

# NEWSLETTER PRIVATE BANKING



**BNL-BNP PARIBAS**  
PRIVATE BANKING

## Il contesto che viviamo



MARZO 2015

### FOCUS

Le famiglie italiane e l'investimento in obbligazioni  
2

### STRATEGIE

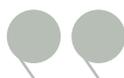
Temi di investimento per il 2015  
6

### ATTUALITÀ

Il rientro dall'estero e la regolarizzazione dei capitali non dichiarati "Voluntary Disclosure"  
10

### PRESS

Gli obiettivi di Bnl Bnp Paribas  
15



Gentile Cliente,

il 2015 si rivela ancora un anno complesso. Il peggio sembra ormai essere alle nostre spalle, e seppur in modo lento, le riforme proposte stanno ristabilendo un clima positivo e di fiducia. Il panorama internazionale è ancora costellato di scenari politico-economici dall'esito meno definito, come la situazione in Ucraina o in Grecia. Parallelamente c'è l'impulso che arriva dallo sviluppo del digitale: innovazioni e cambiamenti per un mondo che presenta nuovi volti ad una velocità crescente.

Consapevoli della rapidità del cambiamento, il mio impegno personale e quello di ognuno dei nostri banker, è restare saldamente al suo fianco per interpretare ogni scenario e orientare al meglio le sue esigenze finanziarie e patrimoniali.

Per questo le presentiamo un prospetto che racconta il mercato obbligazionario nel 2014 in relazione con le famiglie italiane.

Il secondo focus che le proponiamo, visto il contesto macro-economico non solo europeo, sarà invece incentrato su 10 temi di investimento, rivolti ad ogni tipo di esigenza, sia per investitori cauti, sia per quelli più aggressivi, per supportarvi nel coniugare più agevolmente progetti di vita e andamento dei mercati.

Infine c'è un'intera sezione per noi estremamente importante: vogliamo tenerla aggiornata su tutte le opportunità fiscali e la nuova normativa sulla Voluntary Disclosure. Informarla su un tema come questo significa mettere sempre al centro la tutela del suo patrimonio e scegliamo di farlo con strumenti concreti. Infatti abbiamo deciso di intraprendere, tra aprile e maggio, un ciclo di convegni con "Focus sugli aspetti applicativi", rivolto agli Avvocati, Dottori commercialisti e Consulenti d'impresa. Vogliamo fornire loro tutte le indicazioni sul tema della Voluntary Disclosure, aumentando così la consapevolezza e la capacità di operare nel modo migliore per i loro Clienti, per lei. Essere preparati nel nostro mestiere significa essere pronti a recepire tutte le informazioni di un contesto complesso e in continua evoluzione e saperle adattare all'esigenza di ognuno dei nostri Clienti, così da rendere la gestione del suo patrimonio un'esperienza individuale e personale. La sfida di tutti i nostri professionisti è una sfida quotidiana, che ogni giorno decidiamo di affrontare e vogliamo vincere, insieme.



**Gianpietro Giuffrida,**

da luglio 2014, Responsabile Private Banking BNL-BNP Paribas,  
membro del Global WM Executive Committee  
di BNP Paribas Wealth Management



# Le famiglie italiane e l'investimento in obbligazioni



**Stefano Ambrosetti**  
Servizio Studi BNL Gruppo BNP Paribas

Le attività finanziarie delle famiglie italiane alla fine del terzo trimestre 2014 ammontavano a 4.016 mld di euro, in aumento del 5,1% rispetto allo stesso trimestre del 2013. L'incremento è legato al verificarsi congiunto di diversi fattori: il buon andamento dei mercati finanziari, l'aumento del tasso di risparmio, dal 9% di inizio 2014 all'attuale 10,8% in termini nominali, e l'avvio di un processo di ricomposizione della ricchezza, con un trasferimento di risorse dalle attività reali a quelle finanziarie. Tra le diverse *asset-class* nel 2014 si è assistito a un incremento dell'investimento in azioni, partecipazioni e in risparmio gestito a fronte di un deflusso nel mercato delle obbligazioni pubbliche e bancarie.

Questa dinamica appare legata dal lato della domanda alla ricerca di rendimenti più elevati rispetto a quelli attualmente offerti dal comparto obbligazionario e dal lato dell'offerta al comportamento delle banche che, a fronte di esigenze di raccolta meno pressanti, hanno fatto un minor ricorso all'emissione di obbligazioni. Gli intermediari bancari hanno inoltre promosso in misura maggiore rispetto al passato il collocamento di prodotti di risparmio gestito in grado da un lato di garantire una buona redditività in termini di commissioni, dall'altro di offrire ai risparmiatori soluzioni di investimento in linea con le loro esigenze di pianificazione finanziaria. Nonostante la buona dinamica degli investimenti nelle

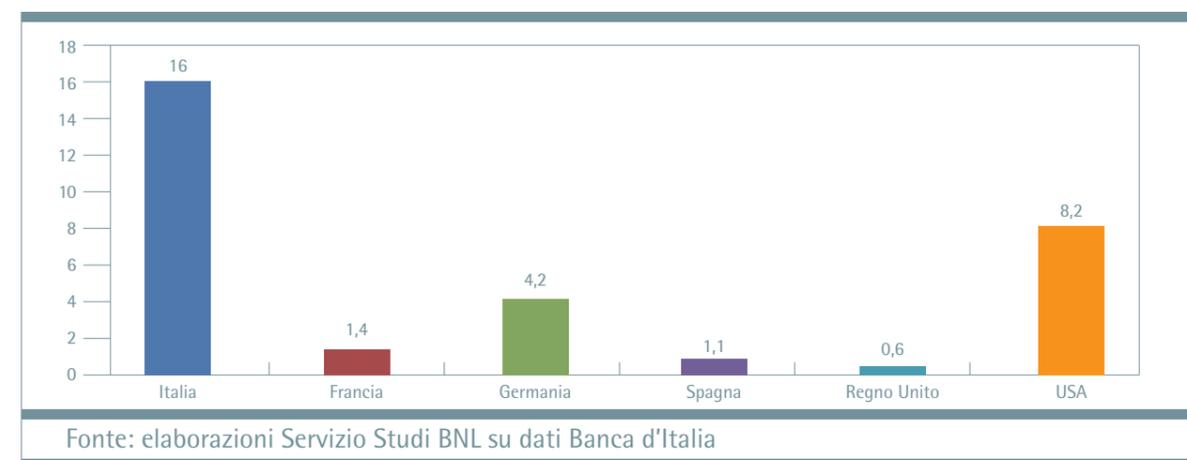
componenti a maggior contenuto di rischio, la composizione delle attività finanziarie delle famiglie italiane per quasi un terzo del totale appare concentrata in attività liquide (circolante e depositi). Questa componente ammonta al 30,4% del totale un valore più elevato di oltre quattro punti percentuali rispetto a quello pre-crisi del 2007 (27,3%). L'aumento della componente liquida non costituisce tuttavia una peculiarità italiana. I dati della Banca centrale europea evidenziano come nella media dell'area euro si sia registrato un incremento rispetto al 2007 pressoché analogo a quello italiano. (+3,4 punti percentuali) a fronte di un valore assoluto ancora più elevato (35,2%).

Una notevole differenza rispetto ai principali paesi dell'eurozona si riscontra invece nel settore obbligazionario. In Italia i titoli obbligazionari detenuti direttamente dalle famiglie ammontano al 14,8% delle attività finanziarie totali, un valore molto elevato se confrontato con quello di Germania (4,2%), Francia (1,4%) e Spagna (1,1%). La detenzione diretta di obbligazioni sottostima tuttavia il ruolo che il

segmento obbligazionario svolge per l'allocatione delle attività finanziarie delle famiglie italiane. Osservando i principali comparti tra i quali si distribuisce la ricchezza finanziaria, oltre alla componente di liquidità e alle obbligazioni, troviamo un 23,3% in azioni e partecipazioni, un 9,2% in fondi comuni e un 19,5% in riserve assicurative e previdenziali. Lasciando da parte la componente

azionaria, quelle relative ai fondi comuni e alle riserve assicurative e previdenziali presentano una notevole concentrazione del patrimonio investito nel settore obbligazionario. Esaminando i dati relativi alla composizione patrimoniale di questi intermediari è possibile ricostruire, con un buon grado di approssimazione, lo stock di obbligazioni complessivamente detenuto dalle famiglie.

## Obbligazioni detenute direttamente dalle famiglie in % delle attività finanziarie (quote %)



I fondi comuni italiani investono in titoli di Stato circa il 47% del proprio patrimonio, le gestioni patrimoniali il 41% i fondi pensione il 55%, le assicurazioni addirittura il 67%.

Si tratta in prevalenza di titoli di Stato italiani. Fatto 100 l'investimento in titoli di Stato, quelli italiani ammontano a 50 nei fondi pensione, a 72 nei fondi comuni, a 80 nelle gestioni patrimoniali e a 92 nelle assicurazioni vita.

Oltre alla quota di patrimonio investita in titoli di Stato un'altra porzione rilevante è investita in obbligazioni private. Tale quota ammonta all'11% per i fondi pensione, il 18% per i fondi comuni, il 25% per le gestioni patrimoniali e il 23% per le assicurazioni.

Complessivamente la quota investita in obbligazioni (pubbliche e private) risulta pari al 66% per i fondi comuni, i fondi pensione e le gestioni patrimoniali e sale al 90% per le assicurazioni. Si tratta di valori molto più elevati rispetto a quelli europei, basti pensare che secondo i dati

forniti dalla Bce l'attivo di fondi pensione e compagnie assicurative a fine 2013 era investito solo per il 33% in obbligazioni (19% pubbliche e 14% private).

Nell'insieme, le obbligazioni detenute dalle famiglie italiane in modo indiretto, per effetto degli investimenti assicurativi, previdenziali e di risparmio gestito, ammontano a oltre 800 miliardi di euro che si aggiungono ai circa 600 mld di euro detenuti direttamente in portafoglio. Il peso delle obbligazioni sulle attività finanziarie delle famiglie così calcolato arriva a circa 1.400 mld di euro, pari al 35% delle attività finanziarie delle famiglie.

### Il calo degli spread e la flessione delle emissioni nette tra il 2013 e il 2015

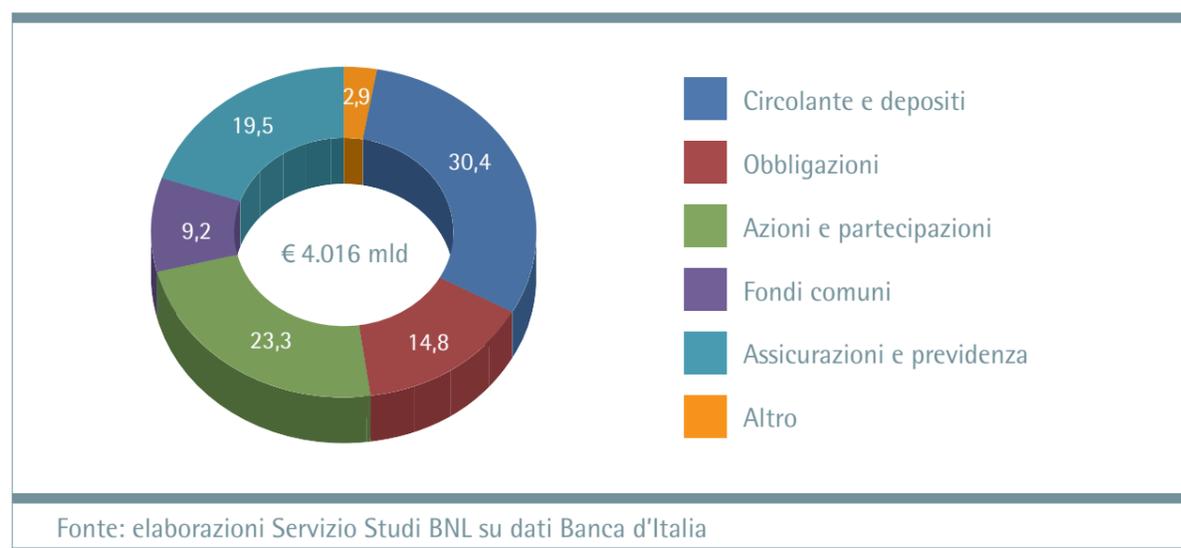
I rendimenti dei titoli governativi decennali continuano a muoversi lungo un trend decrescente. Nel 2013 i tassi di interesse sui titoli di Stato italiani sono diminuiti su tutte le scadenze, in

particolare i rendimenti decennali sono passati dal 4,5% al 4,1%. Lo spread con i titoli tedeschi si è contratto per effetto anche di un aumento dei tassi sul Bund tedesco dall'1,3% all'1,9%.

La dinamica si è confermata anche nel 2014 il tasso sul Btp decennale ha continuato a flettere, scendendo dal 4% di inizio anno all'1,9% di dicembre 2014; parallelamente il Bund tedesco è sceso dall'1,9% allo 0,5%. Conseguentemente lo spread è passato dai 210 pb ai 140pb. Lo scorso 5 dicembre Standard&Poor's ha operato un declassamento del rating del debito italiano, portando il giudizio da BBB a BBB- e motivandolo con le deboli prospettive di crescita e con il rischio di ulteriore ribasso nella dinamica dei prezzi al consumo. Il *downgrading* non ha inciso sulla dinamica dei rendimenti dei titoli di Stato italiani a lungo termine, scesi a inizio febbraio 2015 all'1,5%, valore minimo registrato dagli anni novanta quando questi titoli sono stati introdotti per la prima volta sul

## Italia: distribuzione delle attività finanziarie delle famiglie

(III trim 2014; quote % sul tot.)



mercato. L'annuncio dell'intervento di *quantitative easing* della Bce a sostegno dei prezzi ha avuto effetti positivi anche sul mercato obbligazionario. Lo spread con il Bund è sceso al di sotto dei 100pb. Nel complesso, il persistente calo dei differenziali con il bund tedesco osservato nell'ultimo anno appare legato sia a circostanze derivanti dall'andamento dell'economia internazionale sia alla mutata percezione circa le prospettive di ripresa dell'economia italiana. Sul fronte internazionale i ripetuti interventi a sostegno dei mercati operati dalla Bce e i passi compiuti verso il consolidamento dell'Unione bancaria hanno contribuito a ridurre le tensioni

in merito alle prospettive dell'Unione monetaria. Nel contempo si sono registrati miglioramenti nelle dinamiche economiche di alcuni paesi periferici dell'Eurozona che avevano contribuito in modo più accentuato ad alimentare le tensioni sui debiti sovrani. Permane tuttavia un fattore di instabilità legato alla Grecia. Gli esiti delle elezioni politiche in Grecia e la decisione della Bce di non concedere alle banche greche, a partire dall'11 febbraio, di utilizzare i titoli di Stato ellenici come garanzia per ricevere liquidità, hanno accentuato la volatilità dei mercati. Il rallentamento della crescita delle economie emergenti e il consolidamento delle prospettive di

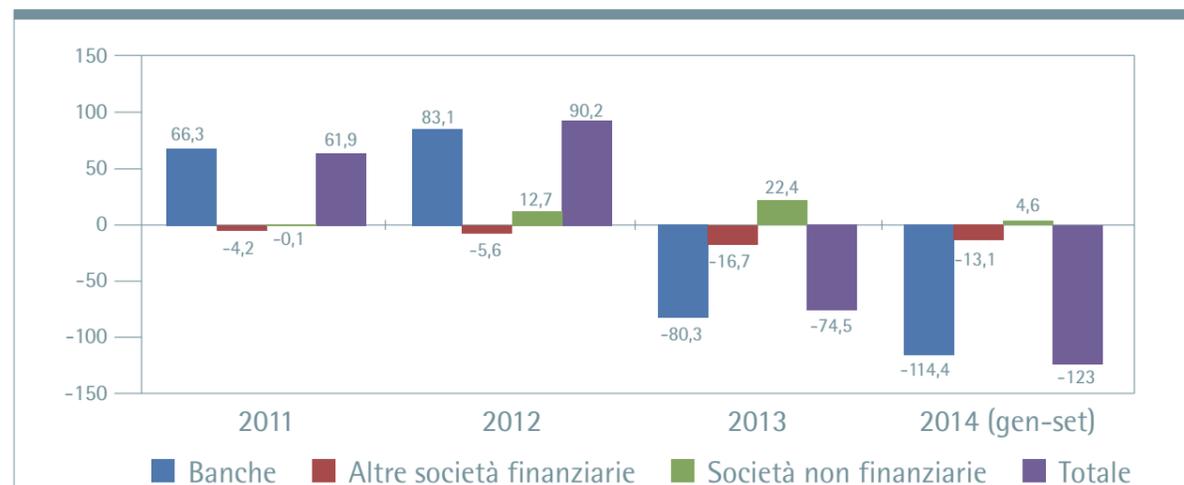
ripresa, seppure a passo contenuto, delle economie avanzate hanno contribuito ad alimentare la domanda estera di titoli pubblici italiani su tutte le scadenze. Oltre allo spread sui titoli decennali italiani si è ridotto anche quello relativo alle scadenze a tre e cinque anni.

In Italia nei primi sei mesi del 2014 le emissioni di titoli di Stato al netto dei titoli in scadenza sono state pari a 94 mld di euro, in aumento rispetto agli 87 del 2013 e ai 51 mld del 2012. Nel 2015 l'ammontare dei titoli a medio e lungo termine in scadenza sarà pari a 205 mld di euro a fronte dei 190 del 2014.

Il segmento delle obbligazioni private è

### Italia: emissioni nette di obbligazioni a medio e lungo termine

(valori nominali; mld di euro)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Banca d'Italia

stato caratterizzato nel 2013 da flussi di rimborsi molto elevati. Le emissioni nette, date dai flussi di emissioni al netto dei rimborsi, sono state negative per 75 mld di euro a fronte dei 90 miliardi di attivo del 2012. Questo risultato è derivato dalla dinamica delle banche per le quali il saldo fra emissioni e rimborsi di obbligazioni bancarie è stato negativo per 80 miliardi, così come per le altre società finanziarie che hanno registrato un saldo negativo pari a 17 mld di euro, mentre le emissioni nette delle società non finanziarie sono aumentate di 22 miliardi.

Un andamento analogo ma con una

flessione ancora più accentuata ha caratterizzato il 2014. Nei primi nove mesi dell'anno le emissioni nette sono risultate negative per 123 mld di euro. Ancora una volta la contrazione è attribuibile in larga misura alle banche (-114,4 mld di euro), mentre le società non finanziarie hanno continuato a far registrare un saldo positivo, anche se di minor entità rispetto a quello dell'anno precedente.

Le minori tensioni sui rischi sovrani hanno creato condizioni di mercato più favorevoli per le imprese italiane che sono ricorse al mercato obbligazionario. I premi per il rischio sulle obbligazioni di

queste società hanno registrato una flessione maggiore rispetto a quella di imprese appartenenti ad altri paesi dell'area euro. Nell'ultimo trimestre del 2014 i differenziali di rendimento tra le obbligazioni di società non finanziarie e i titoli di Stato dell'area euro con elevato merito di credito sono rimasti stabili a 95pb. Nel settore bancario i premi sui CDS (Credit Default Swap) sono aumentati in modo più accentuato rispetto a quanto accaduto in altri paesi.

Il valore assoluto per le banche italiane (165pb) resta comunque più elevato rispetto a quelli delle banche francesi (80pb) e di quelle tedesche.

Il presente materiale ha natura pubblicitaria e viene diffuso con finalità promozionali.

*Quello che ho è il risultato del mio impegno.  
Per questo merita il meglio.*

Il tuo patrimonio ha una storia.  
Scriviamo insieme il suo domani.

Scopri di più su [private.bnl.it](http://private.bnl.it)

**BNL-BNP PARIBAS**  
PRIVATE BANKING

La banca per un mondo che cambia

# Tem di investimento per il 2015



Manuela Macchia  
Responsabile Offerta ed Advisory



Le divergenze di politiche economiche osservate nel 2014 tenderanno ad accentuarsi nel 2015. Gli USA devono, infatti, affrontare la sfida della restrizione della loro politica monetaria senza compromettere la ripresa economica. Gli altri paesi, invece, saranno chiamati a trovare soluzioni per sostenere la propria crescita economica. La fine del 2014 è stata segnata da alcuni episodi di nervosismo, in particolare in Europa, fattore di cui abbiamo tenuto conto nell'elaborazione dei nostri 10 temi

d'investimento per il 2015. Abbiamo ricondotto questi temi a due temi strategici: **la ricerca del rendimento e le opportunità in un contesto di crescita e di rendimenti deboli**. Per investitori difensivi, la ricerca di rendimento resta la principale problematica. I tassi d'interesse di lungo termine sono destinati a salire, ma quest'aumento sarà progressivo.

**Esistono opportunità interessanti che illustreremo nei prossimi tre temi:**

Il secondo tema strategico si rivolge agli investitori più propensi al rischio; in un contesto di debole crescita economica e di rendimenti bassi, i mercati azionari sono da preferire. La

tendenza rialzista delle borse degli ultimi anni resta confermata; pertanto, ogni ribasso sarà da considerare come un'opportunità di acquisto.

## TEMA 1: OPPORTUNITÀ NELL'UNIVERSO OBBLIGAZIONARIO

Questo primo tema si riferisce ai segmenti più rischiosi all'interno dell'asset class obbligazionaria sui quali il *carry* è ancora interessante e per i quali si raccomanda di restare su scadenze brevi. In particolare, ci riferiamo ad obbligazioni "High Yield" europee ed americane e ad obbligazioni convertibili europee.

Per i clienti che vogliono restare investiti nella componente obbligazionaria "più tradizionale", e cercano rendimenti a fronte di un limitato incremento del rischio, in un contesto di bassi tassi di interesse, suggeriamo di preferire la diversificazione selezionando strumenti diversi dai titoli di Stato (obbligazioni societarie, obbligazioni convertibili,..) piuttosto che allungare la scadenza dell'investimento. Questi strumenti di diversificazione, infatti, difendono meglio dal rialzo dei tassi rispetto ai titoli di Stato, e solitamente registrano performance migliori in caso di crescita economica a fronte di una volatilità superiore alle obbligazioni governative, ma inferiore ai mercati azionari. Questi segmenti digeriranno senza troppe difficoltà un aumento moderato dei tassi a lungo termine, il nostro scenario di base per il 2015.

## TEMA 2: GLI INVESTIMENTI CON DIVIDENDI ELEVATI SI CONFERMANO INTERESSANTI NEL LUNGO PERIODO

Raccomandiamo da molti anni questo segmento, precisando che la qualità del dividendo è importante quanto il suo importo. Occorre che il dividendo sia stabile nel tempo. Nell'ambito di questo stesso tema, il settore immobiliare quotato offre rendimenti interessanti, molto superiori al costo del capitale.

## TEMA 3: LE SOLUZIONI FLESSIBILI

Gli strumenti finanziari hanno la particolarità di non muoversi tutti nello stesso modo. Ciascun mercato ha una sua logica di evoluzione e può essere influenzato indipendentemente dagli eventi esterni. È per questo che diversificando i propri investimenti, si possono cogliere le eventuali opportunità al rialzo dei differenti mercati o ridurre l'impatto del ribasso di un particolare mercato sull'insieme del portafoglio. Grazie all'investimento in soluzioni flessibili è possibile accedere ad una gestione che, con un solo prodotto, permette di distribuire i propri investimenti su diverse tipologie di strumenti all'interno di una classe di attivo, su diverse classi di attivo e/o su più paesi. Il gestore del fondo adatta la composizione del portafoglio (titoli di stato/obbligazioni societarie, azioni/obbligazioni, ...) nel tempo in funzione del contesto finanziario e delle sue previsioni. La grande diversificazione di questi fondi permette di ridurre globalmente gli effetti dovuti alle oscillazioni dei mercati pur mantenendo un potenziale di performance interessante.

Le soluzioni flessibili, come ad esempio i fondi alternativi, permettono di costruire strategie difensive poco volatili. Preferiamo le strategie "Relative Value" e "Long/Short equity" perché sono meno sensibili ai movimenti di mercato e meno vulnerabili in caso di aumento dei tassi.

## TEMA 4: BENEFICIARE DELL'APPREZZAMENTO DEL DOLLARO

L'economia americana sovraperforma l'economia europea, è in notevole anticipo in questo ciclo economico. La FED inizierà ad alzare i tassi nel 2015, mentre la BCE manterrà una politica monetaria ultra-accomodante, ricorrendo anche a strumenti non convenzionali. Il dollaro rimarrà forte, ed altre valute ne beneficeranno.

## TEMA 5: LA RIPRESA DEGLI INVESTIMENTI COME ELEMENTO-CHIAVE A SUPPORTO DELLA CRESCITA

La ripresa della crescita sarà sostenuta in parte dagli investimenti delle imprese, la cui situazione finanziaria sta migliorando, in particolare negli Stati Uniti. In Europa, il piano Juncker, appena annunciato, dovrebbe aiutare alle spese in infrastrutture.

## TEMA 6: EUROPEAN RENAISSANCE

Nonostante tutte le sue difficoltà, l'Europa sta comunque cambiando seppur molto gradualmente e diventa poco a poco una regione più integrata e più competitiva. La periferia dell'Europa (Spagna, Portogallo, Irlanda e Grecia) è più avanzata in questo processo rispetto alla Francia o anche rispetto all'Italia. Restiamo positivi nella capacità della borsa europea di apprezzarsi nel medio periodo, aiutata dall'indebolimento dell'euro e dal calo del prezzo del petrolio.



## TEMA 7: I MERCATI EMERGENTI, LA CORSA AL CAMBIAMENTO

Nel lungo termine, i fondamentali di crescita economica rapida e di sviluppo del commercio mondiale favoriscono i mercati emergenti. Per il 2015, preferiamo i paesi che predispongono riforme strutturali importanti, come Cina, Messico, India e l'Indonesia. Il crollo del prezzo del petrolio tende a favorire i paesi importatori di petrolio e materie prime (come ad esempio l'Asia) mentre impatta negativamente sui paesi esportatori di greggio e materie prime, come ad esempio Russia e Brasile.

## TEMA 8: INNOVAZIONE TECNOLOGICA ED EFFICACIA OPERATIVA

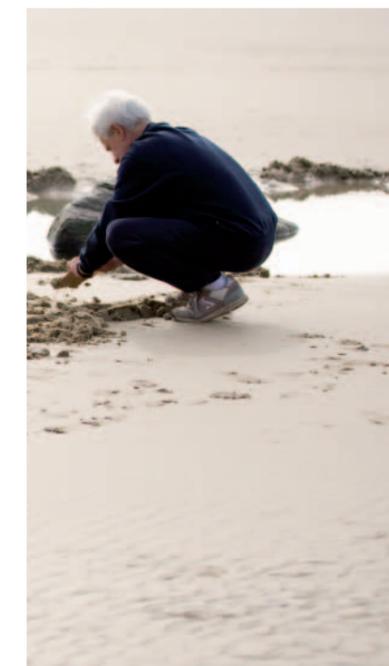
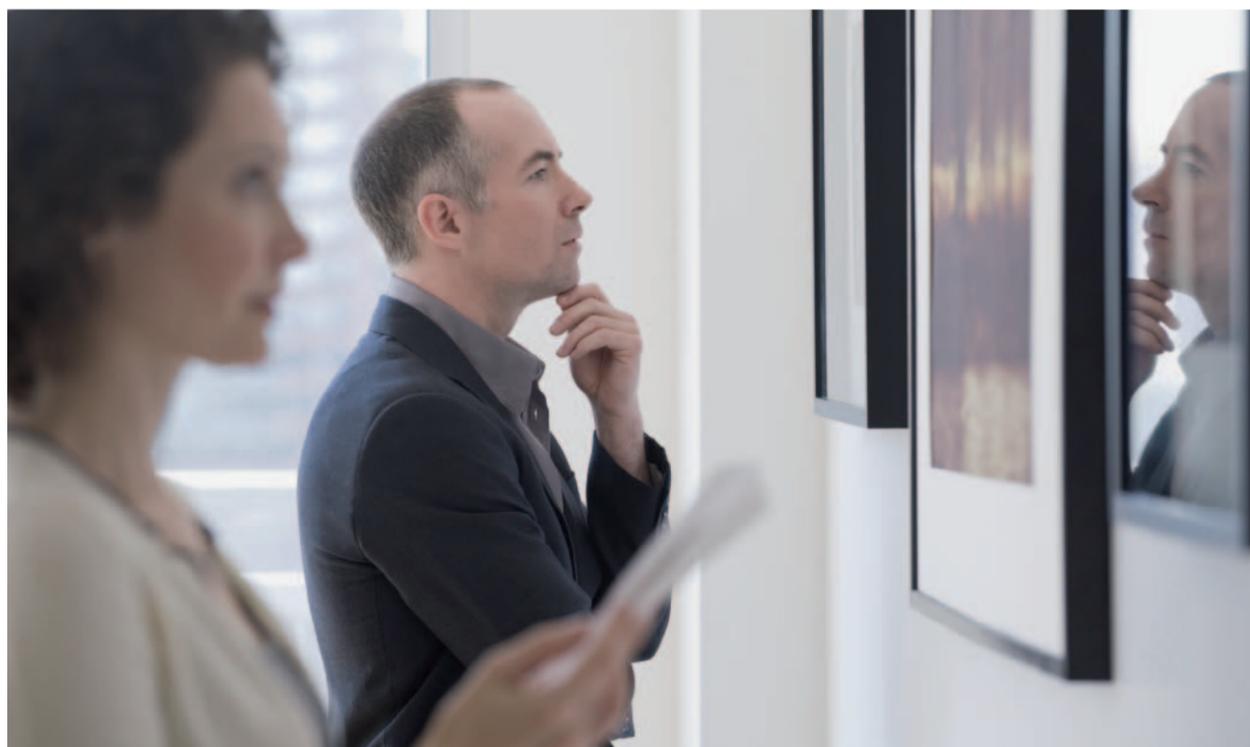
L'innovazione tecnologica ed efficacia operativa permettono alle imprese di razionalizzare i loro costi e migliorare i loro margini. Nuove tecnologie modificano il contesto aumentando la concorrenza e vanno a vantaggio dei leaders.

## TEMA 9: DINAMICHE DEMOGRAFICHE: COME BENEFICIARE DELL'INVECCHIAMENTO DELLA POPOLAZIONE

Questo tema d'investimento riguarda un orizzonte di lungo periodo, non è legato al ciclo economico poiché le tendenze demografiche sono molto lunghe. Salute, tempo libero, turismo, servizi finanziari sono alcuni dei settori più sensibili a quest'evoluzione. Il Giappone, che ha la popolazione più vecchia del mondo, è particolarmente interessato da queste tematiche.

## TEMA 10: OPPORTUNITÀ SUI MERCATI DEI CAMBI

Il punto chiave di quest'ultimo tema è il proseguimento dell'apprezzamento del dollaro nel 2015. Gli investitori che hanno come valuta di riferimento l'euro avranno dunque più possibilità di coloro che hanno come riferimento il dollaro. Per l'investitore in euro, anche la sterlina britannica e la corona norvegese sono valute interessanti. Per l'investitore in dollari, solo il peso messicano e lo yuan cinese offrono un potenziale; queste due valute sono attraenti anche rispetto all'euro. Nel breve termine, le valute norvegesi e messicane, rischiano di soffrire a causa del calo dei prezzi del petrolio, poiché sono paesi esportatori di idrocarburi.



Secondo Florent Bronès, Responsabile della Strategia d'Investimento (Chief Investment Officer) di BNP Paribas Wealth Management: "L'anno 2015 vedrà un aumento della volatilità poiché le banche centrali dovranno affrontare diverse sfide: inizio dell'aumento dei tassi negli Stati Uniti, dibattito sulle misure di politica monetaria da adottare in Europa, la prosecuzione delle riforme in Cina, elezioni e riforme strutturali in Giappone. Occorrerà approfittare delle fasi di incertezza per rafforzare le posizioni su attivi rischiosi"

22 gennaio 2015 una data "game changer" per il forte impegno da parte della BCE, che conferma il nostro scenario positivo sui mercati azionari

## Cosa era in gioco?

L'inflazione era in tendenza negativa da diversi trimestri ormai e le aspettative d'inflazione stanno continuando a muovere al ribasso in relazione al rapido declino del prezzo del petrolio. L'ultimo dato del CPI di Eurozona è risultato negativo dello 0.2% in termini di variazione annua. L'andamento negativo dell'inflazione rappresenta un forte rischio perché può innescare una spirale deflattiva. La stabilità dei prezzi è un obiettivo fondamentale della BCE. La view di consenso sulle mosse BCE prevedevano un programma di Quantitative Easing (QE) di 500/600 miliardi, un passo nella direzione giusta, ma non un reale "game changer" per i mercati. L'annuncio del 22/01, invece, è stato cruciale nel dare la percezione al mercato di quanto sia importante per la BCE contrastare il rischio deflazione. Più che l'ammontare del programma è stata la percezione di forte commitment da parte della BCE a sorprendere positivamente il mercato.

## Qual è stato il messaggio chiave?

La BCE, insieme alle banche centrali nazionali, comprerà 60 miliardi di euro di titoli ogni mese (compresi gli acquisti di ABS

e di Covered Bond precedentemente annunciati) almeno fino a settembre 2016, per un totale di 1.140 miliardi di euro (l'importo che si potrà acquistare per singolo paese dipende dalle quote dei singoli paesi nell'azionariato BCE). Il programma potrebbe essere esteso se l'inflazione non reagisce al rialzo come previsto. Si tratta di un forte impegno.

Per dare un quadro completo delle dimensioni di questa operazione: le esigenze di finanziamento mensili della zona euro sono di 20 miliardi di euro. La BCE comprerà obbligazioni Investment Grade della zona euro (per i paesi che rientrano nei programmi di bail-out EU/FMI, ci saranno ulteriori criteri). Gli acquisti della BCE non avranno uno status privilegiato rispetto agli acquisti del settore privato. L'80% del rischio del QE, infine, è allocato presso le banche centrali nazionali mentre il restante 20% del rischio è sostenuto dalla BCE (mutualizzazione del rischio). La BCE ha, inoltre, ridotto il tasso sui TLTRO per rendere il programma più interessante.

## L'impatto per il mercato

Un ostacolo fondamentale per i mercati azionari della zona euro è stato ora superato. D'ora in poi, non riteniamo più probabile che le azioni della zona euro sotto-performino nelle fasi di stress (anche se le elezioni greche sono ormai dietro l'angolo). Di conseguenza, rimuoviamo oggi la nostra posizione neutrale a breve termine e ci concentriamo sulla nostra view positiva a medio termine, basata su una storia di recupero degli utili. Poiché non abbiamo alcuna ragione di credere che i mercati non rimarranno volatili nei prossimi mesi, continuiamo a suggerire di acquistare sulle correzioni. In termini di preferenze geografiche, continuiamo a preferire la Germania come principale beneficiaria dei livelli di tassi di interesse che sono troppo bassi dati i fondamentali del paese e preferiamo inoltre Spagna e Italia dato il loro potenziale di recupero. Continuiamo a preferire i settori ciclici.

Testo redatto il 28 gennaio 2015.

# Il rientro dall'estero e la regolarizzazione dei capitali non dichiarati "Voluntary Disclosure"



Manuela La Gamba  
Referente Pianificazione Patrimoniale

## Contesto internazionale e presupposti

La collaborazione volontaria per l'emersione dei capitali non dichiarati (c.d. "voluntary disclosure") rappresenta una procedura che potremmo definire di pacificazione tributaria, inserita in un più vasto programma di lotta ai fenomeni di illecito fiscale internazionale secondo quanto già raccomandato nel 2010 dall'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) e, più recentemente nell'aprile 2013, dalla relazione della Commissione per lo Studio sull'auto-riciclaggio (Commissione Greco).

Sin dal 2008, infatti, tutti i Paesi tra le piazze finanziarie più riconosciute (tra cui la Svizzera) sotto la pressione del G20 e degli altri organismi sovranazionali hanno iniziato a sottoscrivere accordi conformi agli standard elaborati dall'OCSE, improntati a criteri di traspa-

renza e allo scambio di informazioni a livello fiscale. Per fare l'esempio della Svizzera, oltre ad aver sottoscritto la Convenzione Ocse sulla reciproca assistenza amministrativa in materia fiscale e ad aver concluso diversi accordi sullo scambio di informazioni ai fini fiscali, il Consiglio Federale ha avviato il 14 gennaio 2015 due consultazioni per l'introduzione dello scambio automatico di informazioni (c.d. *Common Reporting Standard* approvato dall'OCSE).

Dopo tre anni di contrattazioni, peraltro, la Svizzera ha raggiunto un'intesa definitiva anche con l'Italia. Si prevede che l'accordo avrà un effetto propulsivo rispetto all'adesione alla procedura poiché la modifica all'attuale art. 26 del Trattato italo-elvetico sulle doppie imposizioni introdurrà lo scambio di informazioni fra i due Paesi, facendo cadere una volta per tutte lo storico baluardo del segreto bancario. Come

effetto premiale, conseguente alla firma dell'accordo, la disciplina della *voluntary disclosure* prevede il dimezzamento delle sanzioni di monitoraggio fiscale.

L'accordo da parte dei Governi è stato firmato in data 23 febbraio 2015 mentre per la ratifica dei rispettivi Parlamenti ci vorranno un anno e mezzo o due.

Anche il Liechtenstein ed il Principato di Monaco, hanno raggiunto rispettivamente il 26 febbraio 2015 ed il 2 marzo 2015, un accordo con il Governo Italiano con i medesimi contenuti di quello concluso con la Confederazione svizzera, che consente lo scambio di informazioni tra i due Paesi relativamente a tutte le imposte previste dai rispettivi ordinamenti.

Gli Accordi appena citati si aggiungono alle ulteriori intese già in vigore e raggiunte dall'Italia con ulteriori paesi ovvero i c.d. *paradisi fiscali*, in materia di scambio di informazioni.

È evidente come il programma di *voluntary disclosure*, in concomitanza con la firma degli accordi di scambio di informazioni, nasca con il dichiarato intento di far rientrare in Italia tutte quelle somme che sono state trasferite all'estero in violazione delle norme sul monitoraggio fiscale (D.L. 28 giugno 1990, n. 167, convertito dalla Legge 4 agosto 1990, n. 227).

Alla *voluntary disclosure* dei beni detenuti all'estero si affianca, tuttavia, la *voluntary disclosure* c.d. "nazionale" consistente nella possibilità di regolarizzare le violazioni di obblighi dichiarativi in Italia commesse in materia di imposte sui redditi e relative addizionali, imposte sostitutive, di IRAP ed IVA, nonché le violazioni relative alle dichiarazioni dei sostituti d'imposta.

## La procedura di regolarizzazione

La nuova forma di regolarizzazione, introdotta lo scorso dicembre con la Legge n. 186/2014, è in vigore dal 1° gennaio 2015 ed è rivolta principalmente ai contribuenti residenti in Italia (persone fisiche, società semplici ed enti non commerciali, inclusi i Trust) che detengono all'estero investimenti ed attività finanziarie (anche per interposta persona) in violazione degli obblighi di monitoraggio fiscale consistenti nella

omessa/infedele compilazione del quadro RW della dichiarazione dei redditi. Nella forma di c.d. *voluntary disclosure* nazionale la procedura è accessibile anche agli enti commerciali (società di capitali, società di persone, etc.) per regolarizzare violazioni commesse in Italia aventi rilevanza fiscale.

Le diverse componenti di patrimonio che possono essere regolarizzate sono molto numerose e, in generale, coincidono con tutti gli investimenti ed attività finanziarie che avrebbero dovuto essere dichiarati nel quadro RW del Modello Unico annuale.

A titolo esemplificativo potranno essere regolarizzati conti correnti, strumenti finanziari, polizze assicurative, immobili, gioielli e beni d'arte.

Nella forma di *voluntary disclosure* nazionale possono essere regolarizzati i maggiori imponibili non dichiarati agli effetti delle imposte sui redditi e delle relative addizionali, delle imposte sostitutive, dell'IRAP, dell'IVA e delle ritenute.

Il contribuente è tenuto a fornire all'Amministrazione finanziaria ogni prova documentale necessaria per poter determinare i maggiori imponibili relativi alle imposte dovute.

La procedura di collaborazione volontaria dovrà essere effettuata entro il 30 settembre 2015 e potrà riguardare le

violazioni commesse fino al 30 settembre 2014.

La procedura di *voluntary disclosure* deve riguardare, quindi, tutti i periodi d'imposta per i quali, alla data di presentazione della domanda, non sono scaduti i termini ordinari per l'accertamento dei tributi e/o la contestazione delle sanzioni amministrative tributarie.

Per le violazioni relative agli obblighi di monitoraggio fiscale per gli investimenti detenuti all'estero, le annualità accertabili vanno dal 2009 al 2013 (investimenti detenuti in Paesi non *black list* ovvero paesi con i quali l'Italia ha raggiunto un accordo di scambio di informazioni come Svizzera, Liechtenstein e Principato di Monaco) e dal 2004 al 2013 (investimenti detenuti in paesi *black list* ovvero i c.d. *paradisi fiscali*).

Per le violazioni delle imposte (redditi ed IVA), nei casi di infedele dichiarazione dei redditi, i periodi d'imposta interessati sono quelli compresi nel periodo 2010-2013 o nel periodo 2006-2013 (se sono state commesse violazioni di rilevanza penale-tributaria).

Nei casi in cui, invece, la dichiarazione dei redditi sia stata omessa, i periodi d'imposta ancora accertabili sono rispettivamente compresi nel periodo 2009-2013 e nel periodo 2004-2013 (se sono state commesse violazioni di rilevanza penale-tributaria).

### Accordi in vigore

Stato	Data firma	Entrata in vigore	Stato	Data firma	Entrata in vigore
Guernsey	05-set-12	05-mar-15	Gibilterra	02-ott-12	19-dic-14
Isola di Man	16-set-13	03-mar-15	Isole Cook	17-mag-11	31-ott-14
Principato di Monaco	02-mar-15	02-mar-15	Jersey	05-set-12	31-ott-14
Liechtenstein	26-feb-15	26-feb-15	San Marino	21-mar-02	03-ott-13
Svizzera	23-feb-15	23-feb-15			

### Periodi d'imposta accertabili per violazioni Quadro RW

Violazioni obbligo monitoraggio	Anni	VD nel 2015
Non Black list *	(5+1)	2009-2013
Black list	(5+5+1)	2004-2013

\* Si aggiungono Svizzera, Liechtenstein e Principato di Monaco in seguito agli accordi raggiunti con il Governo Italiano rispettivamente in data 23 febbraio 2015, 26 febbraio 2015 e 2 marzo 2015.



#### Periodi d'imposta accertabili per violazioni delle imposte (redditi ed IVA)

Violazione	Anni	VD nel 2015
NO violazioni penali - infedele dichiarazione	(4+1)	2010-2013
NO violazioni penali - omessa dichiarazione	(5+1)	2009-2013
Violazioni penali - infedele dichiarazione	(4+4+1)	2006-2013
Violazioni penali - omessa dichiarazione	(5+5+1)	2004-2013

La procedura non potrà attivarsi qualora la domanda del contribuente venga presentata in seguito all'inizio di accessi, ispezioni o verifiche o di altre attività di accertamento tributario o penale di cui ha avuto formale conoscenza e queste siano riconducibili all'ambito oggettivo di applicazione della procedura.

#### Il costo della *voluntary disclosure*

Contrariamente alle forme di regolarizzazione in vigore negli anni precedenti, conosciute come "scudi fiscali", la *voluntary disclosure* non prevede l'anonimato e non è previsto alcuno sconto sulle imposte dovute a seguito di una eventuale emersione di maggiori redditi imponibili ma soltanto una significativa riduzione delle sanzioni applicabili. Di conseguenza, dovranno essere versate dal contribuente tutte le imposte che derivino dai redditi non dichiarati, comprensive degli interessi maturati. In generale, quindi, i costi effettivi della

procedura in termini di imposte, sanzioni ed interessi possono variare significativamente e dipendono da diversi fattori quali, ad esempio, l'avvenuta tassazione o meno, in origine, delle attività detenute all'estero, il numero di anni accertabili in funzione del paese dove sono detenute le attività ma anche, ai fini delle sanzioni sul monitoraggio fiscale (quadro RW del Modello Unico) il numero di anni di infedele o omessa dichiarazione delle attività all'estero. Ai costi per imposte e sanzioni dovranno essere naturalmente aggiunti gli onorari professionali dei professionisti incaricati che faranno riferimento alle Tariffe indicate dal Consiglio nazionale dell'Ordine di appartenenza (Avvocati o Dottori Commercialisti). La normativa prevede alcune forme di semplificazione per la determinazione delle imposte applicabili sulle rendite finanziarie estere e di riduzione delle sanzioni sul monitoraggio fiscale. Nel primo caso, per il calcolo dei rendi-

menti delle attività finanziarie detenute all'estero con consistenza media annua inferiore ai 2 milioni di Euro, è prevista una tassazione a forfait opzionale pari all'1,35% (alle attività finanziarie viene attribuito un rendimento pari al 5% del valore rilevato alla fine del periodo d'imposta, tassato con l'aliquota del 27%).

Nel secondo caso, la procedura di *voluntary disclosure* internazionale riconosce il dimezzamento delle sanzioni base, per l'infedele od omessa compilazione del quadro RW del Modello Unico annuale, fissandole nella misura dell'1,5%, purché si verifichi una delle seguenti condizioni:

a) le attività vengono trasferite in Italia o in Stati membri dell'Unione Europea o in Stati aderenti all'Accordo sullo Spazio Economico europeo che consentono un effettivo scambio di informazioni con l'Italia, inclusi nella lista di cui al decreto del Ministero delle Finanze del 4 settembre 1996;

- b) le attività trasferite in Italia o nei predetti Stati erano o sono ivi detenute;
- c) il contribuente rilascia all'intermediario finanziario estero, presso cui le attività sono detenute, l'autorizzazione a trasmettere alle autorità finanziarie italiane richiedenti tutti i dati concernenti le attività oggetto di collaborazione volontaria e allega copia di tale autorizzazione, controfirmata dall'intermediario finanziario estero, alla richiesta di collaborazione volontaria;
- d) gli Stati black-list in cui tali attività sono detenute abbiano firmato entro il 2 marzo 2015 un accordo che consenta

un effettivo scambio di informazioni (come nei casi di Svizzera, Liechtenstein e Principato di Monaco) ed il contribuente provveda a trasferire le predette attività in Italia o in Stati membri dell'Unione Europea oppure rilasci all'intermediario finanziario estero l'autorizzazione di cui alla lettera c).

Qualora il contribuente non effettui il trasferimento o non rilasci l'autorizzazione all'intermediario finanziario (contribuente c.d. "non trasparente") la sanzione minima base sarà applicata nella misura del 2,25% annuale rispetto

ai capitali non dichiarati. In tutti i casi, le sanzioni subiscono ulteriori riduzioni ad un sesto o ad un terzo della sanzione definitivamente applicabile a seconda che il contribuente, rispettivamente, accetti la quantificazione operata dall'Agenzia delle Entrate delle imposte e/o delle sanzioni dovute; ovvero, pur decidendo di instaurare una fase di contraddittorio con l'Agenzia delle Entrate, provveda al pagamento delle imposte e delle sanzioni nuovamente quantificate entro 20 giorni dalla redazione dell'atto di adesione.

#### Sanzioni per violazioni di monitoraggio fiscale (quadro RW)

Situazione paese	Contribuente trasparente	Sanzioni minime (%)	Sanzione base per adesione VD	Sanzione ridotta (nessun contenzioso con Agenzia Entrate)*
White List	SI	3%	1,50%	0,50%
Black list con accordo**	SI	3%	1,50%	0,50%
Black list con accordo**	NO	3%	2,25%	0,75%
Black list senza accordo	SI	6%	3%	1%
Black list senza accordo	NO	6%	4,50%	1,50%

\*In caso di pagamento entro 60 gg. dalla notifica dell'atto di irrogazione sanzioni dell'Agenzia delle Entrate  
\*\* Svizzera, Liechtenstein e Principato di Monaco

Nei confronti del contribuente che si avvale della procedura di *voluntary disclosure*

c.d. "nazionale", la misura delle sanzioni per le violazioni in materia di imposte (redditi

ed IVA) è fissata al minimo editale previsto, con una ulteriore riduzione di 1/4.

#### Sanzioni per violazioni delle imposte (redditi ed IVA)

Tipologia sanzione e paese di produzione del reddito	Sanzione base minima	Sanzione base per adesione VD	Sanzione ridotta (nessun contenzioso con Agenzia Entrate)*	Sanzione ridotta (fase di contraddittorio con Agenzia Entrate)**
Infedele dichiarazione (ITA)	100%	75%	12,50%	25%
Omessa dichiarazione (ITA)	120%	90%	15%	30%
Infedele dichiarazione (ESTERO)	133,33%	100%	16,60%	33,30%
Omessa dichiarazione (ESTERO)	160%	120%	20%	40%

\*In caso di pagamento per acquiescenza rispetto alla quantificazione operata dall'Agenzia delle Entrate  
\*\*In caso di avvio del contraddittorio con l'Agenzia delle Entrate (c.d. procedura di accertamento con adesione)

#### Perfezionamento della procedura di *voluntary disclosure* ed effetti

L'iter della procedura si conclude con la quantificazione da parte dell'Amministrazione finanziaria di quanto dovuto dal contribuente a titolo di imposte, interessi e sanzioni. Il versamento delle

predette somme potrà essere effettuato in un'unica soluzione oppure ripartito in tre rate mensili. Il pagamento dell'ultima rata dovuta avrà l'effetto di perfezionare la procedura a condizione che siano verificati anche i requisiti di spontaneità, completezza e veridicità richiesti dalla legge di riferimento.

Il perfezionamento dell'iter comporterà anche il venir meno dei presupposti di punibilità per i reati tributari commessi alla detenzione di attività frutto di evasione, con effetti premiali anche rispetto all'esclusione di punibilità per il reato di riciclaggio e di auto-riciclaggio (in vigore dal 1° gennaio 2015).

### Come BNL supporta i contribuenti interessati alla regolarizzazione

La versione finale del provvedimento che disciplina la *voluntary disclosure* non prevede il coinvolgimento diretto degli intermediari finanziari che, invece, in occasione dello scudo fiscale hanno avuto una funzione determinante.

Il ruolo decisivo, oltre che delicato, della procedura questa volta verrà svolto dai professionisti che assisteranno il cliente nelle operazioni di emersione.

Per tale motivo BNL mette a disposizione dei clienti il contatto con studi professionali selezionati, che abbiano team specializzati e dedicati alla *voluntary disclosure*, dotati di un'ampia competenza nel settore dei servizi bancari e finanziari e in grado di garantire una gestione efficace dei rapporti con l'Agenzia delle Entrate.

Durante il primo incontro con il cliente il professionista esporrà le modalità di adesione alla procedura e, una volta

effettuato un primo screening della situazione complessiva degli attivi da regolarizzare, formulerà una proposta di stima complessiva in termini di imposte, sanzioni, interessi ed onorari professionali. Dopo aver ricevuto l'incarico dal cliente, il professionista redigerà l'istanza di *voluntary disclosure*, sulla base dei documenti e informazioni ricevute, e la inoltrerà telematicamente all'Agenzia delle Entrate.

Le attività operative e di apertura dei rapporti bancari potranno essere effettuate avvalendosi del supporto di Servizio Italia, la società fiduciaria del Gruppo BNP Paribas che vanta una esperienza pluriennale nell'amministrazione fiduciaria di attività estere dei propri clienti.

Successivamente alla presentazione della domanda il professionista, assicurandosi il corretto recepimento dei contenuti dell'istanza di *voluntary disclosure*, incontrerà i funzionari dell'Agenzia delle Entrate per definire in concreto le som-

me da versare per concludere con successo la procedura. Nelle fasi successive o concomitanti alle predette attività, in particolare durante l'operazione di effettivo rientro dei capitali dall'estero che potrà avvenire subito dopo la presentazione dell'istanza all'Agenzia delle Entrate, avvalersi di Servizio Italia in qualità di società fiduciaria garantirà ai professionisti incaricati il controllo, determinante in un processo così delicato, sulla rispondenza dei dati indicati nella domanda presentata all'Agenzia delle Entrate e le attività regolarizzate.

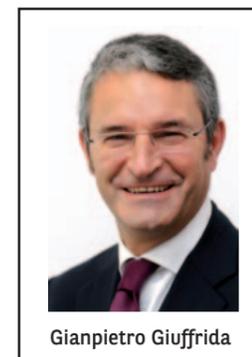
Per i clienti l'intervento della società fiduciaria, a supporto delle attività di Private Banking, sarà un ausilio altrettanto fondamentale perché potrà comunque consentire di mantenere la riservatezza, rispetto ai diversi intermediari bancari utilizzati per la regolarizzazione delle attività finanziarie, e l'indubbio vantaggio di essere esonerati dai nuovi complessi obblighi dichiarativi per l'eventuale mantenimento delle attività all'estero.

6 Dicembre 2014 - pag. 29

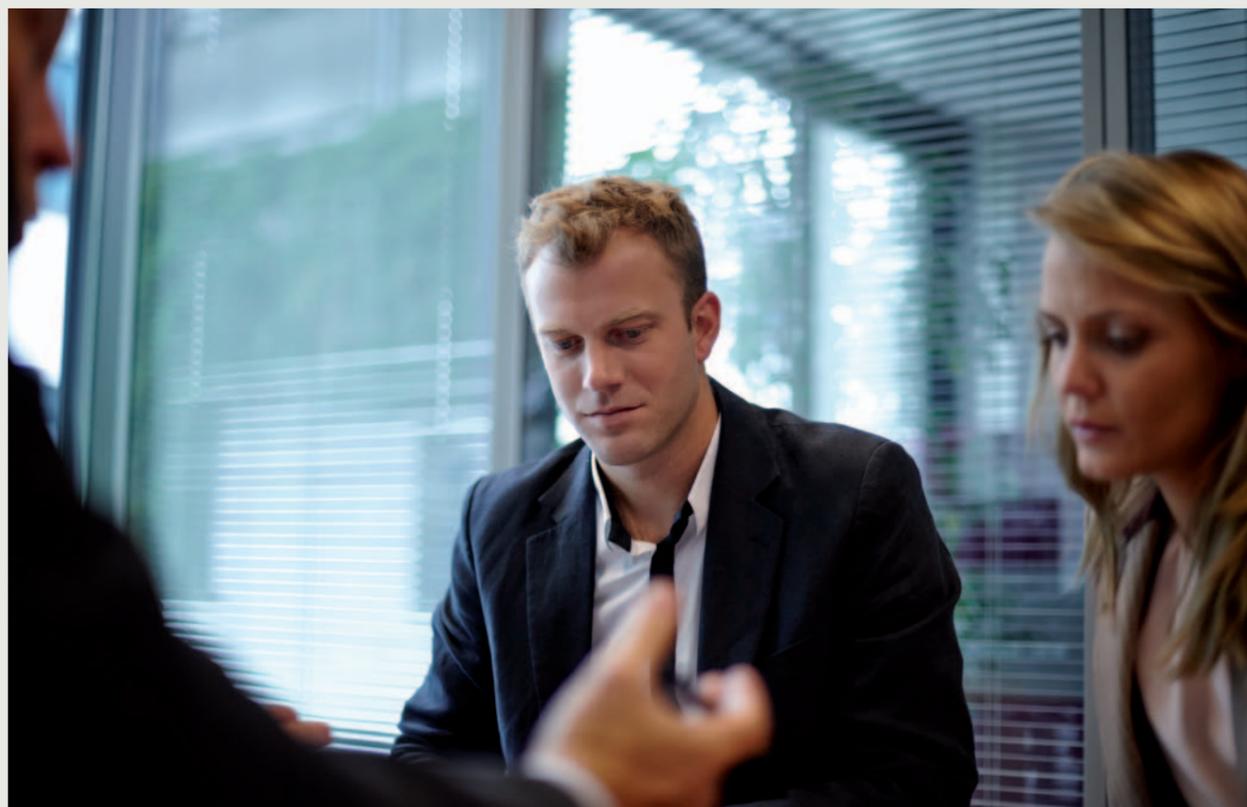
## «Gli obiettivi di Bnl Bnp Paribas»

Oggi il private banking di Bnl Bnp Paribas ha asset in gestione per 29 miliardi, contro i 15 del 2009 e l'obiettivo è quello di diventare il terzo operatore in Italia. La strada sarà sia quella della crescita interna sia dei reclutamenti. In particolare il gruppo prevede di reclutare nei prossimi due anni 30 nuovi professionisti, che si andranno ad aggiungere ai 325 che già ora operano come advisor. «Proponiamo ai professionisti che lavorano con noi un modello di private banking connesso con l'intero gruppo. Il nostro private infatti è integrato in Bnp Paribas wealth management, la struttura private del gruppo presente in 30 paesi con 295 miliardi di euro di asset gestiti attraverso una rete di oltre 6 mila specialisti», spiega Gianpietro Giuffrida, responsabile del private banking di Bnl Bnp Paribas. Aggiunge Giuffrida: «Un nostro punto

distintivo è quello di avere un advisory desk che fornisce ai banker tutti gli strumenti necessari per aiutare i clienti a ottimizzare la loro pianificazione finanziaria. Questo desk è sempre in contatto con Parigi e con gli altri esperti che abbiamo a livello globale». Non solo. «Siamo in grado di dare al cliente un servizio a 360 gradi, anche perché il nostro gruppo continua ad erogare credito con un approccio costruttivo e rigoroso. È molto importante per chi si appoggia a noi poter trovare sia un interlocutore per la gestione del patrimonio finanziario sia la consulenza per quanto riguarda l'impresa», dice Giuffrida. La consulenza riguarda poi tutta la vita dell'azienda, compreso quindi il passaggio generazionale o la pianificazione di un risparmio che tenga anche conto della protezione di tutta la famiglia.



Gianpietro Giuffrida



© RIPRODUZIONE RISERVATA

Su gentile concessione di **MF Milano Finanza - Class Editori**



Il documento è stampato su carta ecologica



Newsletter edita da: BNL-BNP Paribas Private Banking - Direttore Responsabile: Lucia Leva - Coordinamento editoriale: Gianpietro Giuffrida - Redazione: Comunicazione Corporate, Private & Sponsorship - Art Director: Zowart - Hanno collaborato: Stefano Ambrosetti, Manuela Maccia, Manuela La Gamba, Francesco Chiurco - Stampa: Arti Grafiche La Moderna.

Il presente materiale ha natura pubblicitaria e viene diffuso con finalità promozionali. Il testo è redatto da BNL-BNP Paribas Private Banking e non deve intendersi in alcun modo quale ricerca in materia di investimenti o offerta al pubblico di prodotti finanziari, né come analisi finanziaria o altra forma di consulenza in materia di investimenti o raccomandazione generale riguardante operazioni relative a strumenti finanziari. Prima di avviare qualsivoglia specifica attività d'investimento, si invita a prendere completa visione delle caratteristiche dei singoli prodotti (finanziari, bancari o assicurativi) o dei singoli servizi, consultando la documentazione precontrattuale e gli appositi documenti informativi, previsti dalla normativa vigente. È vietata la riproduzione, anche parziale, del presente documento.