

L'anno scorso Matteo Maggiori, romano 38 enne dell'Università di Stanford, ha vinto la Fischer Black Medal dell'American Finance Association per il miglior giovane economista finanziario. Maggiori, alla guida di un gruppo di lavoro che include anche il dottorando italiano di Harvard Antonio Coppola, domani parlerà al Collegio Carlo Alberto di Torino dopo aver vinto la Carlo Alberto Medal.

**Il G7 sembra vicino a un'intesa su una «global minimum tax». Che ne pensa?**

«Si va nella direzione giusta. Il primo passo può essere una global minimum tax sui profitti, magari con l'idea di tassarli almeno al 15%».

**Ma chi incassa, dove vengono collocati i diritti di tassazione?**

«L'idea dovrebbe essere di situarli dove la multinazionale ha le sue attività. Poi però occorre intendersi sul concetto di attività. Magari una multinazionale ha la ricerca e sviluppo a San Francisco, produce in un Paese emergente e vende in Europa».

**Si parla di portare parte dell'imposizione nel Paese dove l'azienda ha la base operativa, spesso gli Stati Uniti. Resta da capire quanto l'azienda possa essere tassata dove ha le sue vendite, non trova?**

«È nella natura delle multinazionali che le attività avvengono in Paesi diversi. Ma cosa intendiamo quando parliamo di fatturato o vendite delle

Alla Cayman le holding di Alibaba e delle altre big tech

Una storia opaca: Pechino non riconosce formalmente gli investitori esteri

di Federico Fubini



Economista  
Matteo  
Maggiori

## COLOSSI CINESI NEI «PARADISI» QUEI RISCHI NASCOSTI

man. Grandi gruppi tecnologici come Alibaba, Tencent, Baidu — un sistema di imprese che si avvicina a duemila miliardi di dollari di capitalizzazione — sono tutti alle Cayman. E non per ragioni fiscali, ma per ac-

cedere al capitale europeo e nordamericano. La legislazione cinese proibisce l'investimento estero di portafoglio in Repubblica popolare nei settori strategici, come quello tecnologico. Dunque le imprese ci-

nesi stabiliscono holding alle Cayman che hanno una relazione con le società operative nella madrepatria, ma emettono titoli sui mercati internazionali. Sono quelli nei portafogli degli investitori globali, per migliaia

di miliardi di dollari».

**Una soluzione che apre la Cina al capitale globale?**

«Sì. Ma ci sono alcuni aspetti. Dal punto di vista internazionale la holding alle Cayman di Alibaba — per esempio — ha diritto ai profitti e al controllo del gruppo Alibaba, la società operativa. Ma dal punto di vista della legge cinese, la società operativa cinese Alibaba dichiara che non ha capitale azionario straniero. Sono strutture chiamate "variable-interest entity structures"».

**Le Big Tech cinesi vanno nei paradisi fiscali per sfuggire ai vincoli del regime di Pechino?**

«Sì, ma ciò pone alcune domande. Queste aziende non hanno mai pagato molti dividendi. Ma immaginiamo che in futuro lo facciano: il governo cinese permetterebbe di spedire denaro all'estero a imprese che dichiarano, nel Paese, di non avere capitale estero? Anche se ci fosse un altro giro di vite del partito comunista sulle Big Tech, l'effetto per gli investitori esteri sarebbe enorme».

**Ma l'esposizione sulla Cina degli europei o americani è di appena il 2% del capitale investito...**

«Di questi dati tendiamo ad avere una visione distorta, perché il 2% si riferisce all'esposizione diretta. Molta dell'esposizione non figura come relativa alla Cina, proprio perché riguarda le emissioni dalle Cayman da parte di strutture di società basate operativamente nella Repubblica popolare. Per gli investitori americani questo tipo di esposizione è di circa 550 miliardi di dollari. Dunque siamo intorno al 10% e non al 2%. Se poi si aggiunge l'esposizione di portafoglio tramite aziende occidentali che realizzano una parte del fatturato in Cina, l'esposizione totale degli investitori statunitensi su quel Paese è già di circa il 15%. Non del 2% come si pensa di solito».

**E gli investitori europei?**

«L'esposizione diretta è del 2%. Includendo quella attraverso le Cayman si sale a più del 7% — circa 230 miliardi di dollari in più — e al 10% se si conta l'esposizione commerciale sulla Cina di società nelle quali gli europei hanno investito».

**Non è normale, dato che la Repubblica popolare pesa per circa il 15% dell'economia globale?**

«È un fatto per molti versi positivo, ma ci sono dei problemi. Soprattutto se non ci rendiamo conto di quanto pesa la nostra esposizione complessiva sulla Cina e dunque sulle fortune del suo sistema politico. Rischiando di sottovalutare l'effetto per noi di una guerra commerciale con Pechino o di un atto repressivo del regime su Alibaba. A maggior ragione perché il governo cinese non riconosce che la holding alle Cayman possieda la società operativa nella madrepatria, non è chiaro quale sia la capacità degli investitori esteri di impadronirsi di attivi della società per rivalersi, in caso di problemi».

**Nel sistema finanziario occidentale c'è un rischio mal compreso?**

«Esattamente. Un po' come le esposizioni in derivati di credito dell'assicuratore Aig nel 2008: pochi avevano capito le dimensioni del rischio e ancora meno numerosi erano coloro che avevano capito gli effetti indiretti di propagazione sui mercati, se qualcosa fosse andato storto».

© RIPRODUZIONE RISERVATA



**Un pericolo non calcolato, spiega Matteo Maggiori, miglior giovane economista premiato dall'American Finance Association**

multinazionali? Con il mio gruppo di lavoro, abbiamo trovato che l'esposizione occidentale alla Cina è alta anche attraverso canali dei quali spesso non c'è molta consapevolezza. E a maggior ragione colpisce che il dibattito globale sui paradisi fiscali coinvolga così poco la Cina».

**Che intende dire?**

«Un investitore italiano che ha in portafoglio titoli di grandi gruppi europei o statunitensi potrebbe avere un'esposizione alla Cina della quale non si rende conto. Quei gruppi hanno spesso una parte preponderante e crescente delle loro vendite in Cina».

**Ma questo cosa c'entra con i paradisi fiscali?**

«Nel nostro gruppo indaghiamo come le multinazionali accedono al capitale globale soprattutto attraverso le Cayman Islands, un'economia da cinque miliardi di dollari ma quattromila miliardi di investimenti provenienti dal resto del mondo. Molta della nostra ricerca si concentra su queste aziende che emettono debito o azioni dalle Cayman. Vogliamo capire da quali Paesi vengono, perché lo fanno e quale sia la reale entità delle operazioni».

**È in questi ingranaggi che emerge l'importanza della Cina?**

«Sì. La Cina è la base operativa di aziende fra le più importanti che hanno veicoli finanziari alle Cay-