

## Sui salvataggi bancari serve maggiore trasparenza *di Carlo Milani*

16/12/2015 17:43

Il recente salvataggio di Banca Marche, Popolare dell'Etruria e del Lazio, CariFerrara e CariChieti ha sollevato un acceso dibattito tra Banca d'Italia e Commissione Europea. Quest'ultima è accusata dalla Banca Centrale di aver ostacolato soluzioni alternative che attraverso il Fondo di tutela dei depositi avrebbero permesso di non intaccare le passività bancarie. Nella stessa direzione vanno anche le rimostranze avanzate dall'Associazione Bancaria Italiana e dall'associazione che rappresenta le Fondazioni bancarie e le casse di risparmio (ACRI). In particolare le Fondazioni, principali azioniste delle banche coinvolte dal crack, confidavano nell'intervento del sistema bancario, a sua volta fortemente influenzato dalle stesse Fondazioni, che avrebbe permesso di salvaguardare anche i loro interessi. Il fatto che la Commissione si sia opposta a una simile soluzione va giudicato quindi con favore: se si vuole evitare che in futuro si ripetano crack bancari è fondamentale far pagare le crisi a chi ha avuto le maggiori responsabilità in termini di mancato controllo, come appunto gli azionisti, avendo tra l'altro, in precedenza, tratto giovamento dell'eccessiva assunzione di rischi. Sul piano di salvataggio coordinato dalla Banca d'Italia andrebbe fatta in ogni caso più luce. Quali conseguenze ci sarebbero state nel caso di un'applicazione totale del meccanismo del bail-in? Quali e quanti piccoli risparmiatori sarebbero stati coinvolti? Quali sarebbero state le perdite per il sistema bancario?

Secondo le statistiche relative a ottobre 2015 dei 620 miliardi di euro di obbligazioni bancarie in circolazione oltre 210 miliardi risultano essere state sottoscritte da altri istituti di credito nazionali. In altri termini, un terzo dei bond bancari sono stati acquistati da altre banche. Nel caso in cui il piano di salvataggio avesse colpito anche gli obbligazionisti ordinari il sistema bancario avrebbe molto probabilmente dovuto affrontare perdite non trascurabili. Altre perdite sarebbero potute derivare dalla rettifica di valore dei depositi interbancari con durata superiore alla settimana, altra tipologia di crediti potenzialmente aggredibile nel caso di applicazione del bail-in.

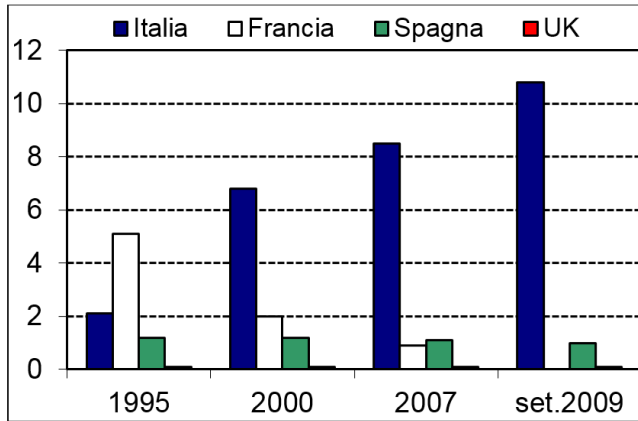
La questione di quali perdite il sistema bancario avrebbe dovuto subire nel caso di applicazione integrale del bail-in è importante anche per valutare l'equità del decreto di salvataggio varato dal Governo. L'intervento del Fondo di Risoluzione ha infatti determinato un esborso per le banche pari a 3,6 miliardi di euro. Di questi 1,8 miliardi sono andati a ricapitalizzare le nuove banche, somma molto probabilmente recuperabile dalla vendita sul mercato dei quattro istituti. Altri 1,7 miliardi sono serviti a coprire le perdite legate alla svalutazione dei crediti, mentre

140 milioni sono serviti alla dotazione di capitale della bad bank destinata a gestire le sofferenze. La perdita sui crediti è però puramente potenziale: i crediti in sofferenza sono stati infatti svalutati dell'83%, contro una media pari al 59% per l'intero sistema bancario (Banca d'Italia, 2015, Tavola a13.14). Non va quindi escluso che vendendo sul mercato i titoli in sofferenza, la bad bank riuscirà a trarne profitto, profitto che verrebbe poi rigirato al Fondo di risoluzione. In definitiva, dal salvataggio al di fuori della procedura del bail-in il sistema bancario ha evitato di subire perdite certe dalla svalutazione dei bond ordinari e dei finanziamenti interbancari erogati alle quattro banche fallite, sostituendole con delle perdite soltanto potenziali, a cui vanno aggiunte le perdite effettivamente sostenute sui titoli azionari e le obbligazioni subordinate detenute.

A queste considerazioni si potrebbe obiettare che nel caso di applicazione integrale del bail-in ci sarebbero stati contraccolpi sulla stabilità del sistema bancario, determinando il contagio anche a banche sane. Ma se questo è vero significa che anche dal fallimento di istituti di credito medio-piccoli possono scaturire conseguenze sistemiche. Ciò dovrebbe indurre a rivedere il primo pilastro della Banking Union, affidando interamente alla BCE il compito di vigilare sull'intero sistema bancario, e non solo sulle banche di maggiori dimensioni (Milani, 2015).

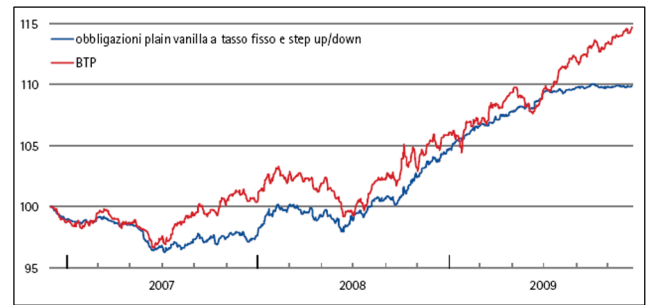
Su tutti questi aspetti servirebbe una maggiore chiarezza, e il fatto che Consob non abbia il potere di avanzare domande sul piano di salvataggio certo non aiuta (si veda l'intervista di Giuseppe Vegas su il Corriere della Sera del 14 dicembre 2015). La trasparenza nei piani di salvataggio è infatti un requisito fondamentale se si vuole evitare, da un lato, di generare il panico in alcune tipologie di investitori (quali gli obbligazionisti subordinati), e dall'altro determinare un senso di sicurezza verso altre forme di investimento. Quest'ultimo aspetto si ricollega a un'altra critica sollevata dalla Commissione, ovvero l'eccessiva diffusione di strumenti rischiosi e opachi presso i piccoli risparmiatori, che tra l'altro ha indotto la Banca d'Italia in un qualche mea culpa sul fatto di non aver limitato la diffusione delle obbligazioni subordinate presso i piccoli risparmiatori. Al riguardo bisogna ricordare come il possesso di obbligazioni bancarie da parte delle famiglie sia un fenomeno tutto italiano. Lusignani (2010) evidenzia come, subito dopo lo scoppio della crisi finanziaria, i bond bancari pesassero per oltre il 10 per cento del totale delle attività finanziarie delle famiglie italiane, contro l'1 per cento della Spagna e incidenze pressoché nulle in UK e Francia (grafico 1).

**Grafico 1. Peso delle obbligazioni bancarie sulle attività finanziarie delle famiglie (in %).**Fonte: Lusignani (2010).



L'eccessivo investimento in obbligazioni bancarie in Italia è spiegato essenzialmente da due fattori. Il primo è la generale insufficiente cultura finanziaria degli italiani (Nicolini, 2014, Gentile, Linciano e Soccorso, 2015). La scarsa conoscenza induce i risparmiatori ad affidarsi, quasi ciecamente, a terzi soggetti per prendere le loro decisioni finanziarie. E qui sta il secondo problema: la rete distributiva di prodotti finanziari è controllata quasi completamente dal sistema bancario, da cui scaturisce un evidente conflitto di interessi. Grasso, Linciano, Pierantoni e Siciliano (2010) mostrano come il rendimento offerto dalle obbligazioni bancarie, a parità di condizioni (ad es. durata finanziaria e tipologia di tasso), sia mediamente inferiore a quello dei titoli di Stato, strumento certamente meno rischioso dei titoli bancari (grafico 2). In definitiva, una rete di vendita non indipendente sarà indotta a fare più l'interesse della banca piuttosto che quello del risparmiatore, minando però a lungo andare il rapporto di fiducia tra banca e cliente. Purtroppo né il vigilante né il legislatore hanno favorito in questi anni la nascita di una vera consulenza finanziaria indipendente. Al riguardo è interessante notare come nell'attuale dibattito parlamentare si stia proprio discutendo di riformare l'albo dei promotori finanziari, anche se la linea che sta emergendo non sembra essere favorire la trasparenza e l'indipendenza della consulenza, quanto invece cercare di mantenere lo status quo del sistema bancario nazionale. L'approccio italiano, così come quello europeo più in generale, non sembra essere simile a quello inglese dove, già a partire dal 2013 e nell'ambito della Retail Distribution Review, ogni intermediario è tenuto a dichiarare se opera in modo indipendente dalle case di gestione, per cui la sua parcella deve essere pagata dal soggetto che riceve il servizio, o, viceversa, se riceve degli incentivi per la vendita di prodotti finanziari specifici.

Grafico 2. **Indici di total return delle obbligazioni bancarie a tasso fisso e dei BTP (1.12.2006=100).** Fonte: Grasso, Linciano, Pierantoni e Siciliano (2010).



Inoltre, la scarsa presenza di una consulenza finanziaria ha costituito anche un ostacolo alla diffusione di canali alternativi per il finanziamento delle imprese, soprattutto di media e piccola dimensione, che quindi negli anni hanno dovuto fare quasi esclusivo affidamento al credito bancario (Milani, 2015).

#### Riferimenti

- Banca d'Italia (2015). Relazione annuale per il 2014.
- Gentile M., N. Linciano e P. Soccorso, 2015, "Gli investimenti poco consapevoli delle famiglie italiane", FinRiskAlert.it
- Grasso R., N. Linciano, L. Pierantoni e G. Siciliano (2010), "Le obbligazioni emesse da banche italiane. Le caratteristiche dei titoli e i rendimenti per gli investitori", Quaderni di Finanza Consob.
- Lusignani G. (2010), "Il posizionamento strategico dell'industria finanziaria italiana", mimeo.
- Milani C. (2015), "Alle radici della crisi finanziaria. Origine, effetti e risposte", Egea Editore.
- Nicolini G. (2014), "La cultura finanziaria degli Italiani", FinRiskAlert.it

## The Revision to the CVA Capital Charge by the Basel Committee. Short Review and some critical Issues - Part I

di Michele Bonollo e Antonio Castagna

16/12/2015 17:32

*Executive Summary: With the recent BCBS paper no.325 a new consultative session started, concerning a deep review to the CVA capital charge, that was introduced with the CRR (Basel 3) regulation. This revision aims to improve the CVA calculation with respect to the forthcoming fundamental review of trading book (FRTB), and to have a more risk sensitive approach for the standard approach. Nevertheless, in this first formulation some points are not well clarified or solved. In the paper a short review with some highlights about the new framework. Due to the technical complexity, some other points will be described in a second part of the paper.*

### 1 The CVA Capital Charge. The Origin

In the Basel II regulation most of the effort was devoted to set

the internal model for the credit risk and (*IRB*) and to define the new capital charge for the *Operational Risk*.

Despite the relevant improvement to the old Basel I regulation , the regulation was still weak for two main reasons

- Some *building blocks*, e.g. risk sources to be faced by the banks with their own capitals, were still forgotten
- Some discrepancies (or *arbitrage tricks*) were not removed. More explicitly, the inclusion of a position in the *banking book* vs. the *trading book* or its asset type (e.g. *bond* vs *derivative*) allowed some “unfair” differences in the capital requirement calculation.

For this reason the Basel 2.5 and Basel 3 regulations attempted to solve the above issues by introducing the new *IRC* (Incremental Risk Charge) and *CVA* (Credit Value Adjustment) building blocks. See [2], [3], [4] and [5].

The *IRC*, mainly for the *bond* positions, implies a capital charge for the downgrade and default risk. The *CVA* requires a capital requirement for the positions in *OTC derivatives* due to counterparty downgrade. In this way the huge *unrealized* (and *unexpected* losses) of the derivatives positions must be covered by the capital. After the 2008 crisis many banks were closed to default because the own funds were not enough to face this kind of losses. Let us recall that the *fair value* principle of the accounting standards obliges to include in the book evaluation also the counterparty credit quality.

Finally, by these innovations, bonds and *OTC derivatives* are subject to the same building blocks:

- *Default* risk, respectively *IRC* and *CCR*
- *Downgrade* risk, *IRC* and *CVA*
- *Market* risk.

## 2 The CVA current review. Purposes and Contents

In July 2015 the Basel Committee issued the consultative paper 325, see [1], concerning the revision of the credit value adjustment.

The main purposes can be summarized as follows:

1. To capture **all the risk factors** in the *CVA* capital charge. The most relevant point here is to take in to account also the market risk factors that can affect the future value of the exposure. This is also due to the practices in the market, where also the *CVA* hedging deals are sensitive to these market factors
2. To be **compliant** with the accounting principles. More specifically, the future exposure should be calculated with a *market implied* calibration of the parameters (i.e. underlying volatility) with a risk *neutral* approach. This is a strong new perspective, as currently in the *CCR* framework for the *EAD* estimation in the internal models the market calibration is not required.
3. **Alignment** of the *CVA* to the new market risk framework. We refer mainly to the use of sensitivities, risk factors taxonomy and so on.
4. A more **risk sensitive** approach for the *non internal*

calculations.

A 3-levels hierarchy of possible approaches was stated in this draft version of the paper, namely:

- **FRTB-CVA** framework, that splits in:

1. *IMA-CVA* = Internal model approach
2. *SA-CVA* = Standardized approach

- **Basic CVA** framework

The last approach is eligible for the banks that are not able to match the *FRTB* requirements or have not enough resources to implement such a project.

## 3 The new framework critical points. Part I

We contributed to the first consultative session, see [6]. In this section we highlight a first set of issues that in our opinion are not solved in a satisfactory way. Further point will be dealt with in a second part of the paper.

### 3.1 The CVA Hierarchy

We appreciate the effort of the Committee to differentiate the approach for the *CVA* capital charge, in order to take in to account a *proportionality* approach, section 2 of the Consultative paper. Here for proportionality we mean both the complexity/size of banks *OTC* book and their internal capabilities.

Nevertheless, we do not understand completely the rationales for the suggested hierarchy, mainly referred to the **Basic** Approach. In fact:

- To compute a rough *sensitivity* with respect to the spread of the counterparty is not so difficult. Many banks adapt in some way for such a task their pricing libraries.
- Moreover, small and medium banks very often have plain interest derivatives with their corporate customers. Hence, the future dynamics of the exposure and the interaction between credit risk factors and market factors may be faced by usual mathematical tools
- On the other hand, the very hard problem is not the sensitivity, but the sensitivity *with respect to what*. In other words, the counterparties may be illiquid, and the proxy of it to any index is still an open issue. The section C of the Annex, point 103, addresses only partially this issue, since it is just a judgmental calibration of the involved market parameters. An “implied” market calibration is very difficult to perform.
- Finally, the basic approach **seems not to be coherent** with the recent strategy for the other capital charge building blocks. We recall that in the new standardised approaches for the *CCR* (paper 279) and for the market risk *FRTB* (paper 305), the goal is to have more effective models, i.e. to make them more risk sensitive and more “granular” in the risk factors treatment. Also for the *Operational Risk* (paper 291) the “basic” approach, i.e. the *BIA* based on just the gross income risk driver, will be replaced by a new more sophisticated set of exposure indicators.

To summarize, for the above specific reasons and for a coherency

principle, we find that the Committee should wonder about the taxonomy, in particular on the **effective needing** of a basic approach.

### 3.2 Regulatory vs. Accounting standard

The consultative paper definition of the CVA tries to fill the existing gap between the regulatory and accounting CVA. This will lead to a greater consistency of the risk assessment determined by the Basel rules and the accounting measuring of the CVA metric.

One of the differences that will remain, even with the new framework proposed in the paper, is the treatment of the DVA (see par. 1 and 13), which is **excluded** in agreement with all the most recent Basel regulation, and which is on the contrary recognised by the new accounting principles, namely IFRS 13. We recall that the DVA, *debt value adjustment*, allows to the banks to apply an adjustment (to **decrease** the fair value) to the debt positions (i.e. OTC derivatives in *sell side* of the portfolio) due to the credit quality their own credit quality.

We believe that the current regulation is following the right route in excluding from the CVA the DVA, i.e. in considering only the unilateral CVA: we think this is right not only under a prudential point of view, but also under a sound financial perspective. Actually, it has been proved in some research papers (see for example Castagna [7], [8]) that the DVA can be replicated under very strict conditions hard (although not impossible in principle) to implement in practice. But even conceding the actual possibility to replicate the DVA, it can be shown that its accounting at a counterparty netting-set level largely over-estimate the limited liability protection that shareholders have.

Hence, the choice to exclude the DVA is reasonable but it is not just prudent, **contrasting** the accounting principles laid down in the IFRS 9. These principles rely on the false premise that a derivative contract has an "objective" value that is independent from which of the two counterparties it is evaluated, even if this objective value contains elements that belong to both counterparties, namely the adjustments for the credit risks of both of them. This premise paves the way to an exact symmetrical evaluation of the two parties that is quite nice under an accounting point of view, since it makes the evaluation principles in theory perfectly complying with general accounting principle of the "fair and true view", but it can be hardly justified as far as the other general principle of "prudence".

We think that both the regulatory and accounting prescriptions can be fulfilled if banks allocate a provision equal to the DVA any time a variation of the DVA is added to valuation of the derivative portfolio. In this case, all the gains coming from the DVA's increase would be neutralized, since they would be offset by a parallel increase of the provision, and the other hand when the DVA collapses to zero as the trade expires, the loss would be compensated by a reduction of the reserve. In the end, the DVA would be fairly represented in the valuation of the derivative portfolio, yet it would not add to the bank P&L and it would be recognized simply as a cost at inception and gradually split on the years of the portfolio's duration. The allocation of the provision does not require any change in the accounting principles, because it adheres in any case to the overarching

"prudence" principle.

Banks would be incentivized not to start any hedging activity of the DVA, since the allocation of the provision would create P&L volatility if the bank tried to start a hedge. The possible complaints that the regulation does not match the accounting principles would thus be addressed.

### References

- [1] Basel Committee on Banking Supervision (2015), "Review of the Credit Valuation Adjustment Risk Framework ", available at <http://www.bis.org/bcbs/publ/d325.htm>
- [2] Basel Committee on Banking Supervision (2014), "Basel III summary Table", <http://www.bis.org/bcbs/basel3/b3summarytable.pdf>
- [3] Basel Committee on Banking Supervision (2014), "Basel III Phase-In Arrangements", [http://www.bis.org/bcbs/basel3/basel3\\_phase\\_in\\_arrangements.pdf](http://www.bis.org/bcbs/basel3/basel3_phase_in_arrangements.pdf)
- [4] Basel Committee on Banking Supervision (2009), "Guidelines for computing capital for incremental risk in the trading book", available at <http://www.bis.org/publ/bcbs159.htm>
- [5] EU (2013), "Regulation (EU) No 575/2013 on prudential requirements for credit institutions and investment firms". <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:32013R0575>
- [6] Bonollo M. And Castagna A. (2015), "Comments to the Consultative paper Review of the Credit Valuation Adjustment Framework ", available at <http://www.bis.org/bcbs/publ/comments/d325/iason.pdf>
- [7] Castagna A. (2012) "On the dynamic replication of the DVA: Do banks hedge their debit value adjustment or their destroying value adjustment?" *Iason research paper*. Available at <http://iasonltd.com/resources.php>
- [8] Castagna A. (2012) "On the impossibility to replicate the DVA". *Risk*, November.

---

## Comitato di Basilea: secondo documento di consultazione per la revisione dell'approccio standard per la misurazione del rischio di credito

16/12/2015 11:04

La proposta del Comitato, che contiene diverse novità rispetto al documento pubblicato nel dicembre 2014, rientra nel più ampio quadro di revisione del framework regolamentare volto a bilanciare semplificazione, sensibilità al rischio e comparabilità dei risultati. Tra le novità della nuova proposta, figura il reintegro dei rating che potranno essere utilizzati, in modo non meccanico, per le esposizioni nei confronti di banche e imprese.

La consultazione avrà termine l'11 marzo 2016.

Comunicato stampa Documento di consultazione

---

## Nuovo documento di consultazione ESMA sul Marginal Period of Risk

16/12/2015 11:04

L'ESMA ha lanciato un documento di consultazione riguardante il MPOR (*Marginal Period of Risk*) ai sensi del Regolamento EMIR. La proposta dell'ESMA, che prevede la modifica del periodo di liquidazione minimo che le controparti centrali devono applicare, è diretta a ridurre le differenze tra il régime europeo e quello americano.

La consultazione avrà termine l'1 febbraio 2016.

Documento per la consultazione

---

## PRA: approvati i modelli interni di 19 imprese assicurative inglesi ai sensi della normativa Solvency II

16/12/2015 11:03

L'annuncio della Prudential Regulation Authority rappresenta un passo significativo per il settore assicurativo inglese verso il recepimento della nuova normativa che entrerà in vigore da gennaio 2016.

Comunicato stampa

---

## Nuove Linee guida ESMA su strumenti di debito complessi e depositi strutturati

16/12/2015 11:03

L'ESMA ha pubblicato un report contenente le Linee guida in materia di strumenti di debito complessi e depositi strutturati ai sensi della nuova normativa MiFID II. Le nuove Linee guida mirano ad aumentare la protezione degli investitori tramite l'identificazione degli strumenti di debito complessi e depositi strutturati per i quali non sarà applicabile il meccanismo della mera esecuzione degli ordini (*execution-only*).

Final Report

---

## EBA: rilasciato giudizio sui report di terzo pilastro per l'anno 2014

16/12/2015 11:03

L'EBA ha rilasciato il proprio giudizio sui report di terzo pilastro redatti da un paniere di banche europee con riferimento all'anno 2014. Si tratta del primo giudizio di conformità dei report delle banche ai requisiti di trasparenza introdotti dalla CRR (*Capital Requirements Regulation*). Sebbene il giudizio segnali un aumento complessivo del livello di trasparenza, il completamento del processo di adeguamento ai nuovi requisiti è, secondo l'Autorità bancaria europea, ancora in corso.

Comunicato stampa

---

## FED: approvata modifica in materia di requisiti patrimoniali e stress test

16/12/2015 11:03

Il Board della Federal Reserve ha approvato delle modifiche ai requisiti di patrimonializzazione e agli stress test per il 2016. L'applicazione del leverage ratio supplementare per le banche di maggiori dimensioni sarà richiesto solo a partire dal 2017. L'utilizzo di approcci avanzati negli esercizi di stress test è, invece, rimandato indefinitamente.

Comunicato stampa

---

## Accordo Parlamento Europeo-Consiglio in materia di regolamentazione dei benchmark finanziari

16/12/2015 11:03

L'accordo, accolto favorevolmente dalla Commissione Europea, prevede l'introduzione di una regolamentazione volta a garantire accuratezza e integrità di indicatori e indici usati come valori di riferimento per gli strumenti finanziari. La proposta, che ha lo scopo di evitare le manipolazioni emerse a seguito degli scandali Libor e Euribor, rispecchia i principi già adottati dallo IOSCO a livello internazionale.

Comunicato stampa

---

## La Commissione Europea propone nuove misure per rafforzare la protezione dei depositi e ridurre i rischi bancari

16/12/2015 11:02

È stata pubblicata una proposta legislativa della Commissione Europea volta ad istituire un sistema di assicurazione dei depositi bancari per la zona euro (EDIS). La proposta è accompagnata da una comunicazione che definisce altre misure dirette a ridurre ulteriormente i rischi residui nel settore bancario.

Comunicato stampa

---

## BCE: adottati 2 nuovi Indirizzi riguardanti il quadro di riferimento della politica monetaria dell'Eurosistema

16/12/2015 11:02

La BCE ha adottato 2 nuovi Indirizzi, ECB/2015/34 e ECB/2015/35, che introducono modifiche al quadro di riferimento della politica monetaria dell'Eurosistema. Le principali modifiche riguardano l'eleggibilità dei cosiddetti " *non-marketable debt instruments backed by eligible credit claims* " per usi cross-border (ECB/2015/34) e la definizione degli haircuts addizionali per i covere bond utilizzati come collateral dall'emittente o da controparti ad esso collegate (ECB/2015/35).

Comunicato stampa ECB/2015/34 ECB/2015/35

---

## Banca d'Italia: consultazione sulla raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche

16/12/2015 11:02

La Banca d'Italia sottopone a consultazione una revisione delle disposizioni in materia di raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche. Obiettivo principale della revisione è quello di rafforzare i presidi normativi, patrimoniali e di trasparenza a tutela dei risparmiatori che prestano fondi a soggetti diversi dalle banche.

La consultazione avrà termine il 18 gennaio 2016.

Testo della consultazione

## Il Comitato di Basilea presenta analisi su impatto FRTB su requisiti patrimoniali

16/12/2015 11:01

Il Comitato di Basilea ha pubblicato i risultati dell'analisi volta a misurare l'impatto delle modifiche proposte in tema di rischio di mercato (FRTB, *fundamental review of the trading book*). L'analisi mostra che le modifiche nel calcolo del requisito patrimoniale sul rischio di mercato produrranno un aumento stimato del 4,7% della capitalizzazione minima richiesta in ottica Basilea III.

Comunicato stampa

---

## EBA: consultazione sul trattamento delle operazioni cross-border di supporto finanziario infragruppo in ottica LCR

16/12/2015 11:01

L'EBA ha lanciato una consultazione pubblica sui requisiti tecnici da definire per l'applicazione di un trattamento preferenziale nel calcolo dell'LCR (*Liquidity Coverage Requirement*) per le operazioni cross-border di supporto finanziario infragruppo.

La consultazione avrà termine il 13 gennaio 2016.

Comunicato stampa

---

Direttore: Emilio Barucci.

Redattori: Roberto Baviera, Michele Bonollo, Gaetano La Bua, Daniele Marazzina, Giulia Mele, Carlo Milani, Silvia Dell'Acqua.

© 2015 FinRiskAlert - Tutti i diritti riservati.

---

Le opinioni riportate negli articoli e nei documenti del sito [www.finriskalert.it](http://www.finriskalert.it) sono espresse a titolo personale dagli autori e non coinvolgono in alcun modo l'ente di appartenenza.

Gli articoli e documenti pubblicati nel sito e nella newsletter FinRiskAlert hanno l'esclusiva finalità di diffondere i risultati di studi e ricerche a carattere scientifico. Essi non rappresentano in alcun modo informazioni o consulenza per investimenti, attività riservata, ai sensi delle leggi vigenti, a soggetti autorizzati.