

# RIVISTA BANCARIA

## MINERVA BANCARIA



[www.rivistabancaria.it](http://www.rivistabancaria.it)

ISTITUTO DI CULTURA BANCARIA «FRANCESCO PARRILLO»

Marzo-Aprile 2011

Tariffa Regime Libero:-Poste Italiane S.p.a.-Spedizione in abbonamento Postale-70%-DCB Roma

2

# RIVISTA BANCARIA

MINERVA BANCARIA

ANNO LXVII (NUOVA SERIE)

MARZO-APRILE 2011 N. 2

## SOMMARIO

*Numero Speciale:*

*“Analisti finanziari: previsioni, raccomandazioni e rapporto con il mercato”*

- E. M. CERVELLATI      L'accuratezza delle previsioni degli analisti  
U. RIGONI              e la reazione di mercato ai cambi  
di raccomandazione e di target price              »      3

### *Saggi*

- M. ANOLLI              Rischio delle banche e previsioni  
E. BECCALLI              degli analisti finanziari              »      7

- E. CAVEZZALI          La prossimità a cluster industriali e l'accuratezza  
U. RIGONI              delle previsioni degli analisti finanziari              »      27

- E. CAVEZZALI          Report degli analisti e impatto delle variazioni  
E.M. CERVELLATI      delle raccomandazioni e dei target price:  
P. PATTITONI              evidenze sul mercato italiano              »      51  
U. RIGONI

### *Rubriche*

- Il rischio di tasso di interesse del banking book: un quadro di sintesi  
dell'architettura regolamentare di vigilanza (*D. Curcio - I. Gianfrancesco*)              »      69

- Nuove metriche per uno sviluppo sostenibile  
del portafoglio crediti (*C. Caprara*)              »      79

- Bankpedia:              Nuove voci pubblicate:  
BIOTECNOLOGIA IN AGRICOLTURA  
(*S. Savastano*); BUSINESS ANGEL (*A. Ceccarelli*);              »      83

### *Recensioni*

- Francesco Capriglione (a cura di), *Luci ed ombre della riforma universitaria*,  
(L. Infantino);              »      89

**Presidente del Comitato Scientifico: Giorgio Di Giorgio**

*Direttore Responsabile:* Giovanni Parrillo

*Comitato di redazione:* Eloisa Campioni - Mario Cataldo - Domenico Curcio - Vincenzo Formisano - Pina Murè - Giovanni Scanagatta - Giovanpietro Scotto di Carlo - Franco Varetto

*Direzione e redazione:* Largo Luigi Antonelli, 27 - 00145 Roma - Tel. 06 59637615 - Fax 06 5415732  
**e.mail: [redazione@rivistabancaria.it](mailto:redazione@rivistabancaria.it)**

*Amministrazione:* Editrice Minerva Bancaria S.r.l. - Amministratore unico: Roberto Ara -  
Via Silvio Pellico, 12 - 20121 Milano - tel. 02/8052146 - fax 02/867391

Spedizione in abbonamento postale - Pubblicazione bimestrale - 50% - Roma

ISSN: 1594-7556

Econ.Lit

## L'ACCURATEZZA DELLE PREVISIONI DEGLI ANALISTI E LA REAZIONE DI MERCATO AI CAMBI DI RACCOMANDAZIONE E DI TARGET PRICE

*I tre contributi contenuti in questo numero speciale dedicato agli analisti finanziari sono stati elaborati nell'ambito del Progetto di Ricerca di Rilevante Interesse Nazionale (PRIN) "Oltre le previsioni degli analisti. Caratteristiche dei report e potenziali reazioni del mercato" (periodo settembre 2008 – settembre 2010) sviluppato dalle Università di Padova, Bologna e Ca' Foscari Venezia. Le ricerche hanno come comune denominatore l'analisi del ruolo degli analisti come intermediari dell'informazione tra le società e il mercato.*

*In particolare, mentre i primi due lavori (Anolli, Beccalli e Cavezzali, Rigoni) analizzano il tema dell'accuratezza delle stime, il terzo (Cavezzali, Cervellati, Pattitoni, Rigoni) verifica la reazione del mercato a cambi di raccomandazioni e di target price. Anche se i due temi sono stati investigati in precedenti studi, le tre analisi proposte, oltre a presentare il vantaggio di fornire nuovi risultati sul caso italiano, sono innovative rispetto a quelle già note in letteratura da molteplici punti di vista.*

*L'articolo "Rischio delle banche e previsioni degli analisti finanziari" analizza l'accuratezza delle stime degli analisti su un campione di quasi 600 banche quotate (di 18 Paesi europei) componenti l'indice Stoxx 600 Banks nel periodo gennaio 2000 - marzo 2009. Il lavoro è di interesse non solo perché si focalizza sul comparto bancario (mentre molte ricerche sugli analisti si incentrano su aziende non finanziarie), ma soprattutto perché riguarda la percezione del rischio da parte degli analisti. Mentre, infatti, è noto ormai da tempo che le previsioni degli analisti tendono ad essere distorte, il contributo di Anolli e Beccalli mostra come l'accuratezza vari nel tempo e la dispersione negli errori di previsione aumenti in periodi di crisi. Analizzando quasi 50.000 previsioni, gli autori mostrano che gli analisti non sembrano essere stati in grado di percepire appieno l'aumento del rischio delle banche durante la recente crisi finanziaria, o quanto meno non sono stati in grado di incorporarlo tempestivamente nelle stime prodotte. Di conseguenza, durante la*

*crisi cresce la correlazione tra il rischio delle banche e l'intensità degli errori nelle previsioni. L'aspetto sorprendente è che questo risultato si verifica anche quando il maggior rischio delle banche potrebbe essere facilmente desumibile da dati contabili pubblicamente disponibili. Gli autori sostengono che i loro risultati testimoniano come sia i dati contabili che quelli di mercato non sembrino in grado di fornire adeguate e tempestive stime del rischio affrontato dalle banche. Essi ravvisano in una più efficace implementazione del terzo pilastro di Basilea 2, che mira a potenziare la disciplina di mercato, e nel rafforzamento degli obblighi informativi delle banche una possibile soluzione di tale problema.*

*Il lavoro "La prossimità a cluster industriali e l'accuratezza delle previsioni degli analisti finanziari" studia gli effetti della prossimità degli analisti sull'accuratezza delle loro stime. Il contributo più innovativo di Cavezzali e Rigoni consiste nel sostituire il concetto di prossimità dell'analista alla società analizzata con la nozione di prossimità a centri di specializzazione industriale. I cluster industriali, creando network (formali o informali) tra imprese e istituzioni di alta formazione e di ricerca, consentono lo sviluppo di importanti effetti di spill-over nelle conoscenze, grazie alla più facile circolazione delle informazioni. La ricerca, che si basa sull'analisi di quattro settori distinti e sei Paesi europei dal 2005 al 2007, mostra che l'accuratezza delle previsioni degli analisti è influenzata positivamente più dalla prossimità ai cluster industriali che alle imprese valutate. La ricerca esamina anche l'effetto congiunto della contemporanea vicinanza dell'analista sia alla società valutata che al cluster. In tali casi, la vicinanza alla società ha un effetto negativo sull'accuratezza delle stime. Ciò è coerente con l'ipotesi che la prossimità fisica e relazionale con la società analizzata, oltre a esercitare un effetto positivo dovuto alla disponibilità d'informazione di prima mano potrebbe rendere l'analista più soggetto ai conflitti d'interessi, pregiudicandone l'accuratezza. Pertanto, quando nell'analisi si introduce la prossimità al cluster, che si sovrappone ed elide con quella alla società, emerge con più chiarezza l'impatto negativo del potenziale conflitto d'interessi.*

*Infine, il lavoro "Report degli analisti e impatto delle variazioni delle raccomandazioni e dei target price: evidenze sul mercato italiano" analizza la reazione del mercato italiano a seguito di un cambio di raccomandazione o di target price. Si tratta della prima ricerca che prende in esame tutti i report emessi (più di 20.000) sulle società quotate sul mercato italiano nel periodo dal 1999 al 2009: la base dati, oltre a essere più completa, è anche più accurata di quelle commerciali le cui informazioni si sono dimostrate essere non sempre corrette. I risultati dello studio possono dunque ritenersi più affidabili ri-*

L'ACCURATEZZA DELLE PREVISIONI DEGLI ANALISTI E LA REAZIONE DI MERCATO AI CAMBI DI RACCOMANDAZIONE E DI TARGET PRICE LA PECULIARITÀ DEL CASO ITALIANO  
*spetto ad altri contenuti in confronti internazionali che, oltre a basarsi sui dataset commerciali, non tengono conto di importanti peculiarità regolamentari sulle "raccomandazioni" in Italia. Mentre la maggiore parte degli studi in letteratura ha analizzato la reazione del mercato separatamente ai cambi di raccomandazioni o di target price, la ricerca valuta l'effetto congiunto di queste variazioni. I risultati mostrano che la reazione del mercato italiano è negativa in caso di downgrade e positiva a seguito di upgrade, sia per i cambi di raccomandazione che di target price. Tale reazione appare maggiore in valore assoluto per i downgrade piuttosto che per gli upgrade. Inoltre, quando i report riportano sia un cambio di raccomandazione sia un cambio di target price, la reazione è intensificata in caso di doppio upgrade o doppio downgrade. Al contrario, quando la direzione della revisione di raccomandazione è opposta a quella del target price, i risultati suggeriscono che a prevalere sia l'informazione contenuta nel cambio di raccomandazione.*

*I tre lavori qui presentati sono solo una parte, ancorchè rilevante, delle ricerche svolte nell'ambito del PRIN che sono il frutto del lavoro congiunto dei ricercatori delle tre università. A tale proposito ci preme ricordare la motivazione principale che ha dato vita a questa collaborazione che è quella di attirare l'attenzione sui molteplici aspetti riguardanti gli analisti finanziari. Pur trattandosi di un progetto di ricerca accademica, l'auspicio è che possa interessare anche i practitioners, come gli analisti stessi, i responsabili delle aziende quotate, gli investor relator e, non ultime, le autorità di regolamentazione e vigilanza in ambito finanziario.*

*Enrico Maria Cervellati e Ugo Rigoni*