Banche Assicurazioni Finanza

Italian Banking Insurance and Finance Federation

ROME INVESTMENT FORUM EMPOWERS TALENTS 2020

Banche Assicurazioni Finanza

Italian Banking Insurance and Finance Federation

TESI PREMIATE

1) PROCOPIO Davide Antonello - *L'introduzione delle Central Bank Digital Currency ed i suoi effetti sul settore bancario* 3

2) D'IMPERIO Alessia - *L'effetto del fattore ESG nella costruzione di portafoglio* 5

3) CETTA Chiara - *Le Startup e l'Ecosistema Italiano e Svedese del Sostegno all'Innovazione: il Caso "Le Village by Crédit Agricole"* 13

4) TOMBOLINI Luca - *L'impatto delle politiche monetarie espansive sul settore assicurativo* 20

5) CAMILLO Chiara - *Reverse Leveraged Buyout: letteratura e verifiche* 26

5) DE ROSA Sara - *Weather options: le opzioni esotiche al servizio del weather hedging* 31

5) DI CARLO Vincenzo - *Non-Performing Loans: Analisi empirica con riferimento a Italia e Francia* 34

5) DURASTANTE Andrea - *Relazione tra la performance sostenibile e la performance finanziaria nel settore assicurativo* 38

5) GENERALI Luca - *Interventi dell'Unione Europea a seguito della pandemia Covid-19* 42

5) TRAMONTINA Alberto - *Green Bonds e investimenti sostenibili Dall'analisi di mercato al primo green bond emesso da una compagnia assicurativa europea: il caso Generali* 45

L’introduzione delle Central Bank Digital Currency ed i suoi effetti sul settore bancario.

Abstract
Il lavoro proposto vuole investigare lo stato dell’arte del comparto bancario di diversi paesi rispetto all’introduzione delle Central Bank Digital Currency, nel più ampio contesto della digitalizzazione delle economie. In questa tesi si giunge alla conclusione che il miglior modo per far affermare le CBDC nel sistema senza causare i tipici effetti “distruttivi” di un’innovazione è quello di concepire la filiera distributiva delle monete digitali di Stato come una filiera di un servizio di pubblica utilità. A monte (fase di erogazione) c’è il presidio monopolistico dell’Autorità monetaria, mentre restano da definire le fasi successive di distribuzione delle monete fino al pubblico che come ovvio coinvolgono un’ampia platea di soggetti che possono entrare in concorrenza con il comparto dell’intermediazione bancaria sul terreno dei depositi. Dato l’interesse pubblico nella definizione di un mezzo di pagamento digitale e centralizzato, utile a implementare la sovranità monetaria e le politiche ad essa preposte, risulta indispensabile che le fasi della filiera con maggior fabbisogno di investimenti siano aperte alla concorrenza tra operatori privati che garantiscano l’efficienza necessaria al massimo sviluppo delle infrastrutture e dei servizi verso il pubblico. Per costruire la struttura teorica dell’analisi vengono messi insieme i risultati di un sondaggio, creato appositamente per la tesi e proposto alle principali associazioni bancarie, con il modello presentato da Andolfatto (2018) sull’effetto delle CBDC nel settore bancario, che richiama quelli precedenti di Monti (1972) e Klein (1971) sul governo delle banche private in regime di monopolio. Il modello affronta le dinamiche del mercato bancario considerando un ambiente in cui le generazioni di imprese ed individui sono sovrapposte - overlapping generations - e verrà modificato al fine di inserire una serie di discriminazioni utili a chiarire meglio le scelte e le dinamiche intertemporali nei rapporti tra banche, aziende e cittadini. Per quanto riguarda il sondaggio - adattato partendo dalla base di quelli pubblicati dalla Bank of International Settlement rivolti alle Banche Centrali (BIS Paper No 101 e 107) - si affrontano le principali questioni dibattute dalla teoria sulle scelte di portafoglio rispetto alle CBDC (E. Borgonovo, S. Caselli, A. Cillo e D. Masciandaro, 2018), nel tentativo di produrre dei risultati quantitativi e qualitativi utili a mettere in evidenza le principali posizioni delle banche private sul tema delle CBDC. Le Banche Private, rispetto agli users, dovranno affrontare i cambiamenti in atto come una scelta di gruppo e non individuale. Oltre alle questioni di design delle valute digitali “sovrane” e ai dilemmi di policy è necessario focalizzare l’attenzione sulla componente sostitutiva di tale moneta rispetto alle altre forme, introno al quale oggi gravitano diversi sistemi sociali. L’equilibrio del sistema si gioca in tempi sempre più stretti e dipende dagli esiti prevalenti tra le pressioni concorrenziali esterne - che mirano alla disintermediazione - e le dinamiche di concentrazione interne del comparto, funzionali a rispondere alla minaccia potenziale della digitalizzazione o coglierne le opportunità. La tesi e la ricerca sono svolte con l’obiettivo di raccogliere dati in grado di esplicitare la propensione delle Banche Private nei confronti delle CBDC e stabilire un trend di pensiero, da cui dovrebbe derivare un’architettura legale e di policy funzionale a tale sentiment, al fine di valutare e introdurre correttamente le CBDC nel sistema dei pagamenti odierno. A seconda dei risultati (banche propense, neutrali o contrarie) si andranno a determinare i futuri assetti del mercato, i livelli di concorrenza e i diversi ruoli degli attori in gioco nella filiera distributiva. Questa tesi parte con l’intento di prendere in considerazione le diverse posizioni dei soggetti istituzionali, con particolare attenzione alle banche, al fine di contribuire al processo di affermazione delle CBDC in modo “democratico”. Nel primo capitolo sono analizzati diversi aspetti generali che afferiscono al tema della moneta nella storia del pensiero economico

come la dicotomia nei sistemi monetari e dei prezzi, la non neutralità della moneta e delle politiche monetarie in relazione ai metodi con cui entra in circolazione, fino a temi più attuali come l'utilità della moneta nel sistema capitalistico e l'importanza della tangibilità del mezzo di pagamento. Il tema specifico è analizzato nel secondo capitolo, dove, oltre ad alcuni esempi reali forniti delle esperienze di Cina, Bahamas e dalle sperimentazioni di altri paesi come la Svezia, vengono prese in esame le diverse caratteristiche chiave delle monete attualmente in uso nel sistema. Per consentire un confronto pratico con la moneta entrante - la CBDC - verranno esaminate tre forme alternative di moneta in base alle proprietà di mezzo di scambio, riserva di informazioni e valore. Dunque la CBDC sarà valutata per la sua portata innovativa contro il denaro contante, la moneta bancaria e le criptovalute. Si fornirà un'analisi delle principali caratteristiche dei soggetti che andranno a comporre la filiera delle CBDC. Riguardo il sistema dei pagamenti digitali e le sue interazioni con l'attuale sistema economico sono tre i piani presi in considerazione che afferiscono le tematiche microeconomiche sulle scelte individuali di portafoglio e quelle macroeconomiche sulle scelte di policy, messe, poi, in relazione con le caratteristiche tecnologiche. Queste ultime determinano le condizioni infrastrutturali sulle quali il futuro sistema dei pagamenti digitali si baserà. Nel terzo capitolo si fornirà una spiegazione del metodo d'analisi utilizzato basandosi su un modello descrittivo delle interazioni dinamiche tra i soggetti coinvolti nel sistema dei pagamenti di un dato paese. Nel quarto verranno discusse le metodologie del sondaggio, rimanendo in attesa delle risposte, da integrare con il modello per adattarlo alla concreta condizione e visione degli intervistati.

UNIVERSITÀ DI SIENA 1240

DIPARTIMENTO DI STUDI AZIENDALI E GIURIDICI

SCUOLA DI ECONOMIA E MANAGEMENT

CORSO DI LAUREA MAGISTRALE IN ECONOMIA E GESTIONE DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI

L'effetto del fattore ESG nella costruzione di portafoglio

Relatore

Chiar.mo Prof. Claudio BOIDO

Correlatore

Chiar.mo Dott. Paolo CECCHERINI

Laureanda

Alessia D'Imperio

Matr. **088300**

Anno accademico 2019/2020

La questione ambientale ha reso indispensabile interventi di carattere globale in grado di imporre il tema della sostenibilità al centro del dibattito politico, sociale ed economico-finanziario. Questo ha comportato una profonda revisione del mondo e del modo di fare finanza andando ad alimentare un acceso dibattito tra posizioni contrastanti nella ricerca di un difficile equilibrio tra profitto e necessità di porre un freno al climate-change.

Sono tre i principali catalizzatori verso l'investimento sostenibile e responsabile.

1) Un'inevitabile risposta politica alle urgenze naturali e sociali del nostro tempo. Tra queste ne sono esempi l'Accordo di Parigi del 2015 e la determinazione dell'Unione Europea nell'applicazione del Green Deal per timonare le politiche comunitarie e nazionali al raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità. La domanda per gli investitori diventa dunque non se i governi agiranno, ma su quali settori si farà sentire maggiormente l'impatto delle politiche, rendendo fondamentale questo tipo di considerazione in un'analisi di rischio/opportunità;
2) Un cambiamento nella domanda da parte degli investitori, progressivamente più spostata verso prodotti sostenibili, sia per una maggiore presa di coscienza delle problematiche che ci circondano, sia per preparare i propri portafogli a navigare in questa rivoluzione verde. Inoltre, con riferimento agli investitori istituzionali sono sempre più numerosi quelli che, all'interno dei propri mandati, presentano vincoli di attenzione agli impatti generati dall'investimento delle risorse gestite.
3) Un riallineamento dell'offerta da parte delle maggiori case di investimento, che nella loro offerta di strumenti di gestione finanziaria sia attiva che passiva hanno integrato le variabili ambientali sociali e di governance (ESG). Un esempio è BlackRock, il più grande fondo mondiale in termini di masse gestite, che alla sua gamma di prodotti di investimento tradizionali ha associato quelli con diversi gradi di integrazione ESG.

Sotto queste prospettive è lecito chiedersi se considerazioni ESG nei processi di investimento possano condurre a benefici sul piano della performance oltre che di natura etica.

L'analisi che segue, realizzata in collaborazione con l'Ufficio Gestione Fondi Pensione di Banca Monte dei Paschi di Siena, ha l'obiettivo di comparare in termini di rischio/rendimento due tipologie di portafoglio: il primo costruito con strumenti di investimento "tradizionale" ed il secondo con strumenti che integrano strategie "ESG". Lo studio è stato sviluppato su diverse dimensioni corrispondenti ad altrettanti obiettivi di indagine:

- Confrontare un'asset allocation tradizionale rispetto ad asset allocations con diversi gradi di integrazione ESG nel medio termine (3 anni);

ASSET ALLOCATION A 3 ANNI		
Asset Class	**Sub-Asset Class**	**Peso sub-asset class all'interno dell'asset class nel suo complesso**
Azionario	All-Country	100%
Obbligazionario	Corporate	60%
	Corporate Short duration	20%
	Corporate Ultra-short duration	10%
	High Yield	10%

- Confrontare l'asset allocation attuale del Fondo Pensione MPS rispetto alle differenti versioni ESG su due orizzonti temporali:
  - Breve termine (1 anno), per derivarne considerazioni sull'effetto che il Covid-19 ha avuto nell'avvantaggiare o meno gli investimenti sostenibili;
  - Medio termine (5 anni), per valutare la consistenza dei risultati su un arco di tempo più lungo.

ASSET ALLOCATION FONDO PENSIONE MPS (1-5 ANNI)		
Asset Class	**Sub-Asset Class**	**Peso sub-asset class all'interno dell'asset class nel suo complesso**
Azionario	Mondo	50%
	Europa	50%
Obbligazionario	Corporate	60%
	Corporate Short duration	20%
	Corporate Ultra-short duration	10%
	High Yield	10%

- Analizzare le performances tradizionali vs ESG delle diverse linee di investimento del Fondo Pensione MPS.

Per costruire i portafogli da analizzare, ogni asset class è stata rappresentata da uno specifico benchmark nella versione tradizionale e nelle varianti ESG colte tramite alcuni degli indici

sostenibili appartenenti alle tre categorie proposte da MSCI (Integration, Value&Screen, Impact). Esse si differenziano per il peso e l'intensità dei vincoli ESG: man mano che questi diventano più severi migliora il profilo di sostenibilità degli emittenti ammessi alla composizione dei benchmarks.

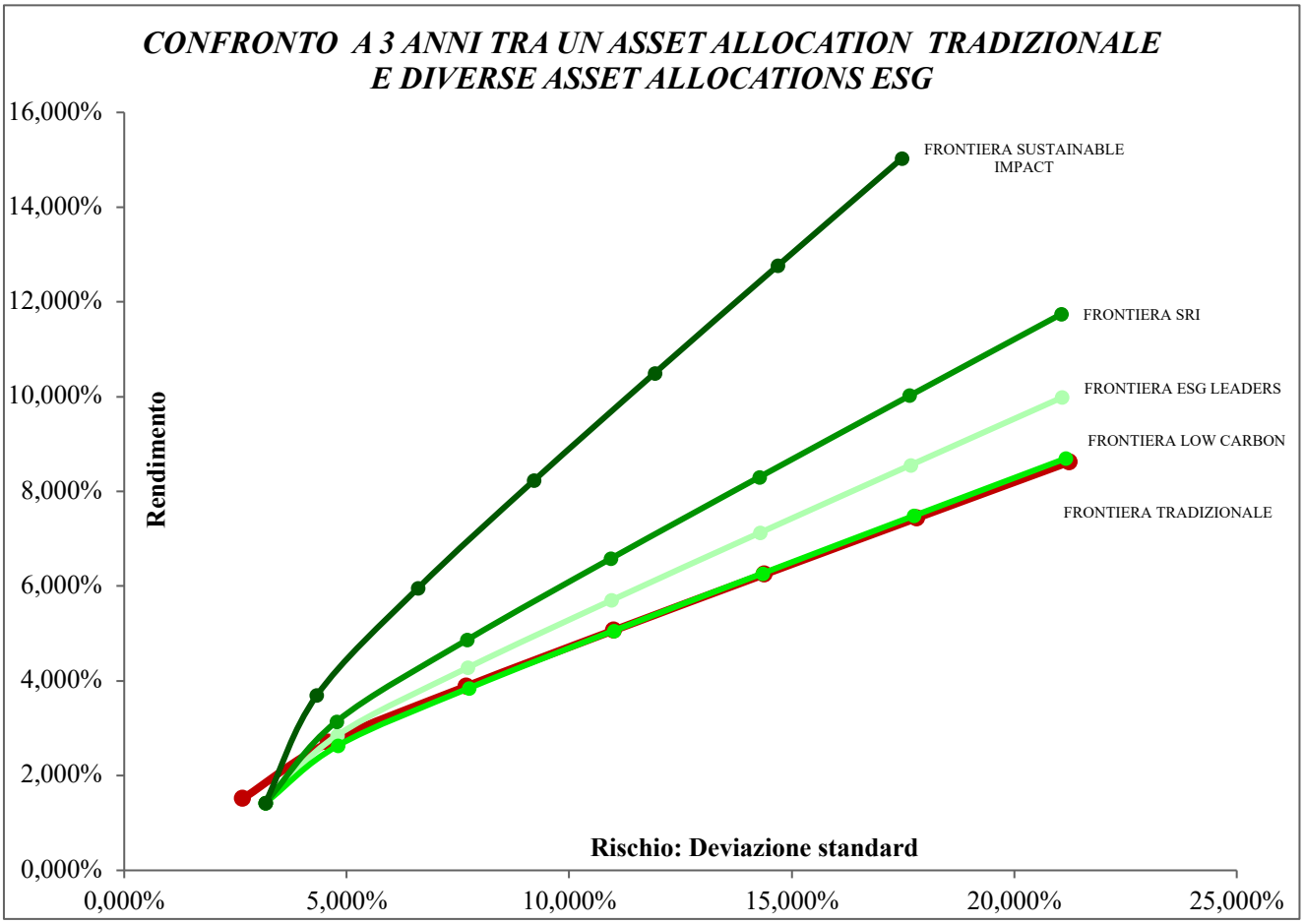
Soffermandosi sul comparto azionario, sono stati scelti i benchmarks MSCI in grado di implementare le strategie ESG Leader, Low-Carbon, SRI e Sustainable Impact[1]. Quest'ultima, essendo disponibile solo per l'asset-class "All-country" è stata analizzata esclusivamente in relazione all'asset allocation modellizzata sull'orizzonte a tre anni e non anche in quella del Fondo Pensione, che prevede come azionario globale l'indice MSCI World (modelli a 1 e 5 anni).

La parte obbligazionaria dei portafogli ESG resta invariata in tutte le analisi, dato che non sono presenti diverse gradazioni di integrazione poiché la varietà degli indici di sostenibilità nel fixed-income non è ancora stata sviluppata sul mercato come nel caso dell'azionario.

I risultati delle simulazioni sono presentati in termini di frontiere efficienti, elaborate tramite un metodo in grado di ricalcare il processo di ottimizzazione proposto da Markowitz. La loro costruzione è avvenuta attraverso lo strumento "Risolutore" di Excel che ha permesso di calcolare i pesi di ogni portafoglio minimizzando la deviazione standard per ogni rendimento obiettivo prestabilito.

[1] In odine crescente di severità dei vincoli

Analisi su Asset Allocation a 3 anni[2]:

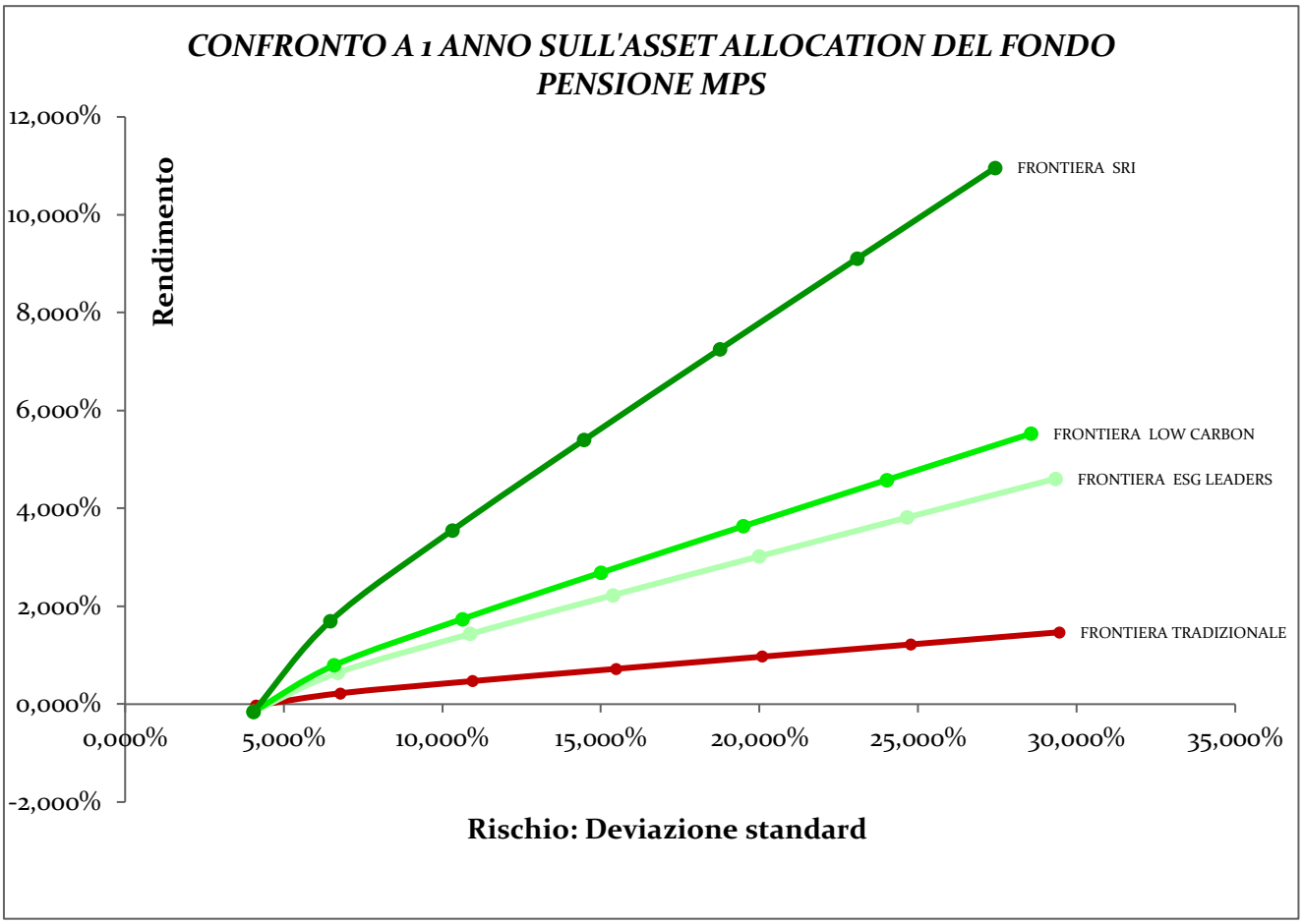


Si può notare come tutte le frontiere ESG (tranne la Low-carbon) siano al di sopra di quella tradizionale. Ciò significa che a parità di rischio presentano un maggiore rendimento. Richiamando il criterio dell'ottimizzazione di Markowitz, questo vuol dire che offrono portafogli più efficienti. Tale risultato è tanto più vero quanto più si passa a strategie che attuano vincoli ESG più stringenti L'esito migliore si ha dunque per la strategia "Sustainable Impact".

Analisi su Fondo Pensione MPS a 1 Anno:

La seconda analisi è quella relativa all'asset allocation del fondo pensione MPS con dati relativi all'orizzonte temporale 04/09/19-04/09/20.

[2] 04/09/17-04/09/20.



I risultati confermano e rafforzano quelli legati all'asset allocation del modello a 3 anni, in tal caso le frontiere ESG sono completamente al di sopra di quella tradizionale e gli esiti più apprezzabili si ottengono sulla strategia ESG più severa tra quelle considerate in questa fase (SRI).

Inoltre al fine di analizzare la performance relativa alle diverse linee offerte dal fondo (prudente, bilanciata e dinamica) che si differenziano in base ai pesi di azionario e obbligazionario ammissibili in portafoglio sono stati calcolati i risultati di rendimento/deviazione standard per ogni linea tradizionale e nelle varianti "sostenibili".

	1 ANNO	REND.	DEV.ST.	REND./DEV. ST.
Linea prudente: 10% azionario 90% obbligazionario	TRADIZIONALE	0,123%	5,386%	0,02
	ESG LEADER	0,323%	5,298%	0,06
	LOW CARBON	0,416%	5,247%	0,08
	SRI	0,958%	5,198%	0,18
Linea bilanciata: 40% azionario 60% obbligazionario	TRADIZIONALE	0,572%	12,742%	0,04
	ESG LEADER	1,751%	12,653%	0,14
	LOW CARBON	2,120%	12,359%	0,17
	SRI	4,290%	11,953%	0,36
Linea dinamica:	TRADIZIONALE	0,871%	18,234%	0,05

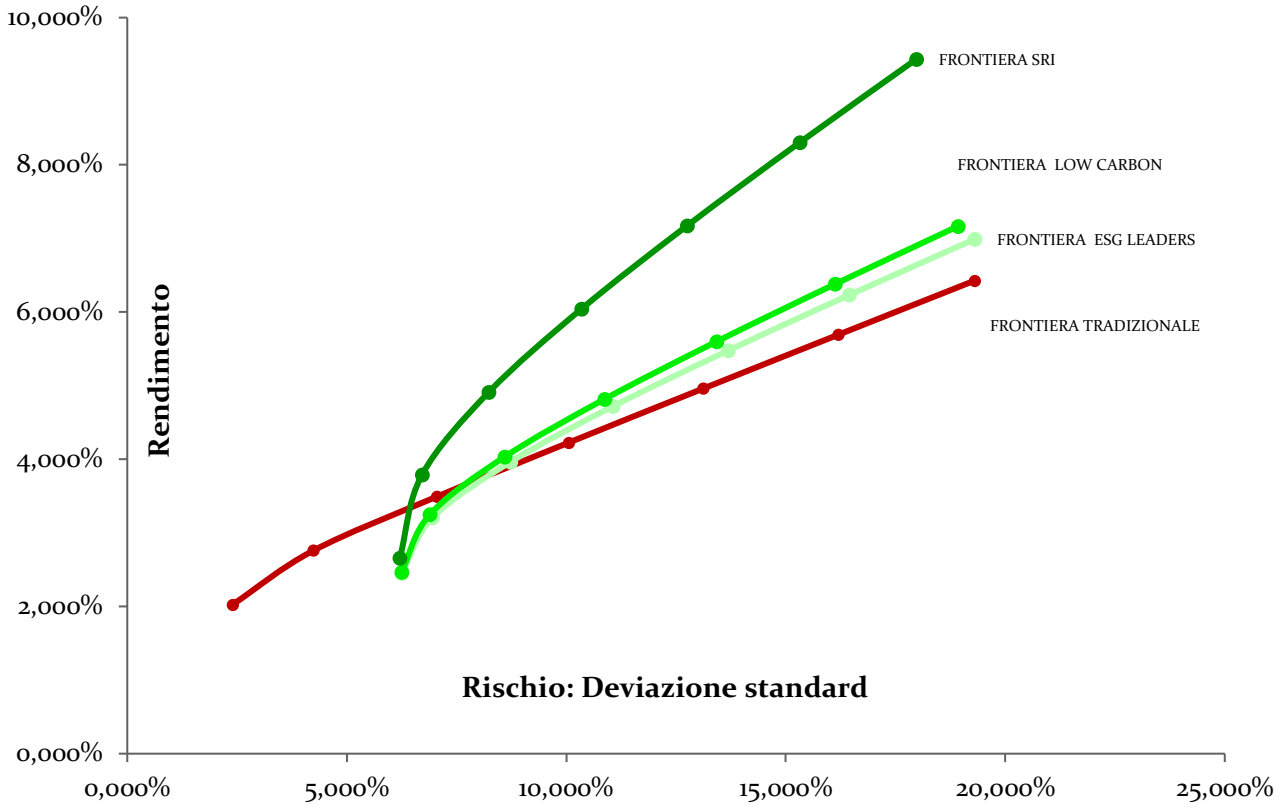
60% azionario 40% obbligazionario	ESG LEADER	2,702%	18,134%	0,15
	LOW CARBON	3,256%	17,681%	0,18
	SRI	6,512%	17,030%	0,38

Già dalla linea prudente, quella con maggiore componente di obbligazionario, si nota che le versioni ESG presentano una performance più apprezzabile. Questo è tanto più evidente quanto più si passa alle linee con maggiore componente di azionario e alle strategie con vincoli ESG più severi.

Analisi su Fondo Pensione MPS a 5 Anni:

Lo studio sull'asset allocation del Fondo è stato replicato su dati legati all'orizzonte temporale 04/09/15-04/09/20.

CONFRONTO A 5 ANNI SULL'ASSET ALLOCATION DEL FONDO PENSIONE MPS



In questa circostanza si riscontra un'anomalia che rende difficilmente confrontabile la porzione iniziale delle frontiere efficienti ossia quella costituita da portafogli totalmente o fortemente obbligazionari. Questo avviene perché nella parte più profonda delle serie storiche sugli indici fixed-income, i dati non sono disponibili su base giornaliera, ma solo mensile o trimestrale e ciò

comporta un significativo incremento della volatilità. Man mano che aumenta la componente azionaria, in cui quest'anomalia non si manifesta, le frontiere tornano ad esser confrontabili e confermano i risultati degli altri due studi.

Per quanto riguarda le linee del fondo, la prudente (al 90% obbligazionaria) risente della distorsione. Le linee bilanciata e dinamica, in cui l'azionario pesa molto, comprovano la migliore performance dei portafogli ESG soprattutto nella versione SRI.

	5 ANNI	REND.	DEV.ST.	REND./DEV. ST.
Linea prudente: 10% azionario 90% obbligazionario	TRADIZIONALE	2,464%	3,273%	0,75
	ESG LEADER	2,533%	6,265%	0,40
	LOW CARBON	2,551%	8,746%	0,29
	SRI	2,777%	6,201%	0,45
Linea bilanciata: 40% azionario 60% obbligazionario	TRADIZIONALE	3,785%	8,241%	0,46
	ESG LEADER	4,018%	8,882%	0,45
	LOW CARBON	4,089%	8,746%	0,47
	SRI	4,996%	8,377%	0,60
Linea dinamica: 60% azionario 40% obbligazionario	TRADIZIONALE	4,666%	11,886%	0,39
	ESG LEADER	5,008%	12,041%	0,42
	LOW CARBON	5,115%	11,820%	0,43
	SRI	6,475%	11,242%	0,58

Concludendo, e possibile parafrasare Larry Fink asserendo che *"Oltre al profitto, conta lo scopo. Profitti e scopo non sono affatto in contraddizione tra loro, anzi risultano indissolubilmente legati"*. Nella quasi totalità dei casi, infatti, si riscontra una migliore performance dei portafogli ESG e questo risultato si accentua all'aumentare della severità dei vincoli utilizzati da MSCI nell'ammissibilità degli emittenti tanto in termini di ESG score quanto di esclusione di settori controversi. Soffermandosi sugli studi condotti sull'asset allocation del Fondo Pensione MPS, i risultati più soddisfacenti si rilevano in assoluto nell'analisi con dati legati all'ultimo anno. È plausibile che questo sia giustificabile alla luce del fatto che la pandemia ha funto da acceleratore rispetto ad un processo già in atto di riallocazione dei capitali verso emittenti con migliore score ESG. Durante questa fase, infatti, si è verificata sia una rafforzata spinta regolamentare verso una transizione ad un'economia low-carbon, sia una dimostrazione di forte resilienza agli shock di mercato da parte degli strumenti ESG, che hanno reagito meglio rispetto ai tradizionali in particolare nel segmento equity.

CHIARA CETTA

Università di Parma – Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali

Corso di Laurea Magistrale in Finanza e Risk Management

Tesi sperimentale dal titolo: *Le Startup e l'Ecosistema Italiano e Svedese del Sostegno all'Innovazione: il Caso "Le Village by Crédit Agricole"*

Conseguimento Laurea Magistrale:
17 Luglio 2020, 110/110 e Lode

Introduzione

L'obiettivo del presente elaborato di tesi è quello di proporre una chiave di lettura completa per comprendere e approfondire l'ecosistema dell'imprenditorialità innovativa, focalizzando l'analisi sui ruoli dei diversi attori che lo abitano e sulle specificità del contesto locale ed internazionale di riferimento.

Al centro di tale ecosistema vi è la startup, una giovane realtà imprenditoriale, altamente innovativa e con un'idea dal forte potenziale di crescita.

Attorno alla startup ruotano una serie di soggetti, i quali contribuiscono, a vario titolo, a stimolare la nascita e lo sviluppo di nuove iniziative imprenditoriali e a diffondere l'innovazione. Dall'apporto di risorse finanziarie, erogate da business angels, fondi di venture capital e private equity, il supporto attivo alla fragile neoimpresa si estende verso l'offerta totalizzante di spazi di coworking, incubatori, acceleratori, meta-ecosistemi, mentori, università e aziende.

Dunque, il quesito a cui si cerca di dare una risposta strutturata nel corso dell' elaborato riguarda quanto sia rilevante l'offerta di supporto da parte di tali attori per stimolare l'imprenditorialità e in che modo essi possano concretamente dare un valore aggiunto affinché i progetti diventino soluzioni di successo.

L'articolazione dello studio non solo mette in luce l'offerta attuale di sostegno alle startup ma ha anche l'ambizione di declinarne le peculiarità in contesti territoriali differenti. Diventa rilevante, dunque, tradurre la risposta al precedente quesito in un'analisi generale dell'ecosistema innovativo europeo e in un'approfondita riflessione che parte dal panorama innovativo italiano e raggiunge la Svezia, classificata come l'ecosistema innovativo più importante d'Europa.

Articolazione in quattro capitoli

Sulla scia di tali considerazioni introduttive, per comprendere l'ampia dimensione informativa della ricerca, diventa necessario seguire un percorso che, dal generale, si articola di esempi concreti e casi di studio, per poi riallargare lo spettro di analisi secondo una logica di proiezione al futuro.

In tale direzione, il **PRIMO Capitolo** è dedicato alle startup, con l'obiettivo di tracciare un quadro generale che possa canalizzare conoscenze puntuali sull'ecosistema dell'imprenditorialità innovativa.
Si snocciolano i concetti chiave e distintivi che qualificano le startup, quali l'idea innovativa, il team, il business model e le fasi del ciclo di vita e di finanziamento.
Vengono, in seguito, introdotti i primi attori dell'ecosistema, mentori, incubatori e acceleratori, con i quali la startup interagisce per porre le prime fondamenta nell'impervio percorso di crescita imprenditoriale.
Infine, tale quadro generale si conclude con l'analisi di due tipologie di ecosistema startup europeo, l'Italia e la Svezia, mettendo in rilievo le rispettive caratteristiche, le legislazioni in merito e il percorso evolutivo che ha maturato gli elementi critici e di successo attuali. Tale confronto, neutrale e costruttivo, sarà un elemento costante lungo tutto il percorso di analisi.
Per quanto riguarda il panorama italiano, la tesi propone un'acuta riflessione degli interventi elaborati in questi ultimi anni da istituzioni e policy makers per rendere il paese un terreno più fertile per l'innovazione e superare così connaturate criticità, quali sfiducia nel cambiamento, eccessivo conservativismo, paura del fallimento e vincoli economico-sociali.
A tale approccio qualitativo segue, poi, un'analisi quantitativa che presenta i dati sull'innovazione italiana, risalenti a Gennaio 2020, e contribuisce a

mappare la presenza di startup sul territorio, i trend di crescita e i risultati economico-finanziari.
Allargando, poi, lo sguardo fuori dai confini nazionali, la Svezia, quale centro europeo d'innovazione, diventa un modello virtuoso di riferimento e tale confronto vuole essere il più neutrale possibile per dare un concreto stimolo al cambiamento e al progresso. In particolare, anche in questa sezione, si analizzano gli interventi e le strategie del Governo svedese.

Il **SECONDO Capitolo** è il fulcro centrale dell'elaborato e risponde all'esigenza di dettagliare l'analisi sull'ecosistema startup europeo indagando il ruolo fondamentale assunto dai diversi soggetti nell'offerta di supporto alla nascita e allo sviluppo dell'innovazione.
L'innovazione è il cuore pulsante dell'ecosistema imprenditoriale di un paese e l'assenza di risorse da investire rappresenta, oggi, l'ostacolo principale allo sviluppo del moderno sistema economico. Diventa, dunque, di vitale importanza alimentare la macchina del progresso, agendo sui diversi attori che contribuiscono, congiuntamente, a mantenerla in vita. Tali attori, quali spazi di coworking, incubatori, acceleratori, meta-ecosistemi, hub universitari e aziendali, sono protagonisti nel fornire risorse economiche, nel trasmettere un ricco patrimonio di conoscenze e competenze e nel rendere possibile una democratizzazione di risorse e opportunità, affinché le startup possano crescere e sperimentare.
Per un maggior valore empirico alla modellizzazione, vengono presentati esempi di studio di eccellenze italiane ed estere, tra cui *Impact Hub*, *Spaces*, *Talent Garden*, *Y Combinator*, *H-Farm*, *Cariplo Factory*, *Sting* e *PoliHub*.
In seguito, per dettagliare l'analisi condotta, viene presentato un peculiare modello di acceleratore, *Le Village by Crédit Agricole*, con lo scopo di accompagnare per mano il lettore in un entusiasmante e coinvolgente percorso, frutto di mesi di studio e collaborazione diretta tra la sottoscritta e il team

italiano del *Village*, verso l'inaugurazione di un nuovo hub nella città di Parma.

Nel **TERZO Capitolo**, tale analisi centrale sull'importanza dell'offerta di supporto, erogata dagli attori dell'ecosistema dell'innovazione, viene maggiormente approfondita attraverso un contributo originale, consistente in due interviste, integralmente riportate nel testo dell'elaborato, effettuate dalla sottoscritta agli esponenti delle realtà svedesi coinvolte.
La Svezia è, ancora una volta, protagonista dell'analisi, in quanto le due realtà intervistate, *KTH Innovation* quale hub universitario e *Things* quale spazio di coworking, contribuiscono in via sperimentale a connotare un panorama profittevole e ricco di stimoli, un sistema collaborativo che attraversa trasversalmente l'innovazione nelle sue molteplici accezioni.
La pubblicazione di tali interviste, costituite da 26 domande e risposte, ha la potente ambizione di costituire un vero punto d'incontro tra realtà lontane, spesso poco conosciute ma unite in un unico obiettivo di crescita imprenditoriale.

Infine, il **QUARTO Capitolo** amplia nuovamente il punto di osservazione sull'ecosistema dell'imprenditorialità innovativa, questa volta alla luce dell'attuale crisi da emergenza Coronavirus, la quale ha esasperato criticità e vulnerabilità di paesi, come l'Italia, totalmente impreparati ad affrontare nuovi paradigmi e nuove problematiche.
Primariamente, il lettore è coinvolto in un'analisi esaustiva a livello europeo dei dati economico-sociali relativi al primo semestre 2020, per poi proseguire in una trattazione peculiare dell'attuale panorama svedese e italiano dell'imprenditorialità innovativa alla luce della crisi.
Analizzato l'impatto disastroso sulle giovani startup innovative italiane e il conseguente rallentamento dell'investimento in innovazione, si riconosce come

i policy makers assumano un ruolo importante nel mettere in campo misure efficaci atte a non pregiudicare il patrimonio culturale e innovativo, pazientemente costruito negli anni. Di conseguenza, si conduce una pungente riflessione sui provvedimenti a favore delle imprese varati dal Governo Italiano, come il Decreto Cura Italia, il Decreto Liquidità e il Decreto Rilancio. Si evince come il concreto aiuto del Governo fonda la propria ratio su due pilastri fondamentali: la **rivoluzione digitale** e **l'innovazione**, entrambe alimentate dalle startup, attori principali nell'affrontare l'emergenza e nel programmare l'operatività futura. In tale situazione di crisi, infatti, entrano in gioco le giovani realtà innovative, digitali e flessibili, idonee ad essere gli interlocutori privilegiati per riallineare l'economia attuale su un cammino più sostenibile e innovativo che permetta al paese di risollevarsi e crescere.

Tali realtà hanno dimostrato, malgrado le fragilità e le difficoltà, di mettersi in gioco con coraggio, di essere pronte a riposizionare il proprio business per contribuire con solidarietà e rapidità alla lotta comune attraverso soluzioni innovative per i nuovi bisogni. Ed esse, in questo arduo compito, non sono lasciate da sole poiché il ruolo fondamentale assunto dai modelli di supporto alla startup, presentato nel secondo capitolo, diventa ancora più importante per canalizzare strategie vincenti in una realtà ancora più precaria.

A tal proposito, le misure di sostegno attualmente in vigore sono solo un primo piccolo passo in un lungo e tortuoso percorso di cambiamento verso l'innovazione e da sole non sono sufficienti.

Per questo motivo, la seconda parte del capitolo analizza in via sperimentale una serie di raccomandazioni e strategie idonee a preservare il tessuto italiano dell'innovazione e adeguare il ruolo dei modelli di supporto alla startup ai nuovi paradigmi in vigore. Tali attori, infatti, devono saper rimodulare il concetto di spazio fisico e rafforzare un'infrastruttura digitale di supporto che offra servizi aggiuntivi "real-time" e "webinar" di formazione. È necessario,

inoltre, che essi riformulino una concreta attività di sostegno consolidata sul risk management e su una pianificazione operativa maggiormente sostenibile. La validità di tali strategie è stata ampiamente dimostrata dal presente elaborato, tuttavia, successivi studi saranno fondamentali per mappare il percorso di rinnovamento intrapreso verso un efficiente ecosistema innovativo italiano e, dunque, trarre insegnamenti di valore per future dinamiche critiche, con l'ambizione, unita a pragmatismo e idealismo, di permettere alle giovani generazioni di avere rinnovata fiducia in un futuro di opportunità.

L'IMPATTO DELLE POLITICHE MONETARIE ESPANSIVE SUL SETTORE ASSICURATIVO

I tassi di interesse costituiscono un fattore fondamentale dell'economia del passato, odierna e del futuro: essi sono da sempre oggetto di dibattito, poiché attorno a loro si basano innumerevoli operazioni di mercato e non solo.

Nell'elaborato si pone l'attenzione sulla rilevanza e sul ruolo che essi ricoprono nel mondo assicurativo: vengono infatti descritte e analizzate le condizioni che hanno portato alla recente e devastante crisi finanziaria e globale del 2008.

Una crisi, più in generale, viene spesso causata da eccessi monetari che portano inizialmente ad un boom e successivamente ad una fase di recessione economica.

Nello specifico, il focus di questo studio è indirizzato verso il mondo assicurativo: le politiche monetarie espansive portano inevitabilmente ad una riduzione della remunerazione di attività finanziarie non rischiose, le quali costituiscono una grande risorsa di investimento delle compagnie assicurative. Queste ultime si sono infatti ritrovate ad accettare livelli di redditività estremamente bassi, compromettendo così il proprio business.

Interessante è stato vedere come il problema dei bassi tassi di interesse protratti ponga grandi sfide a tali imprese europee e/o non – in particolare per quelle operanti nel settore vita – e quali siano le possibili soluzioni per affrontarlo da parte dei soggetti coinvolti.

Sulla base di recenti contributi della letteratura economica riguardanti l'impatto che ha tale contesto finanziario su alcune variabili dipendenti e finanziarie di un'impresa assicurativa, come l'indice di solvibilità, le voci di bilancio, l'asset allocation, la performance di azienda e, non per ultimo di importanza, lo stock price, si è ritenuto importante porre particolare attenzione proprio sulla variazione del prezzo delle azioni.

L'analisi empirica è stata condotta attraverso un *event study* – ovvero una tecnica di analisi spesso utilizzata negli studi empirici del ramo finanziario – riguardante l'impatto delle politiche monetarie di tipo convenzionale e non convenzionale sul settore assicurativo europeo, evidenziando le differenti reazioni a seconda del ramo di attività d'impresa, del tipo di annuncio e della fase storica di appartenenza.

Grazie all'event study è stato possibile ricavare, per ogni finestra temporale e impresa assicurativa presa in esame, il cosiddetto *rendimento anomalo cumulato* (*CAR*), uguale alla somma dei ritorni anomali (*AR, Abnormal Returns*) presenti nell'*event window* scelto; questi ultimi sono calcolati tramite la differenza tra il rendimento effettivo del titolo e quello teorico ricavabile dal market model.

In particolare, il campione oggetto di esame è costituito da 35 imprese assicurative appartenenti all'indice EUROSTOXX 600 (2019): questo è un indice azionario composto dalle principali capitalizzazioni di mercato europee, progettato da STOXX Limited; possiede 600 componenti, tra cui grandi aziende di 17 differenti paesi europei, che coprono circa il 90% della capitalizzazione del mercato azionario europeo.

Nello studio di evento si è preso in considerazione un arco temporale che parte dal 13/12/2005 e termina il 31/12/2019. La data di inizio corrisponde a 365 giorni antecedenti al primo annuncio di politica monetaria preso in esame e risalente, perciò, al 13/12/2006; sono stati quindi analizzati i prezzi azionari giornalieri delle 35 imprese assicurative europee (ottenuti tramite *Datastream*) per circa 14 anni con l'obiettivo di verificare la sensibilità dello stock price agli interventi convenzionali e/o non.

L'impatto che ci si aspetta dagli interventi di politica monetaria influenza sostanzialmente 3 macroaree:

- Il canale della *valutazione azionaria* (attesa di effetto positivo): si tratta in questo caso del puro concetto di discounting cash flow. Il titolo della compagnia assicurativa, come tutti gli altri, viene valutato attraverso i flussi di cassa futuri scontati; se il tasso di attualizzazione diminuisce, il valore dell'impresa aumenta e viceversa.
- Il canale dello *sviluppo dell'economia* (attesa di effetto positivo): successivamente ad un abbassamento dei tassi di interesse in qualche modo vi è un "effetto recupero" dell'economia. Tale slancio non dovrebbe fare altro che favorire anche il settore assicurativo, soprattutto le imprese operanti nel ramo danni, in seguito – eventualmente – a nuovi acquisti da parte dei consumatori (automobili ad esempio).
- Il canale della *redditività* (attesa di effetto negativo): un'impresa assicurativa che deve investire in titoli non rischiosi che rendono poco, in seguito ad una riduzione dei tassi di interesse, tende ad andare in difficoltà. Questo avviene soprattutto quando l'assicuratore garantisce dei tassi minimi e perciò si presuppone che coloro che operano nel settore vita ne risentano in maggior misura: questi assicuratori vedono nell'attuale ambiente a basso tasso di interesse il rischio e l'avversario più rilevante.

È pronosticabile, infine, che gli interventi convenzionali (pura riduzione dei tassi) – fatti quasi sempre in corrispondenza di periodi di non estrema emergenza – abbiano più effetti negativi rispetto ad annunci non convenzionali; questi ultimi, infatti, vengono solitamente effettuati in momenti in cui è indispensabile risollevare l'economia.

Per cui, nel percorso affrontato è stato possibile osservare la relazione causa-effetto fra annunci di politica monetaria di tipo espansivo – attuati per aumentare l'offerta di moneta, gli investimenti e la produzione dei beni – e variabili economiche degli assicuratori.

I bassi tassi di interesse sono diventati una minaccia significativa per la stabilità del settore assicurativo sulla vita, in particolare nei paesi in cui i prodotti con rendimenti garantiti relativamente elevati venduti in passato rappresentano ancora una quota rilevante del portafoglio complessivo; questa tendenza al ribasso dei tassi ha portato ad una riduzione del collegamento tra il lato attivo e il lato passivo degli assicuratori vita, ad una maggiore assunzione di rischi nella ricerca di rendimenti più elevati (data la diminuzione del rendimento atteso del portafoglio detenuto dall'assicuratore) e ad un effetto negativo sui corsi azionari.

Dallo studio condotto è stato possibile osservare come le imprese maggiormente coinvolte da un intervento di tipo convenzionale (riferito quindi ad un puro abbassamento dei tassi di interesse) sono, come ampiamente pronosticabile, quelle che operano esclusivamente – o che comunque presentano una raccolta premi maggiore – nel settore vita.

I risultati della ricerca condotta indicano, rispettivamente per le compagnie life rispetto a quelle non life, una media dei CAR che assume valori negativi decisamente più alti con la presenza di maggiori valori significativi (evidenziati da un basso P-value): questo significa che, nelle prime, prevale un effetto negativo sui corsi azionari.

E' possibile affermare quindi che i potenziali impatti negativi della riduzione dei tassi di interesse sulle obbligazioni a lungo termine che caratterizzano il business vita superano i benefici a breve termine derivanti dalla valutazione *market to market* delle attività.

Al contrario, le compagnie che invece operano – o che comunque presentano una maggiore raccolta premi – nel settore danni subiscono un impatto sui corsi azionari molto più modesto, questo a dimostrazione del fatto che tali assicuratori non hanno a che fare con la tipologia di

contratti in cui si promette un tasso d'interesse minimo al cliente e dove, quindi, l'investimento in titoli di Stato è estremamente importante.

Inoltre, più in generale si è arrivati alla conclusione che di fronte ad annunci di tipo non convenzionale (alcuni esempi sono le immissioni di liquidità ed il QE) – a differenza di quelli di tipo convenzionale – il prezzo azionario delle imprese di assicurazione non sembra risentirne particolarmente; sicuramente, in questi casi, prevale l'effetto recupero dell'economia.

I risultati dell'event study in occasione di annunci di tipo non convenzionale hanno infatti evidenziato la presenza di pochi valori significativi a cui, per altro, non corrispondono valori CAR negativi. Il contrario, invece, succede in caso di annunci di tipo convenzionale, il che va a confermare quanto detto prima: la riduzione dei tassi di interesse è nettamente più incisiva rispetto ad interventi di tipo non convenzionali.

L'event study elaborato considera anche i risultati relativi a tre periodi risalenti, ovviamente, al periodo della crisi: il *Subprime crisis period* (Agosto 2006), il *Global crisis period* (Settembre 2008) e il *Sovereign crisis period* (Ottobre 2009). Emerge che l'impatto degli annunci di politica monetaria, sia di tipo convenzionale che non, è sicuramente più grande nel terzo ed ultimo periodo storico considerato.

Particolarmente interessante è stato osservare in che modo cambino i risultati una volta introdotto l'aggiustamento che tiene conto di possibili correlazioni trasversali tra ritorni anomali: sebbene la significatività dei risultati si abbassi notevolmente, gli esiti non variano.

In ogni caso, va comunque detto che l'event study condotto potrebbe presentare dei limiti espressi dal numero del campione preso in esame (35 imprese assicurative europee che costituiscono l'indice EUROSTOXX 600) e dal fatto che viene esercitata un'analisi di solo

primo livello, senza quindi l'attuazione di un'eventuale regressione che servirebbe ad individuare le variabili a livello d'impresa che determinano la reazione.

Tesi in

Finanza Internazionale e Creazione di Valore

"Reverse Leveraged Buyout: letteratura e verifiche"

Il *Reverse Leveraged Buyout* rappresenta una tecnica di finanziamento utilizzata da investitori, generalmente compagnie di *Private Equity,* per acquisire società quotate in borsa. L'acquisizione si svolge solitamente attraverso la costituzione di una società veicolo la cui struttura è composta in minima parte da *equity* conferito dagli investitori e per la maggior parte da indebitamento; tale debito va a ricadere sulla società *target* che dovrà effettuarne il rimborso con i *cash flows* prodotti.

La società *target,* dopo essere stata acquisita, effettua il *delisting* e inizia un periodo privato lontano dai mercati di borsa; durante tale periodo gli investitori effettuano una serie di ristrutturazioni aziendali tali da aumentare il valore delle società stesse per poi a realizzare una strategia di *exit* che nel RLBO si configura in una seconda quotazione della *target* in borsa.

L'operazione descritta ha il vantaggio di ridurre i costi di agenzia eliminando il problema dei *free cash flows*, può permettere alle società di uscire da uno stato di sottovalutazione di cui soffrono, di generare benefici fiscali (a seconda del paese di riferimento), di generare ricchezza per gli azionisti anche grazie agli alti premi pagati dagli investitori per l'acquisizione.

I rischi connessi riguardano invece il *business risk*, cioè il rischio di incapacità della società *target* di rimborsare l'indebitamento con i *cash flows* generati, portando nei casi estremi al fallimento societario, nonché l'*interest rate risk* relativo all'indebitamento assunto a tasso variabile.

Descritto il quadro generale in materia, l'elaborato di tesi si pone l'obiettivo di studiare dei casi concreti di *Reverse Leveraged Buyout* per comprendere gli effetti sulle aziende che ne fanno ricorso.

L'analisi empirica è stata svolta su un campione di 6 società che hanno effettuato il *Reverse Leveraged Buyout* nell'arco temporale che va dal 2006 al 2017: *Hilton Hotel, Dell, Heinz, Hospital Corporation of America Healthcare (HCA), Kinder Morgan* e Pirelli.

Il premio pagato per acquisire tali società è stato in media il 26,7% del prezzo delle azioni prima dell'offerta.

Per *Hilton, Heinz, HCA* e *Kinder Morgan* la scelta di effettuare l'operazione è stata motivata dalla volontà di scalare il mercato e di imporsi come leader del proprio settore in seguito al ritorno sui mercati di borsa, mentre *Dell* e Pirelli soffrivano di sottovalutazione sul mercato e quindi hanno deciso di operare con tale strategia per la loro crescita aziendale.

Le imprese del campione sono, ad eccezione di Pirelli, tutte americane: ciò deriva della minore diffusione della pratica in Europa per via di una struttura di *ownership* più concentrata che limita l'apertura ad investitori esterni e quindi ad operazioni di finanza straordinaria come il *RLBO*.

La metodologia utilizzata per perseguire l'obiettivo dell'analisi si compone di una prima parte statistica, basata sul calcolo dei rendimenti medi annui delle società nonché dei rendimenti anormali delle stesse sia durante l'anno dell'acquisizione che durante l'anno della *Second Initial Public Offering*, in modo da individuare la reazione del mercato agli eventi.

Sono stati presi come *benchmark* di riferimento intervalli di differente ampiezza, in particolare di 51, 41, 31, 21 e 11 giorni, rispettivamente 5, 4, 3, 2 e 1 settimane di borsa aperta precedenti e successive la data dell'annuncio dell'evento *RLBO* sul mercato.

Per ricavare l'*Abnormal Return* è stato utilizzato il *Constant Mean Return Method* su *Excel*; i dati raccolti sono stati poi sottoposti a test di significatività statistica su *SPSS* attraverso il t test a campioni accoppiati tra le medie dei rendimenti normali e quelli anormali, sia per l'anno dell'acquisizione che per l'anno della *SIPO*, utilizzando un intervallo di confidenza del 95%.

La seconda parte della metodologia consiste invece nell'utilizzo del metodo dei comparabili per confrontare le performance delle società del campione con performance di società comparabili. Ogni società è stata comparata ad altre 3 dello stesso settore di riferimento

guardando ad un orizzonte temporale di lungo periodo, in media dopo 8 anni dall'inizio del RLBO, prendendo quindi come riferimento l'anno 2019.

Partendo dai rendimenti medi annui, si possono individuare società che hanno generato un aumento dei rendimenti nel lungo termine e società che hanno generato una riduzione: nel primo gruppo si posizionano *Hilton, HCA* e *Kinder Morgan,* le quali registrano un aumento medio del 714,78% dei rendimenti medi annui in un arco temporale medio di 12,5 anni. Nel secondo gruppo si trovano invece *Dell, Heinz* e Pirelli, le quali soffrono di una riduzione media dei rendimenti del 343,48% in un arco temporale medio di 5 anni.

Le società che hanno detenuto un periodo privato più breve risultano quindi soffrire relativamente alla crescita dei rendimenti azionari rispetto alle società che hanno sostenuto un periodo privato più lungo. Nel secondo gruppo di analisi compaiono infatti *Dell* e Pirelli le quali sono classificate in base alla teoria come delle *quick flips*, cioè delle società che hanno mantenuto un periodo privato troppo breve, di soli 2 anni, insufficiente per generare nel lungo termine degli effetti positivi in termini di creazione di ricchezza (*Cao* e *Lerner*, 2008).

Non tutte le società hanno quindi registrato rendimenti medi annui in aumento nel 2019: uno dei rischi emersi nello studio è sicuramente il pericolo di non riuscire a sostenere una crescita costante nel medio – lungo termine dopo l'operazione a causa di fattori quali una durata insufficiente del periodo privato, il livello di leva finanziaria molto elevato o i tagli di costi del personale troppo netti i quali, come è successo nel caso *Heinz*, piuttosto che creare valore lo distruggono nel tempo.

Rispetto alla presenza di rendimenti anormali, 5 società analizzate su 6 hanno registrato degli *abnormal returns* positivi nell'anno dell'acquisizione; l'unica società da escludere dal campione è *Hilton* la quale ha registrato dei dati significativi solo su 2 t test su 5. Tale risultato conferma la creazione di valore del *RLBO* sotto forma di rendimenti anormali significativi e si pone in linea con altri risultati teorici in materia, come ad esempio quelli di *Mian* e *Rosenfeld* (1993).

Un risultato altrettanto positivo si registra anche negli anni delle *SIPO,* durante i quali 4 società su 6 hanno registrato rendimenti anormali sistematici; in questo caso le società da escludere sono *Hilton* e Pirelli.

In definitiva questo aspetto può sicuramente essere considerato uno degli effetti positivi del *RLBO* e lega l'evento ad una reazione positiva del mercato.

Rispetto all'indebitamento assunto dalle società, caratteristica preponderante del *RLBO*, il debito risulta in aumento per quasi tutte le società al momento del ritorno delle stesse sul mercato. L'unica eccezione a riguardo è *Heinz* che passa da 14,61 miliardi di dollari del 2013 a 25,15 nel 2015.

Nel 2019, tuttavia, solo per 2 società su 6 il livello di debito è in diminuzione: le società *RLBO* tendono quindi a ricorrere ad un forte utilizzo del debito anche dopo il termine dell'operazione di finanza straordinaria.

In tutti i casi studiati, nel 2019 l'*EBITDA* risulta in aumento e lo stesso accade per l'*enterprise value* per 5 società su 6: il *RLBO* ha prodotto valore che è stato catturato sotto forma di aumento di ricavi e valutazione aziendale.

Rispetto all' *EV / EBITDA*, per 5 casi su 6 il valore risulta in diminuzione rispetto all'anno della quotazione, ma non inferiore rispetto al valore registrato dagli altri *competitors.* Da questo punto di vista il *RLBO* ha migliorato quindi la situazione aziendale in termini relativi ma non assoluti.

Il *P / E* assume valori nella media rispetto alle altre imprese non *RLBO,* quindi il *LBO* non ha impattato in maniera significativa su tale aspetto di quotazione, così come accade per l'*EPS*: tali indicatori non sono quindi influenzati dal rischio che potrebbe essere percepito a causa del forte indebitamento delle società *RLBO.*

Per quanto concerne l'equilibrio economico, il *ROE* registra in media valori contenuti e, nei casi *Hilton* e *HCA,* estremamente negativi. L'eccezione è *Dell* la quale registra valori ampiamente positivi rispetto ad altri attori del settore. Per 4 società analizzate su 6, il *ROI* assume nel 2019 valori inferiori rispetto alla media del settore e lo stesso risultato si manifesta per il *ROA*. I risultati raccolti non sembrano quindi relazionare il *RLBO* a buone *performance* reddituali.

Infine, dal punto di vista della liquidità, le società non registrano livelli di *quick ratio* molto elevati, sia in termini assoluti che rispetto alle imprese comparabili; il livello di liquidità medio delle società si aggira intorno ad un valore di 0,76, risultato considerato in ogni caso

sufficiente dalla pratica operativa per fronteggiare gli impegni finanziari a breve (Metallo, 2013).

In definitiva, le società *RLBO* registrano aumenti di *EBITDA* ed *enterprise value* nel medio – lungo termine; gli effetti netti su *EV / EBITDA*, *P / E, EPS* e *quick ratio* sono per lo più neutrali in quando le società si posizionano nella media dei settori, mentre gli indici reddituali delle società *RLBO* registrano in media valori inferiori agli standard di settore, pertanto sotto quest'ultimo punto di vista non si può relazionare l'operazione con la creazione di valore.

Sintesi della Tesi di Laurea Magistrale in "Pricing degli strumenti e dei servizi finanziari" dal titolo:

Weather options: le opzioni esotiche al servizio del *weather hedging*

L'incipit dell'elaborato si incardina su una minuziosa disamina delle caratteristiche del derivato finanziario noto come "opzioni": in particolare, l'intento è quello di richiamare al lettore gli elementi base per comprendere la differenza tra le opzioni standard e quelle di seconda generazione. Infatti, viene in primis effettuata un'analisi circa il diritto che le opzioni *plain vanilla* offrono al sottoscrittore (*call* e *put*), la scadenza e l'esercizio (europee e americane), la dimensione, il valore (intrinseco e temporale), i flussi di cassa che producono (*AtM, ItM, OtM*) e la novità rappresentata dal premio (che le accomuna al concetto di "assicurazione").

In genere, la scelta di investire in uno strumento finanziario derivato è il risultato, fin dagli albori di questo mercato, della volontà di ridurre la propria esposizione circa un determinato rischio. In particolare, i derivati OTC tendono ad avere caratteristiche molto soggettive, in quanto definite arbitrariamente dalle controparti, oggi nei limiti del Regolamento EMIR REFIT.

Ragion per cui, man mano che è aumentata l'educazione finanziaria, gli operatori hanno stipulato negli anni accordi contrattuali per tutelarsi da rischi sempre più specifici: ad ogni peculiare esigenza di copertura quasi sempre è stato corrisposto, nel rispetto delle norme vigenti, un preciso contratto derivato tra le parti. Si pensi, ad esempio, ai rischi ESG, a cui le nuove generazioni sono sempre più interessate: le tematiche ambientali, sociali e di *governance* sono ormai nel mirino di diverse imprese ed istituzioni finanziarie, le quali stanno riscontrando danni economici e reputazionali proprio legati a questi aspetti.

Da questo punto di vista, le opzioni esotiche sono l'emblema dello strumento derivato nato per coprire, con maggiore flessibilità, nuove tipologie di "evento di rischio".

Esse, infatti, divergono da quelle *plain vanilla* perché spesso scritte su altre opzioni o dotate di un algoritmo di *payoff* più complesso e dipendente da molte variabili. Il notevole ricorso alle opzioni esotiche può essere giustificato da:

- grande flessibilità per la copertura di specifiche posizioni e profili di *payoff*, dal punto di vista della domanda;
- riduzione dei costi di copertura;
- importanti opportunità di *yield enhancement*;
- maggiore competizione tra gli intermediari in termini di continue proposte di prodotti innovativi.

Il valore delle opzioni, che viene misurato in un ambiene *risk neutral*, è influenzato da una serie di fattori, quali il prezzo dell'*underlying*, la volatilità dello stesso, il tasso di interesse *risk free*, la *maturity*, il prezzo di esercizio, i dividendi ed altri flussi finanziari: questi elementi vengono analiticamente osservati per comprendere il comportamento delle opzioni *call* e *put*, europee e americane, al variare degli stessi.

Tali opzioni vengono valutate mediante due noti approcci: il modello *Black-Scholes-Merton* e il metodo Monte Carlo. Anch'essi vengono ampiamente delineati mediante lo sviluppo delle rispettive formule matematiche e, in particolare, partendo da BSM vengono effettuate altresì considerazioni sulle lettere greche. Queste ultime sono indicatori di *sensitivity* del valore delle opzioni rispetto a prezzo del sottostante, volatilità, tempo a scadenza e tasso di interesse *risk free* e sono necessarie per soddisfare l'obbligo di accantonamento del capitale per la copertura di perdite inattese.

Ciò che, però, conta maggiormente in questa fase è la messa in evidenza delle modifiche da considerare, qualora si applicassero tali modelli alle opzioni esotiche e, in particolare, a *Weather* e *Agricultural Derivatives*. Ad esempio, non sussistono più: l'ambiente neutrale al rischio, la distribuzione normale, la natura finanziaria del sottostante (indici di temperatura, precipitazioni, vento etc.), la traiettoria continua del prezzo del sottostante (ragion per cui, servono processi stocastici a *jump diffusion*), il *delta hedging* assumendo posizioni sul sottostante, la completezza e la liquidità dei mercati (carenza di dati) e l'orizzonte temporale

(sempre stagionale o mensile). In più, assumono rilevanza gli effetti degli eventi meteorologici sulle scorte (*inventories*) e sui costi di magazzino (*storage*) e ciò influenza i prezzi delle merci e la loro volatilità nonché il *convenience yield*.

Successivamente, viene eseguita un'attenta disamina del rischio climatico: partendo dalla definizione, si delineano le variabili, gli *event risk* di riferimento e gli effetti che affliggono già da troppi anni la natura (flora e fauna) e la sfera umana del mondo. Sviscerando in seguito la storia e l'evoluzione del mercato dei *weather derivatives*, si cerca di estrapolarne i criteri per la scelta dei dati, ossia le fonti adottate e gli *holding period* di riferimento.
A questo punto, il focus si incentra sulle *weather options*, delle quali si definiscono tutti gli elementi contrattuali: in particolare, prezzo del sottostante e prezzo di esercizio sono espressi in gradi (Celsius o Fahrenheit) e la loro differenza viene moltiplicata per il *tick*, nuovo elemento nonché pagamento previsto per ogni *degree-day* all'interno delle *temperature options*.
Infine, sebbene la loro valutazione non possa seguire dei modelli standard e noti a priori, il *pricing* delle opzioni succitate viene eseguito in svariati modi: può essere di supporto il procedimento della *Burn Analysis*, basato sui dati storici, oppure si può scendere più nel dettaglio ed utilizzare l'*Index* o il *Daily Modelling*, che invece prevedono un più complesso calcolo stocastico del prezzo delle *weather options*.

Non-Performing Loans: Analisi empirica con riferimento a Italia e Francia

Tesi di Laurea Magistrale di Vincenzo Di Carlo

SINTESI

La tematica dei *Non-Perfoming Loans* è divenuta, nell'ultimo ventennio, protagonista indiscussa in materia bancaria per via del forte condizionamento di scenari congiunturali. Modelli di business, regole gestionali e assetti normativi sono profondamente cambiati per controllare, monitorare e cercare di prevenire questo fenomeno. La tesi, dunque, si propone d'indagare i crediti deteriorati prestando attenzione all'impatto che gli stessi hanno avuto in Italia e in Francia. La scelta dei Paesi deriva dal volume di stock di crediti non-*performing* detenuti dalle banche nazionali che lì porta ad essere, per l'appunto, i primi in Europa. Prima di procedere, l'elaborato si articola constatando, nel primo capitolo, l'evoluzione storica che ha portato l'intensificarsi di detenzione di NPL. Vengono annoverate, di fatti, la crisi finanziaria del 2007 e la crisi dei debiti sovrani del 2011 che spiegano, rispettivamente, le cause della crescente contrazione dell'economia che hanno comportato il deterioramento delle condizioni di solvibilità di imprese e famiglie. Tale scenario ha messo in luce le carenze del precedente sistema europeo di regolamentazione e vigilanza sui mercati finanziari dell'Eurozona, imponendo una profonda revisione dell'intera architettura economico-finanziaria. Appunto per questo, vengono costituite nuove istituzioni. Si tratta delle le tre Autorità Europee di Vigilanza (AEV) che formano le basi della nascita dell'Unione bancaria nel 2014 tramite il Meccanismo di vigilanza unico (MVU) e il Meccanismo di risoluzione unico (MRU). Le autorità di vigilanza si sono adoperate cercando di migliorare il contesto su due fronti: Un'armonizzazione della definizione di *Non-Performing Loans* e un insieme di ambiziosi piani di gestione attiva e di cessione di NPL con un'accelerazione di misure prudenziali tramite accantonamenti regolamentari. Compreso l'assetto normativo, nel secondo capitolo si evidenziano i dettami empirici della letteratura scientifica che indaga sulle plurime cause che generano gli NPLs analizzandone i diversi impatti al fine di poter contenere, o ancor meglio prevenire, le possibili conseguenze. Si ritracciano, per l'appunto, i risultati raggiunti attraverso elementi microeconomici e macroeconomici in varie realtà economiche, ponendo un'attenzione finale alle evidenze empiriche riscontrate nel contesto europeo. Le informazioni ottenute dall'excursus della letteratura costituiscono le fondamenta conoscitive che fungono da *imput* per lo svolgimento dell'analisi. Importante sottolineare che non è stato trovato un lavoro di ricerca che faccia il confronto diretto tra Francia e Italia per ciò che riguarda i crediti deteriorati. Lo studio condotto tramite questa tesi presenta, per tale motivo, caratteristiche inedite. Da qui la necessità di indagare nello specifico, i fattori determinanti che influenzano tale fenomeno nei due Paesi al fine di redige un confronto dell'evoluzione dei crediti deteriorati. È proprio questo l'obiettivo del terzo capitolo. Partendo da un campione composto da 80 banche francesi e 65 banche

italiane, si estrapolano le variabili specifiche per il periodo 2015-2019. Per quanto concerne i dati macroeconomici sono stati acquisiti su *Eurostat*, database ufficiale della Banca Centrale Europea. Sono state applicate opportune correzioni statistiche come la *winsorizzazione*. Tale scelta deriva dalla presenza di *outliers* anomali presenti in alcune variabili microeconomiche e quindi si è tentato di depurare tutte le distribuzioni di frequenza da tutti quei valori che si distaccano notevolmente dal resto delle altre osservazioni statistiche con un intervallo di confidenza del 95%. Opportuno utilizzare variabili microeconomiche e macroeconomica con un basso livello di correlazione, in modo tale da rendere i modelli con maggior potere esplicativo e depurati, quindi, da variabili condizionate da medesimi elementi. La metodologia utilizzata è quella del Panel statico. L'analisi si svolge tramite delle regressioni multivariate utilizzando più modelli nei quali verranno applicati effetti fissi. Così facendo si permette di considerare, all'interno della regressione, tutte quelle variabili che, seppur rilevanti, non posso essere quantificate (si pensi alla qualità delle scelte di management, o al livello di professionalità esercitato dal personale). Di fatti si crea una costante che consente di esprimere in media tutte le caratteristiche delle banche. Ciò consente di depurare, all'interno della regressione, tutti questi aspetti non quantificabili. Particolarità possibile per via della presenza di dati *times series.* In particolare:

-Model 1: $NPL_{it} = \beta_0 + \Sigma\, \beta_i\, M_{it} + \varepsilon_{it}$

-Model 2: $NPL_{it} = \beta_0 + \Sigma \beta_i\, X_{it} + \varepsilon_{it}$

-Model 3: $NPL_{it} = \beta_0 + \Sigma\, \beta_i\, M_{it-1} + \varepsilon_{it}$

-Model 4: $NPL_{it} = \beta_0 + \Sigma\, \beta_i\, X_{it-1} + \varepsilon_{it}$

-Model 5: $NPL_{it} = \beta_0 + \Sigma \beta_i\, X_{it} + \Sigma\, \beta_i\, M_{it} + \varepsilon_{it}$

-Model 6: $NPL_{it} = \beta_0 + \Sigma \beta_i\, X_{it-1} + \Sigma\, \beta_i\, M_{it-1} + \varepsilon_{it}$

Dove la variabile dipendente è l'*NPL ratio* e tra le variabili indipendenti si rintraccia, alternativamente e congiuntamente, X vettore di variabili bancarie specifiche, M un vettore di fattori macroeconomici dove i e t rappresentano rispettivamente le banche d'Italia e Francia, utilizzate alternativamente, e il tempo considerato (5 anni). Si ottengono così 12 modelli, che, combinati con le diverse variabili, consentono di valutare le maggiori significatività. Nei modelli si includeranno anche variabili "*lag"* di un periodo necessarie per valutare le politiche adottate dalla banca nel tempo, le caratteristiche finanziarie e le determinanti macroeconomiche nel periodo precedento. L'applicazione dei periodi "lag" alle variabili indipendenti riduce anche il potenziale problema di endogeneità generato da un possibile effetto di "*reverse causality".* Prima dell'applicazione dei modelli, risulta interessante constatare l'effettiva diversità dei due sistemi bancari in virtù dei dati presenti nel database. Per farlo si utilizza una variabile *dummy,* vale a dire una variabile binomiale di valori 0 e 1 dove si identifica con il primo l'appartenenza della banca alla realtà economica francese e con il secondo, specularmente, l'appartenenza alla realtà economica italiana. Nell'implementazione di questa variabile, trattandosi di una variabile *time invariant* e *firm specific,* si utilizza il *random effects*. Tale

variabile risulta avere una significatività del 5%, ragion per cui si può affermare che l'allocazione di una banca in un Paese come l'Italia o la Francia sia determinante. Tale caratteristica consente di affermare statisticamente che i Paesi hanno un comportamento divergente.

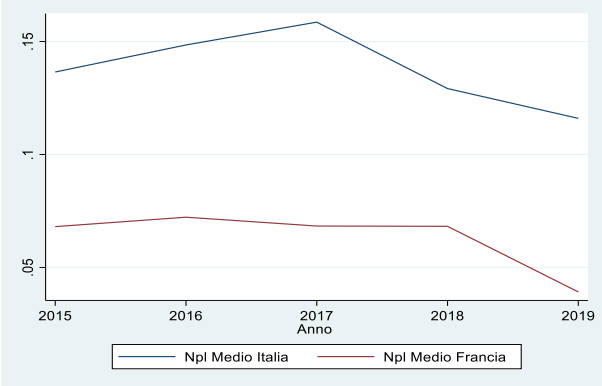
Dopo l'applicazione dei 12 modelli i risultati ottenuti vengono confrontati con una seconda analisi, riferita alle banche significative controllate direttamente da BCE. Dopo aver approfondito i criteri per la definizione di banche *significant* identificate del regolamento quadro delle MVU, si approfondiscono le linee guida che spingono l'operato di queste banche. Si comprendono, dunque, quali sono le aspettative di *governance* e a quali vincoli regolamentari sono sottoposte, ribadendo che il rischio di credito e gli accresciuti livelli di crediti deteriorati sono i principali fattori di rischio per le banche nell'area dell'euro. In relazione all'importanza assunta da queste banche e dall'evoluzione normativa che spinge sempre verso una maggiore tutela dalle conseguenze provocate da volumi notevoli di crediti deteriorati, risulta interessante andare ad osservare tutte le banche presenti nel campione che rientrino nel novero di banche significative. Per farlo verranno selezionate in base alla lista ricavata dal sito ufficiale di BCE e attraverso una nuova *dummy* con valore 0 e 1 si dividere il campione precedentemente individuato, rispettivamente, in banche significative francesi e italiane. Attraverso l'utilizzo dei 12 modelli econometrici precedentemente illustrati si valutano nello specifico queste banche al fine di constatare affinità o particolarità rispetto allo scenario bancario complessivo.

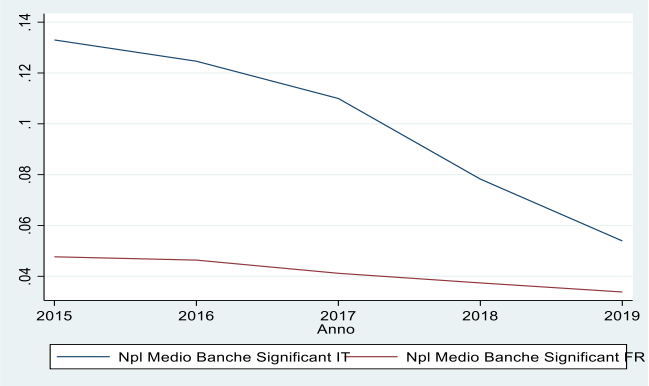
Si riassumono i risultati ottenuti nella seguente tabella:

Determinanti significative Non Performing Loans				
	ITALIA		FRANCIA	
VARIABILI	Intero Campione	Significant	Intero Campione	Significant
Size	0,0466*		-0,0537**	-0,0327***
Cost income	0,4492***		0,0335*	
LTD			0,0001***	
LTD lag		-0,1175*	0,0003 ***	
ROAA		-0,0205**		
ROAA lag	- 0,0324 **		-0,0719 **	
EQUITY	0,04394***		0,2781*	
EQUITY lag	-0,7348*	-	-	-
PLL	1,15100***	1,6333***	1,5377***	1,43***
PLL lag	1,002***	1,2150***	0,7848***	0,9350***
GDP				-0,5774*
INFL	-1,5295*	-2,4401***	-0,5154*	-0,7084***
INFL lag	-2,7005***	-3,3841***	-0,8507***	-0,6282***
UNMPL	2,5098***	3,6975***	3,3013***	0,8531***
UNMPL lag	3,3013***	4,6576***	1,1829**	0,9706***
INTEREST	3,3355**		1,2803*	
TAX INTER		15,2197***		3,5430***

Dai risultati raggiunti risulta determinante la *location* delle banche: esistono pertanto differenze tra le banche italiane e quelle francesi. Di conseguenza, pur in presenza delle medesime condizioni, le variabili che impattano le banche francesi o italiane hanno un'influenza differente. Questo perché la mole di NPL presente nei due territori è differente. Dal campione si evince infatti:

Tabelle con NPL ratio medio ottenuto dal campione





Fonte: Elaborazione propria

Tra le banche *significant* emerge empiricamente una minor incidenza di aspetti gestionali sui crediti deteriorati. Tale caratteristica converge con l'applicazione dei piani di gestione attiva e di cessione di NPL previsti e applicati attraverso il controllo diretto da parte di BCE.

In conclusione, si può desumere che:

Le banche francesi sarebbero molto più propense al rischio nell'erogazione dei crediti. Si rileva però che le banche di maggiori dimensioni si prestano al monitoraggio di tale rischio. L'aumento della redditività impatta positivamente in un'ottica prospettica di breve periodo ed è accompagnata da un incremento dell'efficienza gestionale. Dall'andamento dei dati si denota, di fatti, una riduzione del *Cost-income* che riflette la volontà delle banche si smaltire costi ritenuti superflui ad appannaggio di nuove strategie di gestione. **Le banche italiane** si muovono con una politica più avversa al rischio. Di fatti non si nota la propensione, data dalla non presenza della relazione positiva del LTD, a concedere prestiti ad un volume che non si distacca in maniera eccessiva da quello dei depositi. L'efficienza gestionale sembra essere un obiettivo sempre crescente, poiché si cerca di equilibrare i costi interni alle necessità operative. Questo risulta un aspetto che consente di valutare e mitigare meglio il fenomeno dei crediti deteriorati. La redditività gioca un ruolo importante che limita il fenomeno del "*moral hazard*" confermando così le fondamenta delle osservazioni. Entrambi i gruppi bancari sembrano comunque progredire, seppur con caratteristiche differenti, in un'ottica di riduzione di detenzione di NPL nel periodo di osservazione che va dal 2015 al 2019.

RELAZIONE TRA LA PERFORMANCE SOSTENIBILE E LA PERFORMANCE FINANZIARIA NEL SETTORE ASSICURATIVO

La finanza sostenibile negli ultimi anni rappresenta un argomento ed una sfida importante per tutto il mondo economico che vuol cercare di unire il raggiungimento di risultati finanziari con il controllo e la gestione degli impatti ambientali e sociali prodotti dagli investimenti. È un tema che ha origine fin dalla prima metà del XV secolo con i Monti di Pietà, passando per la nascita delle banche cooperative fino ad arrivare ai nostri giorni con l'emissione da parte delle Nazioni Unite dei *Principles for Responsible Investment* (PRI) nel 2006, con l'intento di favorire la diffusione dell'investimento sostenibile e responsabile e i vari interventi dell'Unione Europea tra i quali l'Accordo di Parigi del 2015 sul clima. In questo lavoro mi sono soffermato soprattutto su un settore in particolare del mondo economico, ovvero il settore assicurativo. Le compagnie assicurative svolgono la funzione di intermediari finanziari nella società, valutano e prezzano le attività finanziarie, monitorano i mutuatari, gestiscono i rischi finanziari, e coprono le conseguenze finanziarie di eventi e situazioni che le persone di solito cercano di evitare e soprattutto hanno un impatto molto importante sullo sviluppo sostenibile ed un ruolo cruciale per lo sviluppo della finanza sostenibile. Nello specifico, l'obiettivo di questo lavoro è cercare di rispondere ad un quesito: esiste una relazione tra la performance sostenibile e la performance economico-finanziaria nel mondo assicurativo?

La sfida della sostenibilità, intesa come sopravvivenza durevole delle imprese, sia nelle dimensioni sociale e ambientale, sia in senso economico-finanziario, risiede nella capacità dell'azienda di sviluppare strategie che riescano a collegare il raggiungimento di risultati economici positivi con il rispetto delle attese dei vari stakeholder che vengono coinvolti dall'impresa stessa. Ne deriva quindi l'idea che l'importanza del coinvolgimento degli stakeholder deve passare dallo sviluppo di una comunicazione societaria in ambiti sociali e ambientali e non solo finanziari. Di primaria importanza è anche la misurazione della performance sostenibile dell'impresa che in questo lavoro viene ottenuta tramite l'ESG Score, dove per ESG (*Environmental, Social, Governance*) si intende la considerazione di pratiche ambientali, sociali e di governance nel business dell'impresa. Sono tre fattori che trovano la loro origine nel concetto della "Triple Bottom Line" proposta originariamente da John

Elkington nel 1997, il quale sostiene che le aziende devono misurare il proprio successo non solo sulla base dei tradizionali risultati finanziari (il più delle volte espressi in termini di profitti, utile sul capitale investito [ROI] o valore per gli azionisti) ma anche in base al loro impatto sull'economia in generale, l'ambiente e la società in cui operano.

Nel primo capitolo ho prima introdotto il concetto di finanza sostenibile con la conseguente illustrazione dei principali strumenti tra i quali l'investimento sostenibile e il rating ESG per poi passare a descrivere in modo dettagliato perché il settore assicurativo rappresenta un fattore importante nel passaggio ad un'economia sostenibile.

Nel secondo capitolo, ho analizzato vari studi della letteratura economica che hanno cercato di individuare una relazione tra la performance sostenibile e la performance economico finanziaria distinguendo ricerche che evidenziano una relazione positiva, altre una relazione negativa e altre ancora che non evidenziano nessuna relazione tra le due performance.

Nel terzo capitolo ho cercato di dare un contributo su questo argomento tramite lo studio della relazione tra le due performance nel settore assicurativo. La regressione si è basata su un campione di 35 imprese assicurative europee appartenenti all'indice EUROSTOXX 600 nel 2019 e con un periodo di osservazione pari a 7 anni che vanno dal 2012 al 2018. Nello specifico ho analizzato l'influenza dell'ESG Score su due variabili diverse: una variabile di borsa rappresentata dal Market to Book Value e una variabile di bilancio rappresentata dal Return on Assets.

Attraverso i quattro modelli di regressione sviluppati ho cercato di analizzare la relazione tra la performance sostenibile misurata dall'Esg Score e la performance finanziaria misurata tramite il Market to Book Value e il ROA. In tutti i modelli, l'analisi si è sviluppata tramite una regressione lineare multipla con un modello di dati panel ad effetti fissi. Sia per i due modelli con il Market to Book Value come variabile dipendente che nei due modelli con il ROA come variabile dipendente vengono messi a confronto due modelli ad effetti fissi con e senza variabili dummy tempo. In tutti e quattro i modelli le variabili sono state winsorizzate.

Le variabili di controllo utilizzate nei modelli sono la dimensione (Size) calcolata tramite il logaritmo naturale del totale degli assets ed il rapporto tra il totale delle spese relative al pagamento delle prestazioni della polizza che includono anche le spese investigative ed i costi associati ai reclami e il totale della raccolta premi della compagnia assicurativa (Cost Income).

Inoltre, per i primi due modelli viene aggiunta anche la variabile di controllo ROA e per gli ultimi due modelli la variabile di controllo Market to book value. Sono state scelte queste variabili di controllo perché esse possono influenzare sia la performance dell'azienda che il punteggio ESG

Nella tabella vengono riassunti i valori dei coefficienti emersi dai risultati dei due modelli di regressione.

	MODELLO 1 e 2	**MODELLO 3 e 4**
Variabile Dipendente	Market to Book Ratio	Return on Assets
Coefficiente ESG Score	0.0131 e 0.0118	-0.0206 e -0.0194
P-value	$p < 0.05$	$p < 0.1$
R^2	0.346 e 0.412	0.268 e 0.275

Tabella. *Risultati della regressione.*

Possiamo vedere che la significatività delle statistiche è buona in tutti e quattro i modelli e che i primi due modelli spiegano rispettivamente il 34,6% e il 41,2% della variabilità dell'indice Market to Book Ratio e che i secondi due modelli implementati spiegano rispettivamente il 26,8% e il 27,5% della variabilità dell'indice ROA. Se andiamo ad analizzare il valore dei coefficienti si può osservare che nei primi due modelli vengono garantiti valori di mercato superiori alle compagnie assicurative che raggiungono un punteggio complessivo dell'ESG Score migliore, mentre nei secondi due modelli le maggiori prestazioni sostenibili comportano un valore dell'indice di bilancio minore e quindi una prestazione finanziaria di bilancio peggiore. La differenza nei risultati emerge anche perché le due variabili prese come riferimento rappresentano delle grandezze finanziarie diverse. La prima variabile è una grandezza di mercato che rappresenta sia l'andamento del titolo della compagnia nel mercato, sia la percezione degli investitori del valore creato dall'impresa. Inoltre, il Market to Book Value è una misura forward looking se si ipotizza che il prezzo sia il valore attuale dei flussi di cassa futuri prodotti dall'impresa mentre il ROA è una misura backward looking storica, che non riflette le prospettive sull'impresa

Con questo lavoro ho potuto osservare come il tema della finanza sostenibile si stia ampliando nel corso degli anni. Ne è un segnale importante anche l'aumento della media dell'ESG Score nel settore assicurativo europeo di 7 punti dal 2012 al 2018. L'obiettivo della ricerca era

indagare sull'esistenza di una relazione tra la performance sostenibile e la performance economico-finanziaria nel settore assicurativo da un duplice punto di vista, da una parte la reazione del mercato ad un miglior punteggio ESG e dall'altra parte il collegamento tra una migliore performance sostenibile ed una migliore performance contabile. Se andiamo ad analizzare i risultati ottenuti dai modelli implementati, la risposta alla domanda dal primo punto di vista è positiva, infatti dagli esiti dei modelli di regressione che studiano il rapporto tra l'ESG Score e la performance di borsa, possiamo vedere come il coefficiente della variabile ESG Score sia positivo, dimostrazione che ad un maggior impegno delle imprese per le pratiche ESG corrisponde una miglior visione da parte del mondo degli investitori nelle imprese stesse. Però gli effetti delle pratiche sostenibili sulla performance dell'impresa si manifestano a lungo termine, infatti dall'analisi della relazione dal punto di vista contabile, il coefficiente della variabile ESG Score ha un valore negativo a causa degli elevati costi per attuare tali pratiche. Nonostante ciò nello sviluppo dei modelli si è indagato anche se l'effetto di un buon punteggio ESG abbia un maggiore impatto sulla performance finanziaria dal 2015, anno in cui alla conferenza sul clima di Parigi, 195 paesi hanno adottato il primo accordo universale e giuridicamente vincolante sul clima mondiale con l'obiettivo di definire un piano globale, inteso a rimettere il mondo sulla buona strada per evitare cambiamenti climatici pericolosi. La risposta più importante si è avuta nello studio della relazione tra la performance sostenibile e la performance contabile misurata dal ROA dove si può vedere che l'impatto negativo sui costi dell'ESG Score sembra diminuire nel tempo dando l'impressione che si stia recuperando l'investimento nel tempo. Un limite dei modelli che va preso comunque in considerazione potrebbe essere il fatto di valutare il punteggio ESG delle compagnie assicurative come se fossero imprese di qualunque altro settore, senza valutare se e come integrano i criteri ESG nelle loro politiche d'investimento. In conclusione, i risultati dei modelli confermano che si sta andando verso una nuova fase dell'evoluzione economica in cui i fattori ambientali, sociali e di governance si stanno rivelando aspetti fondamentali e capaci di poter trasportare le imprese verso questa nuova fase nella quale è possibile raggiungere risultati economico-finanziari con il rispetto di comportamenti sostenibili che possono portare comunque dei benefici in termini di immagine e di miglioramento delle relazioni con tutti gli stakeholder nel lungo periodo.

ABSTRACT TESI DI LAUREA TRIENNALE DI LUCA GENERALI

Titolo: "Interventi dell'Unione Europea a seguito della pandemia Covid-19"

La tesi è articolata in due capitoli: il capitolo primo è volto a rappresentare l'assetto regolamentare e istituzionale dell'Unione Europea, assetto variato a seguito della crisi finanziaria globale e della crisi dei debiti sovrani 2010-2011, toccando in particolar modo temi come la riforma di Basilea 3, la costituzione di nuove Autorità di vigilanza finanziaria europea, l'Unione bancaria con i relativi pilastri, il passaggio dal Bail-out al Bail-in e il tema del Meccanismo di stabilità europeo (MES) con la relativa riforma. Tale rappresentazione dell'architettura europea è cruciale per poi passare, nel capitolo 2 dove, dopo una breve introduzione del contesto, generatosi a seguito dei lockdown e della prima fase della pandemia, si è mirato a descrivere e illustrare gli interventi europei volti ad arginare un'altra crisi economica, quella dovuta al Covid-19. La pandemia causata dal diffondersi del Covid-19 ha inizialmente innescato una crisi sanitaria che si è poi riversata inevitabilmente sull'economia, generando, così, una crisi economica a livello nazionale, europeo e internazionale. Si è andato a trattare specificatamente ciò che concerne la risposta dell'Unione Europea a tale crisi, procedendo con il rappresentare ed analizzare, in primo luogo, lo scostamento dai vincoli di bilancio fissati all'interno del Patto di stabilità e crescita con l'attivazione della general escape clause. L'attivazione di tale procedura e le scelte intraprese sulla sostanziale disattivazione temporanea degli aiuti di stato sono la base di tutto il progetto comunitario che mira ad arginare la crisi generata dal Covid-19, in quanto solo grazie ad esse che gli Stati hanno potuto stanziare un cospicuo quantitativo di risorse per affrontare la crisi. Si è trattato quindi il tema del MES senza condizionalità (c.d. leggero), il Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), ovvero il programma di acquisto di emergenza pandemico, che è una misura di politica monetaria non convenzionale, intrapresa dal marzo del 2020, volta a fronteggiare i rischi dovuti dalla pandemia Covid-19 per il meccanismo della trasmissione di politica monetaria e le relative previsioni/prospettive per l'Eurozona. Tale strumento è un programma temporaneo di acquisto di attività, di titoli nel settore pubblico e privato che va ad affiancarsi al programma già previsto dalla BCE, ovvero l'Asset purchase programme (APP). Infine, il Recovery Fund uno strumento innovativo che emetterà titoli sul mercato, denominati Recovery Bond; dopo tale attività le somme che ne deriveranno saranno distribuite agli Stati membri e saranno poi investite per la ripresa delle economie di questi ultimi. Lo strumento del Recovery Fund, che prende successivamente la denominazione di Next Generation EU, è un risvolto positivo e di rilievo non indifferente, in quanto sarà tale misura a sostenere l'economia europea a seguito della crisi dovuta al Covid-19. In base a tale accordo, la Commissione potrà contrarre prestiti sul mercato per un importo massimo di 750 Mld €: di questi, 390 Mld saranno distribuiti sotto forma di sovvenzione (Grants) e 360 Mld come prestiti (Loans). L'emissione di un elevato volume di debito comune dovrebbe incoraggiare gli investitori stranieri a considerare l'UE nel suo insieme e non come un'Istituzione frammentata in singoli emittenti. Per quanto riguarda le azioni, l'approvazione del Recovery Fund ha portato, insieme ad altri fattori, ad una rivalutazione dei prezzi delle azioni UE in termini assoluti e relativi. La reazione del mercato è stata molto positiva; tale accordo invia un messaggio politico forte ed è un passo importante verso una risposta politica coordinata, in un contesto caratterizzato dal fatto che a volte le azioni europee sono state considerate un mercato spezzato/frammentato, appesantito dal rischio di disgregazione della UE: i rischi restano, ma questa azione coordinata è importante per ridurli. Per un'ulteriore discesa, gli spread sovrani avranno bisogno di più spinta e, chiaramente, ciò dipenderà dal ritmo della ripresa e dalla capacità dei paesi periferici di trarne pieno vantaggio, in particolare l'Italia. Altro tema trattato è il Quadro finanziario pluriennale (QFP), di cui il Next

Generation EU è parte integrante, dove l'accordo sul bilancio rappresenta un significativo passo avanti e un cambiamento per l'Unione Europea, in quanto la politica fiscale per la prima volta viene indirizzata dall'UE in direzione anticiclica. Con il Recovery Fund si promuove anche la convergenza reale tra i Paesi dell'Unione Europea. I prestiti consentiranno ai Paesi più colpiti dalla crisi di assumere debito a lungo termine a tassi che non otterrebbero singolarmente, grazie al rating tripla A della Commissione europea. È stato scelto tale argomento sia in considerazione del forte interesse nei confronti di tematiche quali Basilea 3, la necessità di costituire un'Unione bancaria dell'area euro, una maggiore integrazione fiscale e quindi un'Unione fiscale volta a far fronte in maniera più efficiente a shock di tipo asimmetrico, una integrazione delle politiche economiche e una piena legittimazione democratica di tutto questo, ovvero un'Unione politica, sia in considerazione della forte attualità e quindi per la possibilità di poter effettuare un focus con lo scopo di rendere al lettore una migliore rappresentazione del contesto attuale e una più facile comprensione dell'effettiva risposta europea a tale crisi sanitaria-economica descrivendo gli strumenti e i mezzi attuati dall'Unione Europea, volti ad arginarla. Si evince una risposta tempestiva, convinta ed efficace da parte dell'UE, evidenziando, però, problemi di carattere solidale e di condivisione tra gli Stati. Tutti gli strumenti messi in atto sono stati capaci di arginare nel breve termine la crisi generata dal Covid-19, ma avranno la stessa valenza nei prossimi anni? Sarà necessario adeguare ed incrementare nuovamente tali strumenti? Vi sarà continuità nelle scelte intraprese dall'Unione Europea? In un contesto di straordinarie incertezze e difficoltà, l'UE necessita mai come prima di mostrarsi pronta e capace di operare in maniera decisa e di delineare quei processi che la condurranno verso un futuro migliore. Il QFP e il Next Generation EU offrono all'Unione Europea la migliore occasione e opportunità di successo, dato dal fatto che tali programmi faranno emergere a pieno la potenza di fuoco dell'UE volta a sostenere la ripresa e il rilancio dell'economia europea, ampliando l'autonomia strategica e il ricorso ai mercati fino al punto tale per cui si raggiunga quel livello necessario di sostegno di cui si necessita in tali circostanze particolari. Inoltre, attraverso la piena attuazione del QFP, l'Unione Europea ha tutte le carte in regola per poter uscire dalla crisi e iniziare un nuovo programma di ripresa di lungo termine, che non si baserà solo sulla sua portata e sulle sue ambizioni, ma il suo successo dipenderà anche dalla rapidità dell'azione e dalla capacità di adeguamento a seconda dei diversi sviluppi della situazione. Agire con immediatezza dimostrerà senza più alcun dubbio che l'Unione Europea è pronta a fare tutto il necessario per rilanciare la propria economia, basandosi sulla transizione verso un futuro più equo, verde e digitale. Ma bisogna porre all'attenzione che le prime risposte dell'Unione Europea alla crisi Covid-19 dimostrano un notevole attivismo nella direzione di far affluire risorse finanziarie all'economia reale e alle strutture pubbliche maggiormente colpite dalle conseguenze dell'epidemia, implicando la temporanea messa in discussione di alcuni principi ritenuti fin qui imprescindibili all'interno del processo di integrazione europea. La direzione degli interventi e la loro struttura confermano, però, tutte le criticità dell'assetto istituzionale dell'Unione da tempo al centro del dibattito politico, economico e giuridico. A destare notevole preoccupazione è, in particolare, l'incapacità dell'Unione di dar seguito concreto all'ideale europeo della solidarietà. Come si evince, una buona quota delle risorse previste e che si ha intenzione di veicolare alle economie più sofferenti saranno distribuite non tanto per condividere i rischi connessi ad un evento nefasto come può essere l'epidemia Covid-19, ma nella pura prospettiva di assicurare la tenuta nel breve termine dell'unione economica e monetaria: ne deriva che, quindi, il grosso degli interventi risponda ad una logica creditizia. Nel momento in cui l'Unione si confronta con una crisi epocale, essa sembra mancare all'appuntamento della solidarietà tra i Paesi membri. È chiaro che, non appena l'emergenza sanitaria sarà superata, arriverà il momento di porre ai diversi partner europei

il necessario completamento dell'ambizioso progetto iniziato con l'Unione bancaria, con una banca centrale ed una politica economica comune degne di questo nome e la creazione di un circuito di responsabilità politica idoneo a legittimare i trasferimenti di risorse all'interno dell'Eurozona e, soprattutto, un'Unione fiscale per far fronte anche a shock di natura asimmetrica, nonché completare e approfondire l'Unione dei mercati dei capitali (Capital Market Union). Probabilmente è la scelta a cui è chiamata questa generazione, scelta imprescindibile per progredire, per rafforzare la coesione economica-sociale e territoriale, nonché la solidarietà tra gli Stati membri e per permettere all'Europa quel prestigio internazionale, auspicato sin dalle sue origini, eliminando quei limiti all'integrazione europea, vigenti nel contesto attuale. Arriverà presto il momento di affrontare tale circostanza senza nascondersi dietro ad uno status quo che giorno dopo giorno appare sempre più impossibile.

Alberto Tramontina

Green Bonds e investimenti sostenibili
Dall'analisi di mercato al primo green bond emesso da una compagnia assicurativa europea: il caso Generali

Sintesi della tesi di laurea magistrale

La tesi ha come obiettivo comprendere l'andamento del mercato degli investimenti sostenibili e inoltre capire il funzionamento di uno strumento finanziario ESG (Environmental, Social e Governance): il Green Bond. Nel primo capitolo è stato introdotto il mondo del mercato ESG, notando come esso sia in rapida crescita e attualmente stia riscontrando un notevole interesse degli investitori. Sono state elencate le varie strategie di investimento utilizzate in questo campo e si sono analizzate le criticità, con particolare riferimento alla determinazione del rating la cui determinazione al momento resta ancora molto legata ad elementi di soggettività dell'agenzia. Nello specifico, nel mondo ESG esistono vari tipi di strumenti finanziari sostenibili che possono essere sia di natura azionaria, sia di natura obbligazionaria. Nel secondo capitolo si è preso in considerazione uno di questi strumenti ESG: il Green Bond, cioè obbligazioni che hanno come obiettivo sia la performance finanziaria che l'investimento legato a tematiche ambientali. Risale al 2007 l'emissione del primo Green Bond da parte della Banca Europea degli Investimenti ma la vera svolta si è avuta nel 2014 con la pubblicazione delle prime linee guida. Le linee guida, in quanto tali, sono indirizzi volontari e non vincolanti, le più importanti sono quelle pubblicate dall'ICMA note come Green Bond Principles e quelle pubblicate dalla Climate Bond Initiative finalizzate alla certificazione degli strumenti. Questi principi vogliono esaltare la trasparenza tra l'emittente e l'investitore e prevedono la verifica da parte di un revisore esterno; esso ha il compito di certificare lo strumento, di controllarne la coerenza rispetto al framework pubblicato ed ai principi utilizzati, ed infine, valutare se i progetti selezionati dall'emittente siano eleggibili. Affinché un titolo sia definito Green è necessaria una certificazione che garantisca il rispetto delle linee guida da parte dell'emittente; essa comporta dei costi maggiori rispetto ad una normale emissione, ma risulta essere maggiormente attrattiva per gli investitori che desiderano avere strumenti finanziari sostenibili all'interno del loro portafoglio. Tramite l'utilizzo delle linee guida, le emittenti, hanno riscontrato una grande richiesta da parte degli investitori di tali strumenti. Le società che seguivano i Green Bond Principles, infatti, risultavano essere, agli occhi degli investitori, trasparenti nella pubblicazione dei risultati ottenuti sia nel momento della selezione degli asset, sia nel momento della divulgazione dei Key Performance Indicators. Tale comunicazione tra l'emittente e l'investitore ha svolto un ruolo fondamentale sia dal punto di vista finanziario, sia dal punto di vista sostenibile. Dal lato finanziario si è osservato come i rendimenti dei Green Bond siano paragonabili alle obbligazioni convenzionali e dal lato sostenibile si è osservato un incremento dei progetti ambientali finanziati e quindi in linea con gli obiettivi della COP21 di Parigi. I principali progetti finanziati sono mirati all'aumento della produzione di energia rinnovabile, al miglioramento degli edifici con la ristrutturazione degli edifici presenti o con la costruzione di nuovi edifici ad alta efficienza, alla gestione dei rifiuti, al controllo e gestione dell'inquinamento e dell'acqua e alla lotta al cambiamento climatico. L'eccessiva libertà lasciata agli emittenti nella gestione dei proventi derivanti da questi strumenti crea un duplice effetto: da una parte il proliferare di strumenti non appropriatamente green e dall'altra l'utilizzo dei proventi per

rifinanziare attivi già in portafoglio non allineati alle caratteristiche proprie di un Asset Green. (Green Washing). Queste distorsioni potrebbero portare ad un allontanamento degli investitori da tali strumenti. Le aspettative per il futuro sembrano però essere più ottimistiche in quanto la Commissione Europea sta gettando le basi per una regolamentazione normativa, creando una tassonomia vincolante in materia. Tale presa di posizione della commissione ha lo scopo di rendere omogeneo il mercato tramite delle linee guida ufficiali e standardizzate. Il testo, in via di elaborazione, dovrebbe essere applicabile dal primo gennaio 2022. Attualmente la maggior parte dei Green Bond sono emessi da società finanziarie, di servizio pubblico e dai governi. Per quanto riguarda la comparazione rispetto ai bond convenzionali, i risultati ottenuti dallo studio fanno emergere come i Green Bond ottengano rendimenti molto simili: sono stati presi in considerazione sei indici, tre rappresentanti Green Bond e tre rappresentanti bond convenzionali. I risultati mostrano come i rendimenti tra le due categorie di indici siano molto simili; anche per quanto riguarda i Sharpe Ratio i risultati confermano come i rendimenti ponderati per il rischio siano pressoché identici. Successivamente è stato preso un campione di 449 Green Bond con lo scopo di verificare quali siano i più performanti e i più liquidi tramite la creazione di quattro portafogli. Il portafoglio con il maggiore rendimento è quello composto dai Green Bond emessi da società facenti parte del settore utilities, mentre i Green Bond più liquidi risultano essere i governativi. Nell'ultima analisi si è cercata una connessione tra i prezzi degli indici rappresentanti i Green Bond e gli indici rappresentanti i mercati azionari e obbligazionari. I risultati tra i Green Bond e mercati finanziari forniscono nuove alternative in termini di progettazione del portafoglio e decisioni di gestione del rischio per gli investitori ESG di tutto il mondo. In particolare, gli investitori che detengono posizioni in obbligazioni Green dovrebbero tenere presente che il valore di tali asset è immune alle oscillazioni dei prezzi nei mercati azionari ma esse sono influenzate dalle variazioni del valore delle obbligazioni di tipo Investment Grade. Allo stesso modo, il comportamento dei prezzi delle obbligazioni Green rispetto ad altre attività, offre agli investitori l'opportunità di utilizzare i Green Bond come una specifica classe di attività allo scopo di coprire i rischi di portafoglio e ridurre al minimo i rischi di ribasso quando si detengono posizioni di investimento in azioni. Le due aree analizzate hanno evidenziato come i Green Bond europei si comportino in modo molto simile ai rispettivi Green Bond americani. La principale differenza risiede nella volatilità dei due indici che è più accentuata per l'area americana. Tale risultato può essere interessante al momento della scelta di quali Green Bond inserire nel portafoglio in quanto i Green Bond Europei offrono un rischio inferiore rispetto a quelli americani anche se questi ultimi permettono di ottenere dei rendimenti più alti. Il comportamento di entrambi gli indici Green nei momenti di alta volatilità del mercato azionario hanno evidenziato come possano essere ritenuti una valida alternativa agli antagonisti tradizionali in quanto entrambi presentano un andamento positivo. Un vantaggio non di poco valore per gli investitori risiede nel beneficio derivante dalla detenzione di partecipazioni in Green Bond, in quanto questa scelta rende più Green i loro portafogli e aumenta i loro punteggi ESG. Ciò è particolarmente interessante per investitori e gestori di fondi coinvolti nell'esposizione del proprio portafoglio a rischi ambientali e normativi di lungo periodo associati alla transizione verso un'economia sostenibile. I risultati ottenuti nello studio hanno anche implicazioni per gli emittenti di Green Bond. Poiché le obbligazioni Green sono un solido strumento finanziario per gli investitori, gli emittenti possono utilizzare questo veicolo finanziario per espandere e diversificare i propri finanziatori/investitori e migliorare la loro responsabilità sociale d'impresa.

Nel 2019 il Gruppo Generali ha deciso di emettere il suo primo Green Bond. Esso è anche il primo per una società assicurativa europea. La scelta di emettere tale strumento ha permesso al Gruppo Generali di perseguire alcuni obiettivi del secondo pilastro della propria strategia, ovvero ridurre il debito ed il suo costo, e intensificare contemporaneamente il proprio impegno in ambito ESG. Generali attualmente risulta essere leader nel settore per quanto riguarda i rating ESG: il rating utilizzato è quello di Sustainalytics. I risultati della prima emissione sono stati molto positivi, con un numero di richieste pari a 3,6 volte l'offerta. La decisione di analizzare nello specifico il Green Bond emesso dal Gruppo Generali sì è concretizzata nella collaborazione con il team "Group Integrated Reporting" di Generali che si è occupato dell'attività volta alla stesura della reportistica del bond. Grazie a questa collaborazione ho potuto svolgere un'analisi (Benchmark Analysis relativa alla selezione di una serie di società emittenti, volta valutare come esse si sono mosse nella selezione degli asset, nella pubblicazione della reportistica e nella rappresentazione dei risultati ottenuti, i KPI). Dall'analisi del campione è emerso come tutte le società abbiano utilizzato, come best practice, le linee guida dei Green Bond Principles, ma ognuna di esse abbia scelto metodi diversi per rappresentare i risultati. Dal lato finanziario, tutte le società presenti nel campione hanno ridotto il costo del debito emesso sostenendo una spesa per interessi inferiore, se comparata agli altri strumenti precedentemente emessi dalle stesse. Tale risultato è particolarmente vantaggioso per le società con un elevato debito che decidono, mediante una emissione Green, di migliorare i propri coefficienti di sostenibilità e di diminuire il costo derivante dagli interessi passivi. Contemporaneamente alla sopra citata analisi, ho potuto osservare direttamente il lavoro svolto dal Green Bond Committee nel rispetto delle proprie competenze. Ho potuto partecipare ad alcune riunioni con la società di revisione e osservare come i vari attori chiamati attorno al tavolo si sono confrontati e coordinati al fine di decidere la selezione dei progetti, l'allocazione dei proventi e i contenuti della reportistica