

European Banking Deleveraging - Tenax Credit Opportunities Fund

Dott. Massimo Figna

Fondatore e Amministratore Delegato Tenax Capital Ltd.,
Londra

Ho passato i miei ultimi otto anni a gestire un fondo finanziario che investe in società finanziarie globali. Il fondo è uno dei più grandi financial fund in Europa e il capitale che gestisco è stato prevalentemente sottoscritto da compagnie di assicurazioni.

Da questa esperienza nascono le riflessioni che vorrei esporvi con il mio intervento. Cercherò di illustrarvi quattro punti: il primo è relativo all'evoluzione dell'assets allocation delle compagnie assicurative europee negli ultimi cinque anni. Si tratta di un aspetto a mio avviso molto importante per capire l'evoluzione del sistema finanziario del continente. Il secondo punto attiene ad un cambiamento epocale, che sta caratterizzando il processo di deleveraging del settore bancario europeo.

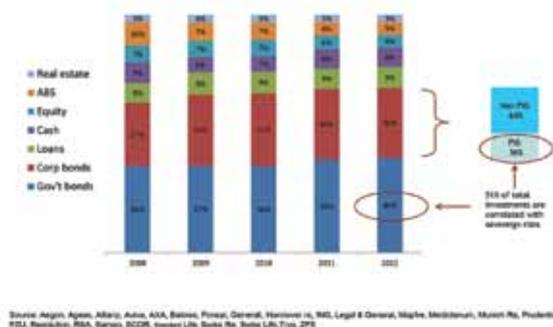
L'aggettivo epocale è pienamente appropriato a descrivere un cambiamento non ciclico, ma strutturale che sta trasformando in profondità l'industria finanziaria. Alla luce di queste osservazioni, nel terzo punto del mio intervento, illustrerò il progetto che ho lanciato due anni fa e che nasce dagli input delle compagnie di assicurazioni europee.

Mentre l'ultimo punto che vorrei affrontare con voi è la mia credibilità che deriva da quello che ho fatto fino ad oggi come gestore di un fondo finanziario che investe in banche e assicurazioni. Un compito che negli ultimi anni, come potete immaginare, non è stato affatto facile.

Il primo punto è la modifica dell'assets allocation negli investimenti delle compagnie assicurative europee. Ci sono due elementi essenziali che caratterizzano questa evoluzione. Il primo aspetto da considerare è l'enorme crescita della componente relativa ai government bond, la cui percentuale, sul totale degli investimenti, è passata dal 36% al 40% e un ammontare di circa tremila miliardi di assets ha cambiato destinazione. È una cifra la cui rilevanza, in rapporto al PIL europeo, può essere meglio apprezzata considerando che, nel vecchio continente, a differenza di quel che accade ad esempio in USA, i fondi pensione non sono così sviluppati. L'analisi della riallocazione degli investimenti dei fondi pensione è pertanto, in proporzione, più rilevante che nel resto del mondo.



Correlation: The challenge of the EU average
Insurance asset allocation



Il secondo dato essenziale, per comprendere quanto sta accadendo, è il significativo aumento dei corporate bond. Sul fronte opposto l'assets allocation delle compagnie europee registra una significativa contrazione della componente equity. Un'ulteriore osservazione è che nel 2012 il 36% del corporate bond riguardava obbligazioni di emittenti finanziari sostanzialmente rappresentati da prestiti subordinati. Sommando questa componente a quella dei government bond abbiamo un'evidenza molto concreta di come nel 2011/2012 oltre il 50% del balance sheet delle compagnie assicurative europee era guidato da un singolo fattore di rischio: lo spread. Di fatto le imprese assicurative, nella fase più acuta della crisi, si sono trovate a non poter rispettare la golden rule, che normalmente guida le scelte d'investimento, cioè la diversificazione.

In Italia la somma di queste due componenti era ancora superiore alla media europea arrivando in alcuni casi anche al 60/70%. È quasi come un corto circuito perché se possiedo quasi il 70% dei miei assets che sono guidati da un solo fattore di rischio ho il problema di non poterli diversificare.

Come mai si è arrivati a tutto ciò? Per la regolamentazione. L'aumento dei governativi e soprattutto la componente dei corporate bond è stata enormemente aumentata nel 2009, anno in cui, subito dopo Lehman Brothers, c'è stata un'esplosione degli spread. Le compagnie assicurative europee, in maniera indiscriminata, si sono tuffate in tutto ciò che era subordinato, non credendo che quello era come andare a prendere il rischio governativo. Ed è così che la componente di spread-risk nel complesso dell'euro balance sheet è aumentata in maniera esponenziale nel 2009.

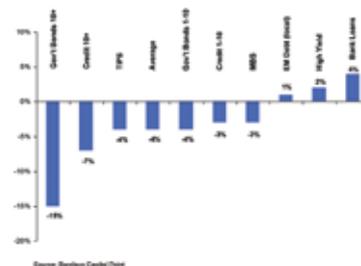
Solvency 2 e Basilea 3 hanno una rilevanza enorme anche nella gestione del business quotidiano, perché la fine della concessione di un singolo credito è guidata dalle due regolamentazioni e, a mio avviso, l'errore del legislatore europeo è stato di non approvarle in maniera coordinata.

Un aumento dei tassi di interesse comporta perdite ed il peggior capital loss che un

Volatility: understanding fixed income risk



Expected performance in a rising rate environment



investitore può subire è proprio nei titoli governativi. Al contrario i Bank loans offrono invece il migliore rischio rendimento in uno scenario di tassi in aumento.

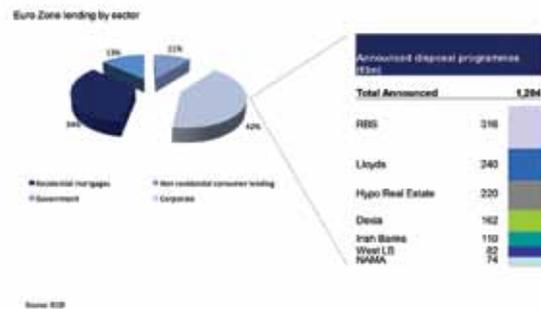
Il secondo punto di cui vi voglio parlare è il deleveraging delle banche. Il deleveraging avrà dimensioni imponenti, stimate in 2/4mila miliardi di euro. Sono cifre enormi che ovviamente avranno un impatto immediato sull'attività creditizia e sull'economia. Se il loan to deposit ratio, che attualmente è pari in Europa al 117%, si riducesse alla media americana (79%), il deleveraging raggiungerebbe un ammontare di 7mila miliardi di euro. Quora le banche europee dovessero assumere un livello di non performing loans del 3,2%, che è la percentuale media tra Germania, Francia, UK e Italia, si avrebbe un deleveraging da mille miliardi di euro. È un esito indotto dalle nuove regolamentazioni sui requisiti di capitale. Detenere una loan BBB paper obbliga un intermediario creditizio a detenere un capital requirement sotto Basel III, doppio rispetto a quello di Basel II. La regolamentazione assicurativa europea ha seguito questo esempio ed entrambe le regolamentazioni, americane ed europee, stanno producendo lo stesso effetto economico: quello di ridurre il capitale disponibile richiedendo un costante aumento del capitale di vigilanza sia alle banche che alle compagnie d'assicurazione.

Il consolidamento in Italia è un punto chiave. In America le principali quattro banche detengono il 45% degli assets bancari e il 34% dei depositi. In Europa ci sono 4.800 banche che detengono 45mila miliardi di cui 24mila di loans. Un restringimento del 10% comporterebbe 2,5mila miliardi in meno di prestiti.

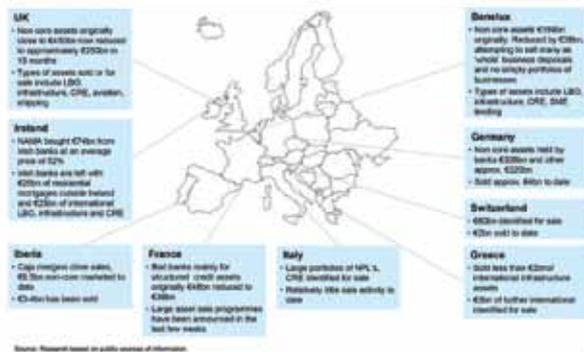
Nell'immagine a fianco troviamo le percentuali e l'ammontare delle dismissioni già annunciate da alcuni dei maggiori istituti di credito.

I Lloyd's, una delle principali banche UK (nazionalizzata), sta cedendo assets per 200/300 miliardi. Hypo Real Estate, che è stata nazionalizzata, ha ceduto portafogli creditizi per 220 milioni, Dexia, anch'essa nazionalizzata, ha annunciato disposal per 162 milioni, e così via. Nel complesso sono già state annunciate cessioni di crediti per circa 1.200 miliardi e molte operazioni non sono state rese note. Questo processo si sta sviluppando in tutta Europa con problematiche che tengono conto delle specificità di ciascun paese. È un processo a macchia di leopardo, non è uniforme e ogni paese ha la sua dinamica. Il timing, ad esempio, è

A very great deal of this is interesting to us



It is an ongoing process, but it has only just started



più sviluppato nell'UK rispetto a quello che possiamo osservare nel sud Europa. Abbiamo parlato dell'ammontare, inteso come stock, che dovrebbe essere messo sul mercato o comunque non rinnovato perché, quando si parla di deleveraging, si parla di crediti che, alla scadenza, non vengono rinnovati.

Per quanto riguarda il timing sono prevedibili diverse opzioni in relazione all'accelerazione o al rallentamento della regolamentazione ed a come reagirà la domanda del mercato. Vi sono variabili indipendenti difficili da stimare. Il picco dovrebbe comunque essere raggiunto nel 2014/2015, legato ovviamente al miglioramento dell'economia e all'andamento delle banche. Sotto quest'ultimo profilo l'assets current review sarà cruciale per determinare il timing, questo è il punto chiave per capire che tipo di recovering ci sarà e che tempi avrà.

Quando si parla di deleveraging si parla anche di attività molto disparate tra loro. L'immagine di fianco, utilizzata da Morgan Stanley, prende in considerazione sostanzialmente quattro aree. I non performing loans (incagli e sofferenze), i performing loans e gli high grade securities – che alcune banche vendono perché sono di clienti di cui loro non vogliono più essere prestatori, run-off – di assets che non rappresentano più il core business della banca.

Ho parlato della problematica relativa allo stock di credito che potrebbe non essere rinnovato e quindi ha un impatto diretto nell'economia di un paese.

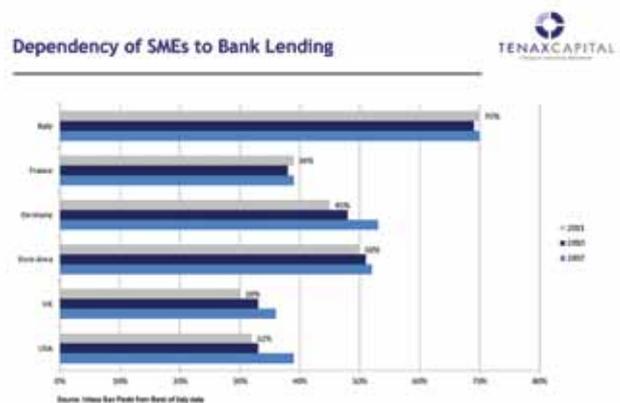
Nell'immagine di fianco troviamo lo status quo della dipendenza delle piccole e medie imprese al lending bancario, cioè quanto le piccole e medie imprese sono, in questi paesi, dipendenti dalle banche rispetto a erogatori non bancari e questo secondo me è un punto chiave. Come si può osservare l'Italia, sia per motivi storici che strutturali, registra il tasso di dipendenza tra i più elevati al mondo. I dati provengono da Intesa-San Paolo e da Banca d'Italia e mostrano il vero nodo che il Paese deve affrontare: si deve rompere il circolo vizioso tra il debito pubblico e l'incapacità di avere una crescita. È quest'ultima che, dopotutto, consente di sostenere il debito



Four Likely bucket

We think that there are four broad buckets of bank deleveraging likely for banks⁽¹⁾. We think €1.8-2.8tr likely, depending on degree of sovereign stress

Category	NPAs, distressed (€)	Performing loans and high grade securities (€)	Run-offs (€)	Non core activities (€)
Non performing loans and high grade securities	• Non performing loans (NPLs) • Non performing assets (NPAs) • Distressed securities	• Performing loans • High grade securities	• Run-offs	• Non core activities
Run-offs	• Non performing loans (NPLs) • Non performing assets (NPAs) • Distressed securities	• Performing loans • High grade securities	• Run-offs	• Non core activities
Non core activities	• Non performing loans (NPLs) • Non performing assets (NPAs) • Distressed securities	• Performing loans • High grade securities	• Run-offs	• Non core activities
Other	• Non performing loans (NPLs) • Non performing assets (NPAs) • Distressed securities	• Performing loans • High grade securities	• Run-offs	• Non core activities



pubblico. Ma la capacità di crescita deve venire dalla possibilità di avere credito e capitale di rischio perché le imprese non possono crescere e aumentare l'occupazione se non ci sono credito e capitale di rischio. Il punto sta proprio qui. Il capitale di rischio delle imprese, l'equity, era acquistato da chi era interessato ad un lungo orizzonte di investimento (tipicamente fondi pensione e assicurazioni) che, come abbiamo visto, hanno dovuto ridurre questa componente di investimento per ragioni regolamentari. Il credito per definizione lo offrono le banche, e anch'esso si sta riducendo per le ragioni sopra indicate. La conclusione è inevitabile: non si può pensare di avere una crescita in mancanza di credito e componente equity.

Il terzo punto dell'intervento riguarda la mia attività. Tre anni fa creai un forum con gli "Chief and Investment Office" tre delle più grosse compagnie assicurative europee, che poi sono diventate dieci. Da alcuni incontri semestrali è nato, su loro input, il progetto di Tenax Credit Opportunities. Il progetto è un fondo nato per rispondere alle problematiche sorte dalla disintermediazione bancaria e, sul versante delle compagnie di assicurazione, dalla regolamentazione in arrivo di Solvency 2.

Che cos'è il Tenax Credit Opportunities Fund? Noi andiamo a investire in quella che è un'area (the neglected middle ground) poco osservata e poco interessante per i vari soggetti dell'arena finanziaria, principalmente banche e fondi pensione, ma dove le compagnie possono trarre un grande valore. Siamo un high yield fund, non siamo né un traditional distressed debt fund, né un distressed private equity fund e neanche un generalist credit hedge fund. Investiamo in debito e strumenti di debito e in società che hanno un forte underlying business. È una strategia long buy-and-hold di lungo termine e senza leva. Sostanzialmente andiamo a comprare loans, bonds o strumenti ibridi per finanziare le piccole e medie imprese. In questo momento abbiamo investito prevalentemente in Scandinavia, UK e Germania, anche perché questo prodotto è nato due anni fa e l'investimento in Italia era molto difficile perché non si riusciva a raccogliere capitale.

Abbiamo raccolto 180 milioni allocati in cinque anni. Il fondo è chiuso e c'è un totale allineamento tra la durata dei capitali disponibili e la durata degli investimenti che facciamo fornendo il credito a piccole e medie imprese, con un team che ha una comprovata esperienza. È un esempio di come si può intervenire nel processo di deleveraging del settore bancario. Quello che si sta sviluppando è quello che in gergo viene chiamato shadow banking che mi auguro non venga osteggiato dai regolatori, ma che, al contrario, sia osservato e favorito.

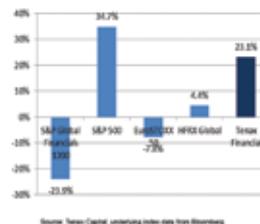
In Italia abbiamo avuto successo perché questo fondo è il primo di diritto estero di credito ad essere stato approvato dalla Banca d'Italia. Purtroppo l'iter di approvazione è stato lungo e faticoso. Si è concluso due settimane prima che il fondo chiudesse e, quindi, nonostante alcune compagnie assicurative italiane avessero già dichiarato il loro interesse all'investimento, non hanno potuto portarlo ad esecuzione perché la Banca d'Italia ha impiegato undici mesi e mezzo a dare la sua autorizzazione. Resta comunque un segnale importante e che va nella direzione giusta. Il debito pubblico rimarrà sempre un fardello di cui non ci libereremo, ma bisogna far ripartire l'economia e questo avverrà soltanto se vi sarà disponibilità di credito e capitale di rischio, fonti che debbono venire dal risparmio. L'Italia, a differenza dell'UK, ha un enorme ammontare di risparmio che, in qualche modo, si sta erodendo e che deve essere canalizzato. In America hanno i fondi pensione, che sono presenti anche in Europa e in Italia, ma che sono molto più complicati. Questo perché la crisi ha reso i processi di selezione molto più lunghi. Questo è un problema che va affrontato per far ripartire la crescita.

Per concludere il progetto partito per la raccolta del capitale è stato chiuso. E il fondo è stato costruito in funzione delle richieste delle compagnie di assicurazione. Come ultimo punto vorrei parlarvi del mio track record. Otto anni fa, successivamente alla grande crisi del 2001 del settore assicurativo – in quegli anni le prime dieci compagnie assicurative europee ne subirono l'impatto e furono costrette a fare aumenti di capitale –, andai dalla più grossa compagnia assicurativa italiana. In quel tempo ero in UBS e ho seguito tutti gli aumenti di capitale delle compagnie. Queste, a quel tempo, possedevano circa un terzo di tutto il mercato equity. Oggi hanno il 10/15%. In quel momento il regolamentatore europeo fece un errore. Per cercare di regolamentare il problema del capitale delle assicurazioni, prese spunto dal settore finanziario che non era stato toccato dalla crisi, cioè quello bancario. Nel 2001/2002 non c'era alcun problema di credito e anche i cittadini non avevano avvertito la drammaticità del momento attraversato dal settore assicurativo (che di fatto era insolvente), perché non c'era il credit spread risk, non c'era un problema di credito, ma di economy e di rallentamento economico. Era solo una recessione come tante. E il regolatore, come dicevo, prese spunto dal settore bancario ed utilizzò il VAR (Value at Risk) come embrione della nuova regolamentazione prudenziale del settore assicurativo, quella di Solvency II. Il VAR, misuratore cardine del rischio per le banche è stato dunque esportato anche nel settore assicurativo. Ma è stato un errore. Le compagnie di

Tenax Global Financials Fund results after 8 years



Tenax Performance vs. key indices
Since inception (Jan 05) to August 2013 (net of fees)



- Tenax Financials Fund plc is a highly focused fundamentally driven long/short equity fund investing in global financial stocks
- The fund was launched in January 2005 with seed capital from Generali of €50m.
- Since inception, the fund has exhibited annualised return and volatility of 2.3% (net of fees) & 5.4% respectively
- The fund has recorded average net exposure since inception of 19%
- The fund is managed by an experienced portfolio manager & financial analysts with combined experience of >25 years

assicurazione sono state gestite per centinaia di anni seguendo il principio di mutualità e anche di prudenza del buon padre di famiglia, questo significava creare buffer, riserve di capitale. Peccato che Solvency II non permetta la creazione di buffer. È un modello meccanicistico, stocastico, e questo ha creato danni ingenti, ancora oggi non del tutto compresi.

Come dicevo, nel 2004 sono andato dalla più grossa compagnia assicurativa italiana dicendo che bisognava investire in equity, ma con bond volatility anche se sembra un controsenso pensare di avere dei significativi ritorni con la volatilità di un bond, ma utilizzando strumenti molto tradizionali (una strategia di long short equity) questo è possibile. Nella tabella che vi presento vedrete il nostro ritorno al netto di fees in otto anni comparato con i principali indici europei e mondiali. L'indice globale degli hedge fund ha avuto un ritorno cumulato del 4,4% e il nostro è stato del 23%, ma la cosa più importante è che abbiamo investito su un orizzonte di otto anni, soltanto in banche e assicurazioni. Abbiamo gestito il rischio con una volatilità media del 5%, quella di un medio bond, mentre la volatilità dell'equity sta intorno al 18%.

