

in breve tempo ogni dubbio sui bilanci delle banche. Le ricapitalizzazioni sono state realizzate attraverso l'acquisto di azioni privilegiate, con stringenti vincoli (per esempio sulle politiche di remunerazione e di distribuzione di dividendi e sulla nomina di consiglieri di amministrazione). Grazie alla ripresa della fiducia il Tesoro ha ottenuto plusvalenze. Ma soprattutto l'economia è ripartita molto più velocemente di quanto accaduto in Europa.

**Il Vecchio Continente** si è mosso in ordine sparso. La Germania è stata la più attiva, ma anche altri sistemi bancari hanno ricevuto rilevanti aiuti pubblici: la Spagna per 60 miliardi, l'Irlanda e l'Olanda per 50, la Grecia per 40. A Madrid e Dublino si sono utilizzate bad bank di sistema, finanziate con denaro degli altri Paesi Ue, per togliere asset deteriorati dalle banche. La Nama irlandese, controllata per il 49% dallo Stato e per il 51% dalle banche nazionali, è nata nel 2009, acquistando dagli istituti immobiliari per 74 miliardi (pagando circa 30 miliardi) con l'obiettivo di rivenderli nel giro di dieci anni. Anche la bad bank ha avuto un tornaconto, in quanto ha approfittato della ripresa dei prezzi del mercato immobiliare irlandese e ha stimato 1 miliardo di utile a fine programma. Nel 2012 invece è stata costituita la Sareb spagnola (per il 55% privata e per il 45% pubblica attraverso il fondo di ristrutturazione Frob). Le Cajas salvate con aiuti pubblici hanno ceduto attivi per 96,7 miliardi a un prezzo di 45,9 miliardi. Come si può notare, si tratta di svalutazioni molto meno stringenti di quelle adottate per le risoluzioni italiane (50-60% invece di 83%). Un'analisi di Boston Consulting Group ha inoltre rilevato che le due bad

## Altro che stress test, ci vorrebbe un Atlante europeo

di Roberto Sommella

**D**ate ad Atlante una leva e vi solleverà 80 miliardi di sofferenze bancarie. E questa la finalità del nuovo fondo che gli istituti italiani e la Cdp stanno mettendo a punto per aiutare le banche che devono varare aumenti di capitale e ridurre appunto i non performing loans, ossia i crediti che non tornano a casa. Nell'affrontare la materia delicatissima del risparmio e di chi lo investe, è fondamentale capire appunto quanti miliardi, dai 6 presunti iniziali di dotazione, provenienti dai principali attori del mercato, potranno essere movimentati. Ci sono alcuni precedenti importanti che possono funzionare da benchmark. Il Feis, il fondo che è alla base del Piano Juncker per gli investimenti, grazie a una leva di 15 fa crescere gli iniziali 21 miliardi di conferimento fino a 315, resi disponibili per progetti europei di varia natura. In più, la garanzia della Commissione Ue e della Bei copre di fatto l'80% dei prestiti che le banche faranno agli aspiranti imprenditori.

**Poi ci sono gli eccessi**, da evitare come la peste. Al tempo della Lehman Brothers e dell'arrembante finanzcapitalismo alcune banche d'affari americane arrivarono ad avere una leva di 185, creando il caos e quasi l'implosione del sistema quando questa evidentemente si ruppe. Visto che abbiamo inventato noi le banche e abbiamo una tradizione secolare alle spalle, c'è da dire che l'ipotetica leva di 5 prefigurata da alcuni analisti sembrerebbe pragmatica (in questa fase di cantiere aperto il condizionale è d'obbligo). Ma è chiaro che tutto si giocherà alla fine sulla forza di questa caratteristica tecnica. Sulla bontà dello strumento sono arrivate le rassicurazioni del governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco e del ministro dell'Economia Pier Carlo Padoan,

che hanno l'indubbio merito di essere stati rapidi nell'individuare uno strumento che non faccia rientrare dalla finestra l'accusa di aiuti di Stato, uscita a suo tempo dalla porta quando Bruxelles bocciò l'utilizzo del Fondo di garanzia dei depositi per salvare le quattro banche andate in risoluzione. Atlante dovrebbe intervenire a garanzia dei futuri aumenti di capitale, a cominciare da quelli della Popolare di Vicenza e di Veneto Banca per complessivi 2,5 miliardi (nello scenario definito peggiore dagli analisti) e poi col tempo occuparsi di acquistare e rivendere (grazie appunto alla leva di cui sopra) le sofferenze che pesano come un macigno sulle banche della Penisola.

Decisamente un lavoro impegnativo, come il suo nome, del tutto appropriato, sta a dimostrare. Anche qui sono due i numeri che fungono da fari per il lavoro titanico del Fondo: 17 euro, il prezzo riconosciuto ogni 100 euro di crediti incagliati alle quattro banche salvate dal governo con la normativa bail-in, e 40 euro, il valore che gli istituti stessi registrano in media nei bilanci ogni 100 di sofferenze. Più il prezzo di vendita di questi npl si avvicinerà a quota 40 e più veloce sarà la riforma dei tempi di recupero dei crediti, meglio staranno gli istituti, perché non dovranno effettuare svalutazioni nei libri contabili.

**Ma per avere un quadro completo** della situazione occorre non guardare all'isteria dei mercati, seguendo ogni giorno l'up & down delle azioni degli sportelli in Italia. Non è un metro significativo con cui valutare l'operatività del fondo-paracadute finché questo non sarà messo alla prova dei fat-

ti. Giova infatti ricordare che la perdita di valore in borsa degli istituti di credito è un fatto che accomuna tutti i Paesi europei. Secondo i dati riportati sabato 9 aprile su *Milano Finanza*, le quotazioni dei principali nove istituti bancari italiani da inizio anno hanno perso in media il 48,6%; in Grecia dal 1° gennaio è andata molto peggio (con una media dei primi quattro istituti pari a -94,6%) e male vanno anche le banche di Spagna (con una media dei sei istituti del -44,15%) e Portogallo (un unico istituto con il -64,7%). Ma anche le istituzioni creditizie di Paesi nordici hanno registrato andamenti di borsa penalizzanti in questi primi mesi del 2016. In Germania Deutsche Bank ha riportato un -57%, Commerzbank ha segnato un -43,7%; in Svizzera Credit Suisse ha registrato -50,4%, Julius Baer -22,45% e Ubs -22%; in Francia Crédit Agricole ha subito un -35,6%, Société Générale -33% e Bnp Paribas -25,4%; in Gran Bretagna la media dei cinque istituti bancari quotati sul Ftse 100 ha evidenziato uno score negativo del 32,9%.

**Questa litania di numeri negativi** sta a significare che c'è un problema bancario non solo in Italia ma in tutta l'Unione Europea ed è un problema di remunerazione degli impieghi. Sarebbe bene che le istituzioni continentali, invece di alzare sempre più i requisiti di capitale e porre paletti agli interventi statali, pensassero piuttosto alla creazione di un Atlante comunitario: crescita stentata, deflazione, tassi a zero e rendimenti negativi di molti bond sovrani stanno creando seri problemi a tutto il business creditizio e ciò non può che riverberarsi sulle valutazioni dei trader e infine sulle loro stesse quotazioni. Anche in questo caso la domanda chiave in borsa è sempre la stessa: il prezzo è giusto? (riproduzione riservata)

bank nel medio termine hanno avuto effetti positivi sulla concentrazione del settore (si è ridotto il numero di banche) e sulla redditività (salita di circa il 2%). Dall'agosto 2013 tutto è cambiato. Una comunicazione della Commissione Ue (la cui legittimità è stata messa in

discussione dall'avvocato generale della Corte di Giustizia Ue) ha vietato aiuti alle banche, anche attraverso i fondi di tutela dei depositi alimentati con denaro privato, senza la preventiva partecipazione alle perdite di azionisti e creditori (burden sharing). Il principio è stato ulteriormente allargato

con la direttiva sulle risoluzioni e il bail-in (Brrd), non adeguatamente contrastata dall'Italia. Le banche italiane si sono trovate così in mezzo al guado, con un elevato stock di sofferenze da smaltire ma senza gli strumenti usati negli altri Paesi per farlo e senza un mercato privato funzionante, se non al-

le condizioni punitive dei fondi compratori. Il problema delle sofferenze si è trascinato nel tempo, con conseguenze per l'economia. Per un'inversione di rotta ora si spera negli effetti del fondo Atlante e nell'accorciamento dei tempi di recupero dei non performing loans. (riproduzione riservata)

## Tra i 25 gestori delegati di Quaestio sgr spunta la Algebris di Serra

di Paola Valentini

**O**ltre alla partecipazione in Intesa Sanpaolo, che a valori di mercato a fine 2015 pesava per il 30% circa sul patrimonio della Fondazione Cariplo (e dal 2014 è gestita da Quaestio Capital Management sgr), l'ente presieduto da Giuseppe Guzzetti ha da oltre dieci anni una piattaforma di gestione, oggi denominata Quamvis Sicav Fis Fund One. A fine 2015 il patrimonio della Cariplo investito in questa sicav aveva un controvalore di mercato di 5,257 miliardi di euro. L'anno scorso Quamvis Sicav Fis Fund One ha registrato un rendimento praticamente nullo (-0,52%) dopo il +8,31% del 2014. Quaestio Capital Management sgr (in qualità di investment manager) gestisce questa piattaforma, che conta anche un amministratore (Quaestio Investments, tecnicamente il fund manager). Presidente della sgr e director di Quaestio Investments è Alessandro Penati. Il patrimonio di Quamvis Sicav

Fis Fund One è affidato in delega di gestione a 25 case di investimento che hanno un certo grado di libertà negli investimenti entro limiti che l'ente pone e controlla. Ma numero e tipologia di gestori possono comunque variare. I delegati selezionati nel corso del 2015 sono Avaron, Axa, Charlemagne, Deutsche Asset and Wealth Management, DoubleLine, Jpm, Marathon, Neuberger, Nomura, Prusik, Tecu, Threadneedle e Wcm. Questi nomi si aggiungono a quelli già attivi e quindi alla fine dello scorso anno le altre case di gestione selezionate risultavano anche Baron, Blackrock, Blue Bay, Goldman Sachs, Gsam, H2O, Muzinich, Pimco, Schroders, Ssga, Vontobel e Algebris, il fondo guidato

da Davide Serra, finanziere considerato vicino al presidente del Consiglio italiano Matteo Renzi.



Alessandro Penati

Quaestio sgr ha attualmente circa 10 miliardi di euro di asset, considerando sia le risorse in gestione ai money manager esterni sia le azioni che la Cariplo ha conferito negli anni scorsi nella cosiddetta «gestione patrimoniale partecipazioni quotate» (tra cui quella appunto in Intesa Sanpaolo). Quaestio Investments e Quaestio sgr sono detenute al 100% dalla lussemburghese Quaestio Holding, che a sua volta è partecipata dalla Fondazione Cariplo (37,65%), da Locke srl (società controllata dallo stesso Penati e titolare del 22%), dalla Cassa di Previdenza

dei Geometri (18%), dalla Direzione Generale Opere Don Bosco (15,60%) e dalla Fondazione Cassa dei Risparmi di Forlì (6,75%). Nel dettaglio, Quaestio Sgr, con sede a Milano, è dedicata esclusivamente alla gestione di patrimoni di clienti istituzionali ed è il money manager delegato di tutti i comparti del Quaestio Capital Fund, del Quamvis Sicav Fis e del comparto del Quivis Capital Fund denominato Ethical Global Balanced. Quaestio Investments Sa è una società lussemburghese e la sua attività consiste nella gestione del Quivis Capital Fund, del Quaestio Capital Fund e del fondo d'investimento alternativo Quamvis Sicav Fis. Quest'ultimo oggi ha quattro comparti attivi: il citato Quamvis Sicav Fis Fund One (ovvero quello che gestisce buona parte del patrimonio della Cariplo), il Quamvis Sicav Fis Fund Three, il Quamvis Sicav Fis Diversified Yield Fund e il Quamvis Sicav Fis Italian Growth Fund. (riproduzione riservata)