esiste una ed una sola strada per ottenere profitti quando il prezzo delle azioni sale. L'indice di mercato future è in via d'approvazione, ma ancora non esistono informazioni dettagliate sui tempi. Prima della fine del prossimo anno le azioni circoleranno sul mercato borsistico nazionale dopo la riforma di divisione delle azioni; questo darà maggiore pressione sulla rivalutazione della capitalizzazione totale di mercato. Il premio elevato basato su una forte crescita potrà durare a lungo ed essere considerato ragionevole e accettabile dal mercato, altrimenti tornerà al suo valore reale.

#### OLTRE L'ARGOMENTO

Accanto alla situazione delle 28 società quotate sul Second Board Market esistono altre 23 società che hanno il supporto di private equity investors: considerando le loro capitalizzazioni, hanno reso agli investitori un ritorno da 10 a 50 volte l'investimento. Queste cifre hanno notevolmente stimolato nuovi investitori in private equity sia locali che stranieri.

\***Zhao Yugang**, laureato presso la Peking University, è esperto in fund e asset management. E' inoltre Certified Public Accountant (CPA). Ha maturato la sua esperienza presso la Borsa di Shanghai, dove ha anche guidato la realizzazione di norme contro pratiche di insider trading. Oggi è partner di un fondo di investimento italiano presente in Cina.

Nel 2004 è stato nominato da *Sina* tra le 10 persone più influenti in ambito di Finanza ed Economia in Cina. E' stato uno degli artefici dello sviluppo in Cina dei fondi di investimento. Inoltre, secondo *Global Entrepreneur*, rientra tra le 100 persone che hanno contribuito all'accelerazione del processo di globalizzazione della Cina. ■

# SCOPRIRE CON LA RICERCA I TITOLI GIUSTI

**Sessantacinque specialisti analizzano in profondità circa 1.400 società quotate. Soltanto quelle classificate come buy o strong buy finiscono nei portafogli dei fondi. Così investe l'americana Janus Capital Group**

■ di Lorenzo Simoncelli

**C**on il dollaro debole e Wall Street che sembra performare meglio delle altre Borse internazionali, tornare a scommettere sull'azionario americano potrebbe essere il tema di investimento per il 2010 (vedere articolo a pagina 48). Su che cosa puntare e perchè, *Investire* lo ha chiesto a Janus Capital Group. Qual è la vostra strategia nella scelta di un titolo da inserire in portafoglio? «Alla base del nostro processo di investimento c'è la ricerca, un team composto da 65 soggetti analizza in profondità circa 1400 società sul mercato», spiega James Goff, direttore della ricerca e

continua a pag. 015



**James Goff**

JANUS

DIRECTOR OF RESEARCH &  
PORTFOLIO MANAGER



**Wahid Chammas**

JANUS

EQUITY RESEARCH ANALIST

### SCAMBI RECORD PER GLI ETF

DI LSE-BORSA ITALIANA  
Nel mese di ottobre, sui mercati telematici del London Stock Exchange Group, si sono registrati scambi record su Etf e Etc; il numero dei contratti ha raggiunto quota 381.581, in crescita del 76% sullo stesso mese dello scorso anno, mentre il controvalore ha registrato un incremento del 34% sullo stesso periodo del 2008, a 10,8 miliardi di euro. La media giornaliera dei contratti, pari a 17.345, è aumentata dell'84% su ottobre 2008 mentre il controvalore medio giornaliero ha registrato un incremento del 40% a 490 milioni euro. Focalizzando l'attenzione sul solo listino italiano, nel mese di ottobre il mercato Etfplus ha stabilito nuovi record in termini di medie giornaliere di contratti conclusi e controvalore scambiato raggiungendo valori rispettivamente pari a 13.971 contratti e 291 milioni di euro (11.025 e 239,1 i precedenti record).

### EASYETF AMPLIA L'OFFERTA CON EONIA E SHORT EUROSTOXX

Hanno debuttato in Borsa Italiana due nuovi Etf di EasyETF. Nel dettaglio, sul segmento Oicr aperti indicizzati - classe 1, è ora presente l'EasyETF EuroMTS Eonia il cui obiettivo di gestione è replicare la performance dell'indice "EuroMTS Eonia Investable". Calcolato da EuroMTS Limited, l'indice intende rappresentare l'evoluzione di un importo nominale (base 100 al 4 gennaio 1999) che si rivaluta giornalmente in base al tasso Eonia (European Overnight Index Average) calcolato dalla Banca centrale europea e diffuso dalla Federazione bancaria europea. Tale tasso rappresenta la media ponderata per montanti dei tassi effettivamente trattati sul mercato monetario interbancario dell'Euro

durante la giornata da un campione di 57 grandi banche per depositi fino al giorno di apertura seguente. E' un indice di tipo total return che considera la capitalizzazione degli interessi maturati e che non risente del rischio tasso in quanto rappresentativo di un investimento in depositi a brevissimo termine (overnight). Di diversa natura la seconda proposta. Sul segmento Oicr aperti strutturati - classe 2, ha invece esordito l'EasyETF DJ Euro Stoxx 50 Double Short che punta a replicare il DJ Euro Stoxx 50 Double Short Index. Si tratta di un indice che riproduce su base giornaliera due volte la performance inversa dell'indice DJ Euro Stoxx 50, a dividendi reinvestiti. Alla performance quotidiana vengono sommati tre volte gli interessi (EONIA) maturati.

### DEUTSCHE BANK ALLARGA LA PRESENZA SULLETFPLUS

Db x-trackers ha arricchito la sua offerta sul mercato Etfplus con 7 nuovi Etf, di cui 4 settoriali short, 1 short su Hang Seng index, 1 su commodities e 1 tematico. In particolare 5 sono stati posizionati sul segmento Oicr aperti strutturati - classe 1 e 2 sul segmento Oicr aperti indicizzati - classe 2. L'offerta è così composta: 5 Etf sono di tipo short sui mercati azionari: forniscono la possibilità di prendere posizione corta su 4 settori dell'indice Dj Stoxx 600 nonché per la prima volta su un indice azionario di un paese emergente. L'indice "db x-trackers HSI Short Daily Index ETF (2c)" rappresenta una novità assoluta sul mercato Etfplus permettendo agli investitori di prendere posizioni short sull'indice Hang Seng. I nuovi Etf "db x-trackers DJ STOXX 600 Basic Resources Short Daily ETF", "db x-trackers DJ STOXX 600 Industrial Goods Short Daily ETF", "db x-trackers HSI Short Daily Index ETF (2c)", "db x-trackers

DJ STOXX 600 Insurance Short Daily ETF", "db x-trackers DJ STOXX 600 Utilities Short Daily ETF" e "db x-trackers HSI Short Daily Index ETF (2c)" replicano la performance dei relativi indici benchmark "Dow Jones STOXX 600 Basic Resources Short Index", "Dow Jones STOXX 600 Industrial Goods Short Index", "db x-trackers DJ STOXX 600 Insurance Short Daily ETF", "db x-trackers DJ STOXX 600 Utilities Short Daily ETF" e "db x-trackers HSI Short Daily Index ETF (2c)".

Un Etf tematico e uno su commodities - il "db x-trackers S&P U.S. Carbon Efficient ETF" e il "db x-trackers DB Commodity Booster DJ-UBSCI ETF (2c)" replicano i relativi indici benchmark "S&P U.S. Carbon Efficient Index" e "DB Commodity Booster DJ-UBSCI Index" permettendo di investire rispettivamente nelle società caratterizzate da emissioni di carbonio relativamente efficienti facenti parte dell'indice S&P 500 e nei cinque principali settori merceologici: energia, metalli preziosi, metalli di base, agricoltura e bestiame.

### NUOVO RESPONSABILE ITALIA PER L'XMTCH (CREDIT SUISSE)

Credit Suisse ha nominato Enrico Camerini responsabile per l'Italia di Xmtch, la piattaforma di Etf di Credit Suisse. Camerini implementerà l'espansione del portafoglio Etf di Xmtch sul territorio italiano. E' quanto si apprende da una nota. Walter Sperb, responsabile dell'Asset Management di Credit Suisse, spiega come "la nomina di Camerini sottolinea la nostra volontà di sviluppare il business degli Etf ed e' coerente con l'obiettivo di distribuire i nostri migliori prodotti sia ai nostri clienti privati sia ai nostri clienti istituzionali in tutta Europa. L'espansione della piatta-

forma in Italia è in linea con la nostra strategia atta a portare Xmtch ad essere un operatore dominante nel mercato degli Etf nei prossimi anni".

### ETFPLUS FESTEGGIA IL TRAGUARDO DEI 400 STRUMENTI QUOTATI

Il mercato Etfplus ha superato i 400 strumenti quotati. A inizio novembre erano 308 gli Etf, 26 gli Etf strutturati e 67 gli Etc attualmente a disposizione degli investitori. Nel dettaglio è stata la quotazione di 30 nuovi Etf nel mese di ottobre a consentire al mercato Etfplus di Borsa Italiana di superare per la prima volta i 400 strumenti quotati.

### LIQUIDAZIONE PROBABILE PERTRE ETF BETA1

Un avviso di Borsa Italiana ha preannunciato che per il 14 dicembre è convocata un'assemblea straordinaria dei soci di Beta1 EtfFund Plc, con all'ordine del giorno la proposta di liquidazione volontaria della società, e conseguente nomina di Brian Gannon (della società Gannon Kirwan & Co) quale liquidatore, ed autorizzazione del liquidatore a distribuire il ricavato della liquidazione fra gli azionisti in denaro o in natura, come ritenuto più opportuno. La scelta sarebbe dovuta al limitato ammontare delle masse gestite dai tre etf listati nel mercato Etfplus italiano, ossia: Beta1-MSCI Euro (IE0074344205), Beta1-Ethical IndexEuro (IE0074344429) e Beta1-MSCI Pan Euro (IE0077933707). Sino al 14 dicembre compreso, gli investitori potranno richiedere il rimborso delle quote detenute sulla base del valore patrimoniale netto corrente o negoziarle sul mercato Etfplus. In particolare, per le richieste di rimborso, sarà applicata una commissione del 3% del valore patrimoniale netto delle quote da rimborsare.



■ di Coleman S. Kendall\*

Qui New York

## Perché è così difficile realizzare la riforma sanitaria americana

**M**entre ero in Italia il mese scorso la sola questione che pareva particolarmente confusa per i miei amici italiani era la riforma del sistema sanitario statunitense. Perché è così difficile da realizzare? Gli Americani non desiderano avere tutti un sistema sanitario? La risposta in breve è che il sistema sanitario statunitense è molto complesso e il Presidente sta tentando di fare qualcosa che risulta essere abbastanza difficile: 1) fornire una copertura assicurativa gratuita o a basso costo alle persone che non hanno accesso al sistema sanitario; 2) non cambiare il meccanismo sanitario a disposizione di quelli che sono soddisfatti delle disposizioni attuali.

Negli anni 40 esisteva una regola del Internal Revenue Service (IRS – autorità fiscale statunitense) che concedeva il permesso alle aziende di fornire le polizze assicurative sulla salute ai propri dipendenti senza alcuna tassazione. Questo sistema di tassazione faceva in modo che la maggior parte

degli americani ricevesse la copertura assicurativa dai propri datori di lavoro.

Quando si ottiene un lavoro, il datore offre diverse opzioni di assicurazione e un dipendente può scegliere il tipo di copertura che vuole per se stesso e per la propria famiglia. Gli over 65 anni ricevono l'assistenza sanitaria da parte del Governo (Medicare) così come i molto poveri (Medicaid). Se si ha un problema medico si potrà andare all'ospedale anche se non si possiede l'assicurazione e dopo che si viene curati all'ospedale è possibile vedere se è possibile non pagare.

Il risultato è che di 300 milioni di Americani circa 275 milioni sono coperti dall'assicurazione di uno o di un altro tipo. I due maggiori gruppi che non possiedono un'assicurazione sono i giovani che sono più in salute e credono che il prezzo dell'assicurazione sia troppo alto rispetto all'ammontare che potrebbero consumare) e le persone povere che lavorano (persone che potreb-

bero guadagnare troppo per ricevere Medicaid ma che non beneficiano di alcuna copertura assicurativa al lavoro).

L'idea è disegnare un piano che fornirà un'assicurazione a basso costo per questi due gruppi di persone; il problema è che se il piano è aperto a tutti, alcuni datori di lavoro potrebbero decidere che è meglio smettere di offrire le coperture assicurative ai propri dipendenti (cosa che può rappresentare un'importante voce di costo) e dire ai propri lavoratori di ottenere la copertura direttamente dal Governo. Questo violerebbe il secondo obiettivo elencato prima, dato che alcune persone potrebbero preferire il piano che hanno al lavoro rispetto al piano del governo.

Inoltre c'è una forte pressione per il piano del Governo a includere tutti i diversi trattamenti che rendono ogni nuovo piano assicurativo molto costoso. Molti providers delle diverse cure mediche vogliono essere sicuri che

quello che offrono sia ricompreso nel piano del Governo. Se una cura (per esempio un particolare tipo di chirurgia ricostruttiva) è inclusa o esclusa nel piano del Governo ci saranno milioni di dollari in più o in meno per i medici che eseguono questo trattamento. Senza contare il dibattito che divide gli americani quasi esattamente a metà sul fatto che il Governo paghi o meno l'aborto.

Sarebbe certamente più semplice ripartire con un sistema completamente diverso piuttosto che "fissare" quello attuale. Ma non sembra che sarà la politica a fare questo. E il problema è reso molto più difficile dalla recessione. Il Presidente ha speso oltre 700 miliardi di dollari per il suo piano di stimolo che, finora, non ha portato ad una riduzione della disoccupazione. Così molti Americani sono preoccupati circa la spesa di altri 1000 miliardi per l'assistenza sanitaria e gli effetti eventuali sul budget del Paese.

\*COLE@CAPIREILMERCATO.COM

segue da pag. 013

portfolio manager, «alla fine di questa analisi diamo un rating al titolo e inseriamo nel portafoglio solo quelli classificati "buy" o "strong buy". Inoltre, nel selezionare una società non teniamo in considerazione solo i risultati della trimestrale, ma anche la solidità del suo passato e soprattutto il business plan futuro per capire quale sia la sua effettiva capacità di creare valore nel lungo periodo».

La ricerca è uguale per tutti i vostri fondi? E come sono andate le ulti-

me performance? «La nostra filosofia si basa sulla condivisione delle informazioni raccolte dai singoli analisti su ogni società ed è uguale per tutti i nostri fondi anche per i nuovi che nasceranno sull'Asia e sui mercati emergenti», risponde James Goff, «ad oggi la massa gestita dai tre fondi Research (Global, European e Us) si aggira sui 5 miliardi di dollari. La gestione internazionale ha superato per il 99% a 1, 3 e 5 anni tutti i nostri competitor e per il 97% a 10 anni, invece la strategia globale ha superato per il 95%

i competitor dalla data del lancio. L'europeo è il più piccolo perché è nato appena un anno fa, ma ha già fatto registrare ottimi risultati: 10,5% sopra il benchmark».

Tra le società che state analizzando quali sono quelle che hanno i fondamentali più solidi per ripartire e quindi generare profitti sull'investimento? «Nel settore di mia competenza, ossia il leisure (tutto ciò che riguarda l'industria del tempo libero: alberghi, casinò, navi da crociera etc.) ad oggi ce ne sono poche»,

continua a pag. 017



■ di Luca D'Auria

## Lo Scudo non frena l'offensiva del Fisco

L'apertura di una finestra da parte dell'amministrazione finanziaria per regolarizzare i capitali detenuti all'estero mediante una dichiarazione riservata, non solo non ha fatto abbassare la guardia da parte della polizia tributaria ma, contro ogni aspettativa e fosca previsione delle opposizioni al Governo, risulta intensificata l'attività di contrasto alla frode fiscale ed al riciclaggio di denaro proveniente da reato.

### Quarantamila questionari

A questo proposito sarebbe sufficiente rammentare i quarantamila questionari dell'Agenzia delle Entrate e della Guardia di Finanza che hanno bloccato altrettante possibilità di regolarizzazione; l'attività di contrasto all'evasione non si è però limitata a quell'episodio che, seppur di dimensioni e numeri senza precedenti, poteva restare un fatto isolato o, come letto da alcuni, un monito per convincere i più a scudare i propri capitali e così aumentare la somma introitata dallo Stato.

### Controlli a tappeto

In realtà le cronache che si sono succedute dal 15 settembre ad oggi dimostrano una incessante attività della Guardia di Finanza: controllo alle frontiere, controlli nelle banche straniere, verifica dell'anagrafica dei clienti

delle banche italiane aventi sedi off-shore, perquisizione sui treni da e per il Canton Ticino, e così via.

### I pizzicati dell'ultimo minuto

L'ultima iniziativa dell'Agenzia delle Entrate, anch'essa di proporzioni ciclopiche, riguarda una nuova formula di avviso, consistente in una lettera dell'ente creditizio dei tributi destinata a coloro che risultano aver esportato capitali nel 2008 e dunque con ricadute nella dichiarazione del 2009 (per valori superiori ai 50.000 euro non dichiarati nel quadro RW). L'amministrazione finanziaria, fatto curioso, ha dovuto limitarsi ad avvisare i presunti esportatori di somme superiori a 50.000 euro perché la platea di coloro che avevano trasferito beni astrattamente segnalabili (per un valore superiore a 10.000 euro) sarebbero stati talmente tanti da mandare in tilt l'organizzazione tributaria.

### Perdonati e non

Vi è comunque una novità in questa ultima lotta ai paradisi fiscali e cioè che questi "pizzicati dell'ultimo giro" potranno comunque aderire allo scudo, purché ciò avvenga entro la deadline del 15 dicembre. Al di là della scelta di differenziare gli effetti di questo ultimo avviso rispetto a quello di poche settimane

or sono, un dato di fondo va posto in evidenza: appare incongruo "perdonare" coloro che hanno esportato proprio ora, alla soglia dello scudo ed aver, al contrario, punito coloro che sono stati scoperti solo poche settimane fa con fondi esteri, magari detenuti in virtù di scelte neppure proprie, provenendo da eredità formatesi nei decenni passati ed in anni in cui la stabilità economica e politica del nostro Paese era assai precaria.

### Movimenti di capitale sotto controllo

Ma attenzione: la repressione del crimine economico non si ferma a questa fase. L'attività della Guardia di Finanza ha, infatti, alzato il tiro contro tutti i movimenti di capitali che non siano evidentemente legati ad un illecito tributario e ciò sul presupposto che lo scudo copre solamente le ipotesi di dichiarazione fiscale inveritiera o quelle ipotesi criminose ad essa direttamente correlate.

### Riciclaggio, "lavanderie" e dintorni

Di contro, è sempre più acerrima la lotta contro il riciclaggio, la cui definizione solo in parte corrisponde a quella classica di natura strettamente codicistica. Basti pensare che, per il diritto penale, il money laundering (letteralmente: lavag-

gio del denaro, n.d.r.) vuole un'attività di vera e propria sostituzione che consenta la ripulitura di qualcosa di illecito che, dopo tale intervento, dovrebbe apparire di provenienza legittima. Oggi, tuttavia, è crescente la tendenza ad equiparare il riciclaggio penalmente preveduto con il riciclaggio definibile amministrativo, corrispondente alla mancata segnalazione di quelle operazioni che, pur non costituendo in sé una vera e propria "lavatura" del denaro, vengono indicate dalla terza direttiva comunitaria sul riciclaggio (il cosiddetto terzo pilastro) come segni di allarme in tal senso.

### Guerra agli eretici (secondo Tremonti)

Come dire che un elemento prodromico ad un eventuale ed ipotetico futuro riciclaggio, a seguito di questa interpretazione restrittiva, assumerebbe i connotati di una vera e propria condotta punibile penalmente.

In base a questa lettura moderna del concetto di riciclaggio, che appare indubbiamente una forzatura giuridica, si giocherà, da oggi e nei prossimi mesi, l'offensiva della polizia tributaria e dell'Agenzia delle Entrate contro i nuovi eretici: banche, clienti e Paesi off-shore, Tremonti docet.

LUCA D'AURIA

segue da pag. 015

“  
...produce slot machines per i casinò, si chiama IGT, le sue azioni hanno già ottenuto buone performance, ma c'è ancora margine”  
”

commenta Wahid Chammas, «uno degli analisti di Janus, ma ce n'è una che consiglieri, produce slot machines per i casinò, si chiama IGT (International Game Technology), le sue azioni hanno già ottenuto buone performance, ma c'è ancora margine. Inoltre la politica aziendale segue i miei parametri: tagliare i costi di gestione, ma continuando ad investire nella tecnologia, in modo tale da farsi trovare pronti quando la domanda ripartirà. In particolare stanno lavorando ad una nuova slot machine che ha al suo interno più giochi. Stiamo puntando anche sullo sviluppo del poker online, che sta avendo grande successo anche in Italia e in particolare crediamo nella **Party Game**».

Quanto conta la ricerca e il contatto diretto con la società nei momenti di difficoltà dei mercati?

«Cerco di analizzare tutti i mercati, le grandi e le piccole industrie,

sia private che pubbliche», risponde Chammas, «ho visto molti cicli e numerose crisi, la ricerca continua nonostante l'11 settembre o la bolla subprime. Se siamo convinti che un titolo vada bene perchè ha risultati stabili e prospettive forti, è chiaro che dobbiamo mantenere la posizione indipendentemente dai risultati».

Ci può fare un esempio? «Dopo l'11 settembre i titoli relativi ai grandi gruppi alberghieri sono crollati perchè tutti dicevano di non partire per gli Stati Uniti perchè era pericoloso», commenta Chammas, «noi invece abbiamo puntato molto su Starwood, la seconda più grande catena alberghiera al mondo, credevamo nella loro capacità di creare nuove strutture nei paesi emergenti come India e Cina. Un'altra su cui ho puntato sulla Borsa di Londra si chiama Whitbread, che ha nel suo portafoglio Costa Coffee, e prevede la costruzione di alcuni alberghi di lusso nei prossimi mesi». ■

La rivista per la tutela legale, fiscale, assicurativa e finanziaria dei patrimoni di famiglia

 EDITRICE  
**LE FONTI**



Per informazioni

[info@editricefonti.it](mailto:info@editricefonti.it)

Solo in abbonamento:

[www.finanzaediritto.it/riviste.php](http://www.finanzaediritto.it/riviste.php)