

Gli esami non finiscono mai. Non solo per le banche

a cura della Direzione

Inutile illudersi: il sentiero per le banche italiane resta stretto.

Certo, gli elementi positivi non mancano, a partire dall'interesse riscosso presso gli investitori internazionali dagli istituti nostrani, sia quelli coinvolti nelle operazioni del capitale che dal resto del sistema. A livello di sistema rallenta la crescita delle sofferenze (comunque elevata), mentre l'avvio delle operazioni di Tltro promosse dalla Bce a partire da settembre è destinata ad accelerare il necessario deleveraging del sistema. Grazie al calo degli spread, reso possibile dalla politica monetaria, e al miglioramento delle condizioni di credito, le banche italiane sembrano avviate ad un robusto recupero di redditività, accompagnato dalla pulizia di sofferenze ed incagli grazie agli accordi con protagonisti specializzati, da Kkr a Blackstone.

La situazione, insomma, è assai migliorata, grazie anche (o soprattutto) agli sforzi profusi dal sistema: dal 2008 ad oggi il sistema ha assorbito circa 45 miliardi sotto forma di iniezioni di capitale, di cui oltre 10 nella prima metà del 2010. Ma, complice la crisi del sistema economico e la fragilità dei conti pubblici, le banche affrontano gli stress test in una condizione di debolezza rispetto ai concorrenti anche perché il modello di valutazione adottato per la Asset quality review sembra sottostimare i rischi legati alla speculazione finanziaria pura (vedi derivati) mentre pare assai più severo nella classificazione degli impieghi, a danno degli istituti di casa nostra. La sensazione, insomma, è che gli esami europei possano chiudersi con qualche sorpresa, non sempre positiva. Non si può escludere, ha sottolineato Mario Draghi, che "in futuro ci sia bisogno di un importante sforzo di riorganizzazione

In questo numero:

Tra i temi più attuali dell'attualità finanziaria figura la "forbice" che si è aperta tra l'economia reale, che continua a rinviare l'appuntamento con la ripresa, e la potenza di fuoco a disposizione dei mercati, potenziata dall'irruzione della tecnologia. Gli *high frequency traders* rappresentano la punta dell'iceberg del fenomeno, reso possibile dalla tecnologia e, ovviamente, da miliardi di dollari investiti per far saltare, attraverso velocità di esecuzione da fantascienza, il rapporto tra realtà economica e valore di Borsa sovvertendo la logica stessa all'origine dei mercati. **Giovanni Bottazzi e Alfonso Scarano** già in occasione del convegno "La finanza padrona" avevano affrontato in maniera analitica il tema, contribuendo indirettamente alle decisioni della Consob, che per prima ha individuato una strategia per metter sotto controllo gli effetti perversi degli ordini ultraveloci, capaci di manipolare il mercato. L'occasione per suggerire i correttivi efficaci è offerta da un best seller di Michael Lewis "Flash boys", già grande seppur romanzesco divulgatore dei segreti della stagione dei subprime.

* * *

Tra le campagne dell'AIAF assume un ruolo rilevante l'impegno all'introduzione anche in Italia dell'analisi Sri (Social responsibility investment) e dei fattori Esg, nella convinzione che la rendicontazione di sostenibilità è senz'altro destinata ad avere presto un ruolo rilevante nelle valutazioni dei mercati. A sottolineare il valore di questa scelta sono **Andrea Casadei** e, in un'intervista curata da Etica News, **Daniela Carosio**. Ad Etica News, autore di un report sul settore, dobbiamo anche la tabella da cui emerge il Gap, in materia Esg dei fondi di investimento e dei fondi pensioni del Bel Paese. Ma il panorama non è certo più brillante per le spa quotate, o per le banche.

* * *

L'antagonismo tra economia reale e finanza è il tema affrontato da **Daniel Allpert**, allievo di Hyman Minsky, che sottopone ad una disanima implacabile il Quantitative Easing americano, ormai avviato alla conclusione. E' servito, è la sua critica, a far lievitare la Borsa ed altri assets a vantaggio

attraverso fusioni, acquisizioni e magari anche chiusure". In questa chiave i test europei saranno decisivi perché permetteranno di calcolare meglio i valori dei singoli istituti e, di riflesso, dei concambi. Perciò, aspettiamoci una corsa in cui gli stress test servono a definire la griglia di partenza.

Non sembra un caso, in questa cornice, che torni con prepotenza la questione della valutazione dei titoli del debito pubblico in carico alle banche. Nemmeno il tempo di assaporare l'esito favorevole degli aumenti di capitale delle banche italiane che consentiranno di affrontare l'asset quality review con maggior serenità ed ecco che torna nel mirino la valutazione risk free dei titoli di Stato detenuti da banche ed assicurazioni. A sollevare di nuovo la questione, che tanto sta a cuore al presidente della Bundesbank Jens Weidmann, è stato un articolo di The Wall Street Journal che vanta ottime fonti presso la Bri: "Sono in corso di attenta valutazione - si legge - nuove regole per imporre alle banche di stimare in maniera più adeguata la rischiosità dei loro assets a partire dalla valutazione dei titoli di Stato in portafoglio finora ritenuti privi di rischio". All'origine della "stretta", aggiunge la fonte anonima, c'è il precedente del default greco: come si fa a considerare privo di rischio l'investimento in uno Stato che rischia il default? E che valore possono avere i ratios sul capitale delle banche se poggiano su un parametro così inaffidabile? Si potrebbe ribattere che non ha molto senso interferire con la politica di tesoreria delle banche. Un conto è l'attività di trading, soggetta alla volatilità, altro è la scelta di portare i titoli italiani o spagnoli a scadenza. In tal caso, imporre accantonamenti a fronte dei titoli di Stato vuol dire

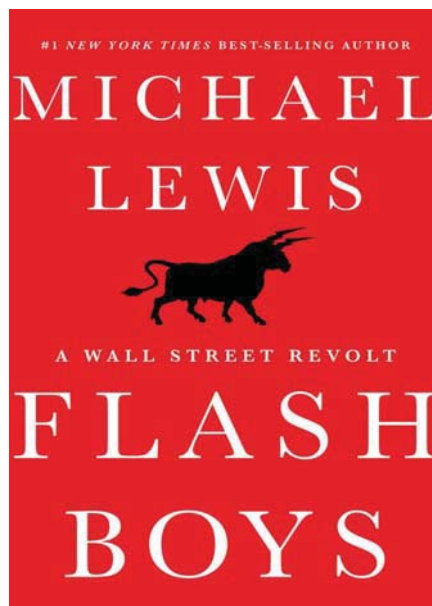
Segue a pag. 2

Gli esami non finiscono mai. Non solo per le banche



prezzare ufficialmente il rischio default, segnale inquietante sul piano politico, prima che finanziario.

Finora, almeno ufficialmente, l'ipotesi è rimasta tale. O forse no, visto che a Basilea è stato comunque deciso, nonostante le perplessità avanzate dalle banche più importanti, di avviare uno studio sugli effetti di una riforma che dovrebbe prevedere vari livelli di accantonamento. Inoltre, a favore di questa svolta si è già schierata la vice di Draghi, la tedesca Sabine Lautenschlaeger che siede in qualità di vice anche ai vertici del Comitato di supervisione sulle banche capitanato da Danielle Nouy. E non mancano già segnali più tangibili della stretta. In Belgio, il KBC gruppo, la più importante banca retail del Paese, ha già accantonato in bilancio 4,4 miliardi a fronte del portafoglio in titoli di Stato belgi, cechi, slovacchi ed ungheresi come chiesto dalla banca centrale. Lo stesso, in condizioni ben più drammatiche, ha dovuto fare Ernste Bank, l'istituto austriaco duramente colpito dalle decisioni del Parlamento di Budapest sui mutui in valuta detenuti dalle famiglie ungheresi. Si tratta della punta di un iceberg di enormi proporzioni, visto che il 6 per cento degli impieghi del sistema bancario europeo, per un totale di 1,800 miliardi di euro è investito in titoli Stato (circa un quarto presso le banche italiane). Insomma, accanto a Bundesbank e Bafin, nel fronte del rigore milita anche il Comitato di Basilea, e non solo. In queste settimane di estate piovosa si sta scaldando la battaglia anche sul fronte delle assicurazioni. Da dieci anni almeno si discute su come



dei più ricchi, ma non ha nemmeno sfiorato la radice della crisi, a suo dire frutto dell'*oversupply* dell'economia globale che può essere affrontata solo ripensando all'organizzazione del lavoro. Si parla sempre di più di flessibilità delle regole Ue, in un clima competitivo se non conflittuale tra Roma e Berlino. Affidiamo la questione a più guru dell'Europa, neutrali rispetto ai governi. L'analisi comune di **Guntram Wolff** e **André Sapir** (Brueghel Institute), **Daniel Gros** (Ceps) e di **Joshua Aizenman** è che l'Europa ha il diritto/dovere di chiedere alla Germania più investimenti in patria, dopo una lunga stagione votata solo al pareggio di bilancio. In questo modo la Germania aiuterà sé stessa, ma soprattutto l'Europa. Nel frattempo, come sottolineano le analisi dei prof. **Mario Alberto Galeotti Fiori** e **Gianni Marongiu**, l'Italia resta vittima di tante disfunzioni, tra cui l'abuso della legislazione delegata.

* * *

L'estate è la stagione giusta per riflettere sulle proprie virtù e, soprattutto sui propri difetti. L'analisi di **Roberto Zagatti**, psicologo prestato alla finanza, può valere come un primo, seppur sommario, esame di coscienza prima di un autunno che si annuncia turbolento.

aggiornare la regolamentazione prudenziale del settore nell'ambito del Solvency 2 che, come è noto, entrerà in vigore nel 2016 per la parte relativa ai requisiti patrimoniali. Le società potranno calcolare i requisiti di capitale in base a due formule: quella standard eguale per tutti, oppure in base a "modelli interni" di gestione del rischio che siano altrettanto rigorosi. Considerato che le compagnie hanno investito una parte rilevante del patrimonio in titoli di Stato, si è posta anche qui la questione della rischiosità dei bond di Stato. Finora ha prevalso, sul modello standard, la tesi del risk free per i titoli governativi. Ma (stavolta la fonte è il Financial Times) i regolatori del nord Europa stanno tornando alla carica in sede Eiopa (European Insurance and Occupational Pensions Authority) per far sì che i gruppi assicurativi, almeno nei modelli interni, possano attribuire un rischio diverso da zero a certi titoli di Stato.

* * *

Sarà, al solito, un autunno caldo. Si parte a settembre con il varo del primo degli otto Tltro annunciati a giugno dalla Bce. In parallelo, un mese dopo, la Fed chiuderà il QE 3 e prenderà il via una prudente exit strategy dopo anni di acquisti di titoli sul mercato. A novembre, infine, con l'insediamento della nuova Commissione Ue si capirà quale sia l'effettivo spazio per una politica fiscale più accomodante in Europa.

Partiamo dalla Bce. Dopo l'iniziale entusiasmo per il pacchetto di misure decise dalla Bce nella riunione del 5 giugno sono affiorate le critiche.



Sommario

Editoriale	Gli esami non finiscono mai. Non solo per le banche <i>a cura della Direzione</i>	1
Mercati finanziari	Gli HFT: ordini di Borsa ultraveloci o manipolazione del mercato? <i>di Giovanni Bottazzi e Alfonso Scarano</i>	7
Politica monetaria	Italia-Germania: idee per il cantiere Europa Un memo per i nuovi vertici di Bruxelles <i>di Andrè Sapir e Guntram B. Wolff</i> Lo sconto che l'Italia deve chiedere a Berlino <i>di Daniel Gros</i> Euro, una nuova politica o non vi resta che emigrare <i>di Joshua Aizenman</i>	11
ESG	La finanza sostenibile, un valore che l'Italia deve ancora scoprire <i>di Andrea Casadei</i>	15
	Ma gli analisti sono a caccia del valore "social responsible" <i>di Daniela Carosio</i>	19

Gli articoli, che compongono la Rivista, esprimono l'opinione degli autori e non rappresentano la posizione ufficiale dell'Associazione

Questo numero è stato chiuso in redazione il 10 luglio 2014

Editore

AIAF Associazione Italiana degli Analisti e
Consulenti Finanziari

Redazione, Pubblicità, Abbonamenti

Corso Magenta, 56, 20123 Milano

Tel. +39.02.72023500, Fax +39.02.72023652

www.aiaf.it - info@aiaf.it

Progetto grafico Armando e Maurizio Milani

Fotocomposizione

Service provider: Wellnet srl—Piazzale L. Cadorna, 13
Milano—sito internet: <http://www.aiaf.it>

Abbonamento annuale 2014 (RIVISTA AIAF on line con
i Quaderni online aperiodici, Atti dei Convegni in
formato pdf. e password per visionare anche altre
pubblicazioni on line alla tariffa annua di Euro 100,00
(esente IVA), Quaderni arretrati Euro 10,00

Reg.Trib.MI n. 76 - 20/02/2009

©Copyright 2014 AIAF Associazione Italiana degli Analisti e Consulenti Finanziari

Sommario

Politica economica	La crisi? Il QE non serve, la crisi nasce dall'eccesso di offerta di <i>Daniel Alpert</i>	23
Psicologia e business	Finanza, quando lo stress è nemico dei buoni investimenti di <i>Roberto Zagatti</i>	27
	Trading, quando conviene dar retta al cervello di "destra" di <i>Roberto Zagatti</i>	29
	La ricerca del successo può essere un cattivo consigliere di <i>Roberto Zagatti</i>	31
Diritto e fisco	L'abuso del diritto e l'uso distorto in maniera fiscale di <i>Mario Alberto Galeotti Flori</i>	33
	Quando l'uso della delega legislativa è un abuso di <i>Gianni Marangiu</i>	43

Gli articoli, che compongono la Rivista, esprimono l'opinione degli autori e non rappresentano la posizione ufficiale dell'Associazione

Questo numero è stato chiuso in redazione il 10 luglio 2014

Editore

AIAF Associazione Italiana degli Analisti e Consulenti Finanziari

Redazione, Pubblicità, Abbonamenti

Corso Magenta, 56, 20123 Milano

Tel. +39.02.72023500, Fax +39.02.72023652

www.aiaf.it - info@aiaf.it

Progetto grafico Armando e Maurizio Milani

Fotocomposizione

Service provider: Wellnet srl—Piazzale L. Cadorna, 13
Milano—sito internet: <http://www.aiaf.it>

Abbonamento annuale 2014 (RIVISTA AIAF on line con i Quaderni online aperiodici, Atti dei Convegni in formato pdf. e password per visionare anche altre pubblicazioni on line alla tariffa annua di Euro 100,00 (esente IVA), Quaderni arretrati Euro 10,00

Reg.Trib.MI n. 76 - 20/02/2009

©Copyright 2014 AIAF Associazione Italiana degli Analisti e Consulenti Finanziari



di Daniela Carosio*

Intervista a Daniela Carosio pubblicata su ETicaNews

Diffondere l'integrazione dei criteri Esg (environmental, social, governance) nell'analisi fondamentale tra gli analisti.

È l'obiettivo di Daniela Carosio, responsabile del gruppo di lavoro sull'integrazione degli indicatori Esg in AIAF nonché membro della ESG Commission dell'Effas (European Federation of Financial Analysts Societies) con la quale sta lavorando al progetto Delphi, una piattaforma che intende mettere a punto una metrica Esg condivisa a disposizione degli analisti. I risultati di quel lavoro sono stati presentati ad aprile a Londra. E si riveleranno comunque un punto di partenza importante per spingere l'analisi SRI (Socially Responsible Investing, o, come preferisce Carosio, semplicemente "responsible investments") che fa riferimento ai criteri ambientali, sociali e di governance.

Un genere di analisi che, come rivelato dal dossier Caccia allo Sri, sta prendendo piede in Europa. E sembra ferma dietro le quinte in Italia.

Il progetto Delphi pare un passaggio chiave. Di cosa si tratta?

Di un tentativo di evidenziare gli indicatori Esg veramente sostanziali per il loro impatto e tradurli in numeri. A oggi ne esistono moltissimi e sono quasi tutti di natura qualitativa. La scelta di inserirli o meno all'interno del report è quindi discrezionale e dipende dalla sensibilità del singolo analista.

Non esiste, inoltre, una metodologia uniforme e condivisa su come utilizzarli. Il nostro intento, al contrario, è di arrivare a uno standard di pochi indicatori settoriali, tutti di natura

Ma gli analisti sono a caccia del valore "social responsible"

quantitativa, da inserire in un'analisi per facilitare il lavoro degli analisti.

L'obiettivo finale è che un giorno tutte le società di analisi "sell side" siano incentivate a prendere in considerazione i fattori sociali, ambientali e di governance nel calcolo degli indicatori finanziari e nell'analisi fondamentale.

Per questo però è necessario spingere l'acceleratore sul bilancio integrato: l'analista non può certo misurare ciò che l'azienda non comunica, le due cose vanno di pari passo.

A che punto è l'Italia rispetto all'Europa su questo fronte?

Vorrei fare una premessa: l'integrazione degli indicatori Esg nell'analisi finanziaria è ancora, dappertutto, qualcosa di pionieristico. La mancanza di una metodologia condivisa fa sì che esistano pratiche ed esperienze eterogenee.

Detto questo, all'estero sono certamente più aperti nei confronti di queste tematiche. I tentativi di integrazione, diciamo, sono più numerosi.

Per una ragione molto semplice: sono i clienti finali, gli investitori istituzionali che hanno aderito ai principi per l'investimento responsabile delle Nazioni Unite o ad altri standard di investimento, a chiedere alle società di gestione e di conseguenza anche agli

analisti "sell side" di fornire loro una ricerca che tenga in considerazione gli indicatori Esg.

In Italia, in sostanza, manca il committente e per questo è importante sensibilizzare prima di tutto i clienti.

Con Aiaf avete recentemente lanciato un questionario tra gli analisti per "tastare" la loro conoscenza e il loro uso degli indicatori Esg. Ci può dare un primo commento ai risultati?

I primi risultati sono incoraggianti. La maggior parte degli analisti intervistati ritiene che gli indicatori Esg possano influenzare il valore a lungo termine e afferma di prenderli in considerazione.

Tra gli indicatori, quelli relativi alla governance e all'ambiente sono quelli maggiormente considerati, mentre quelli che riguardano il sociale e in particolare l'impatto sulle comunità locali destano meno interesse. Per quanto riguarda invece le modalità in cui tali criteri entrano nelle valutazioni, la maggior parte degli analisti ritiene che essi impattino sui costi operativi e sul fondo rischi, mentre è ancora scarsa la percezione di un effetto sui ricavi. In generale, emerge che non esiste una metodologia condivisa nell'utilizzare questi criteri, né un consenso diffuso su quali siano le variabili rilevanti da considerare. Gli analisti hanno iniziato cioè a utilizzarli, ma non c'è una vera e

NOTA

* Socio Aiaf dal 1999, Senior Partner, Sustainable Value Investors SEV Ltd. Membro ESG Commission of European Federation of Financial Analysts Societies (EFFAS).



Ma gli analisti sono a caccia del valore “social responsible”



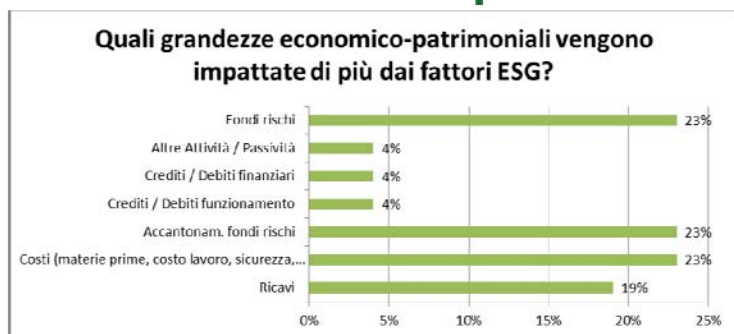
propria sistematizzazione. Manca uno standard cui vuole supplire appunto il lavoro condotto nell’ambito del progetto Delphi.

• (riproduzione riservata)

Governance e Environment più rilevanti



Costi e Acc. Fondi Rischi più che Ricavi



Analisti positivi sul Bilancio Integrato (IFR)



I fondi italiani al test della sostenibilità

	Fondi Etici/Esg compliant ¹	Da quando	Numero	Incidenza sul totale delle masse gestite	Anche retail	Performance 2013	Team Sri interno	Composizione	Come lavora	Criteri di gestione	benchmark utilizzati	Ricerche esterne	Possibile costituzione di team interno in futuro	Referente fondi etici
Ubi Banca	si	2005	1	0,13%	si	21,66%	no	-	-	-	95% Ecpj - Ethical index euro; 5% BofA Merrill Lynch euro treasury bill index	Ecpj	no	Emilio Franco
Arca	no/no	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
JpMorgan	NON PARTECIPA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Bnp Paribas	si/si	2002	nd	4% ⁴	si	si rimanda alla scheda dei 30 fondi	si, il Sustainability research team. Questo team lavora per i gestori Sri ma anche per tutti gli altri team (Responsible investment policy + proxy voting implementation)	8 analisti extra finanziari, a cui si aggiungono 60 professionisti a livello globale responsabili della gestione dei portafogli Sri	nd	Oltre all'esclusione di alcuni settori (alcohol, tobacco, pornography, weapons...), sviluppa processi di investimento basati sulle migliori pratiche Esg (Best in class) o tematiche (investimenti in realtà che portano soluzioni a temi Esg)	benchmark convenzionali	proprietary research	-	Gaëtan Obert
Amundi	NON PARTECIPA ⁵	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Banco Popolare	no/no	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pictet	no/no	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Schroders	si/si	007 (data di lancio del Global Climate Change fund (screening etico da oltre vent'anni per mandati segregati)	2+200 mandati aggregati	8% ⁶	alcuni prodotti come il Global climate change e il Global healthcare fund	Global Climate change 30,9%;	si	6 persone che lavorano a stretto contatto con gli analisti per gli investimenti e i gestori per integrare i criteri Esg nel processo di investimento nell'azionario, reddito fisso e prodotti immobiliari. Il team è costituito da un generalista che ha un ruolo di coordinamento, di due specialisti di corporate governance e tre specialisti E&S.	Lavora in differenti modalità: 1) per i mandati etici fa lo screening dell'universo globale per creare un universo investibile; 2) per il Global climate change fund ha giocato un ruolo fondamentale nello sviluppare i criteri e nel decidere i titoli che soddisfano tali criteri. I membri Esg che sedono nella commissione del Climate change hanno il voto sui titoli che possono essere inclusi nell'universo investibile; 3) a livello di integrazione Esg nel processo di investimento ha sviluppato le linee guida sui criteri Esg materiali a seconda del settore. Alla maggior parte degli analisti equity è chiesto di compilare note Esg con l'obiettivo di identificare l'impatto dall'Esg sulla valutazione dei titoli. 4) Engagement: il team Esg ha stabilito un robusto processo di engaging con i titoli in cui ha posizioni di peso e che hanno una povera performance Esg. Il team lavora a stretto contatto con i gestori e gli analisti in questo processo.	-	diverse fonti	-	Richard Stathers	

NOTE:

1- tutti i fondi gestiti dal gruppo, non solo quelli distribuiti in Italia

2- sul patrimonio totale gestito dalle società di Asset Management del gruppo Banca Fideuram

3-Etica Sgr ha fondi etici e fondi Esg compliant che si avvalgono della gestione finanziaria di Anima che si occupa della selezione dei titoli nell'ambito dell'universo investibile definito da Etica Sgr. Il primo fondo di Etica Sgr è stato lanciato nel 2003, in totale sono 4 e rappresentano il 100% delle masse in gestione. I tre fondi del sistema valori responsabili prevedono anche classi retail. Performance: Etica Azionario - Classe R, 23,64%; Etica Bilanciato - Classe R, 14,10%; Etica Obbligazionario Breve Termine - Classe R, 1,22%. Etica Sgr ha un team interno di 4 analisti. L'Area Ricerca (Team Sri) si confronta all'interno della Società tramite il Comitato Ricerca (composto dal Direttore Generale, il Team Sri e i

Responsabili delle Aree/Servizi della Sgr) e successivamente con un Comitato Etico indipendente e autonomo composto attualmente da nove membri che effettua proposte al Consiglio di Amministrazione della Sgr in merito agli universi investibili di imprese e Stati. Criteri di gestione: Esclusione, best in class sulla base di analisi ESG, norme internazionali, responsabile Finanziaria Colombo fcolombo@eticasgr.it; analisi Esg Fabio Cataldella; Marta Plevani; Michele Ripa; email ricercat@eticasgr.it

4- Il dato si riferisce alla gamma di prodotti Sri sul totale delle masse in gestione. Il gruppo precisa che la politica di investimento responsabile copre circa il 50% del totale delle masse in gestione

5- Amundi precisa di non avere fondi etici autorizzati alla distribuzione in Italia.

6- Include sia il dato sui fondi sia sui mandati segregati