

Attesa o Sorpresa?

La reazione degli investitori al *Comprehensive Assessment*



Franco Fiordelisi ^{a,b*}, Ornella Ricci^b, Francesco Saverio Stentella Lopes^c

^a *Durham Business School, United Kingdom* (franco.fiordelisi@durham.ac.uk)

^b *University of Rome III, Italy*

^c *Bangor Business School, United Kingdom*

RQ1:
Come hanno reagito gli
investitori al Comprehensive
Assessment?

RQ2:
Ha il Comprehensive
Assessment ha raggiunto
l'obiettivo della European
Central Bank di migliorare la
trasparenza del mercato
bancario?

RQ3:
Gli investitori sono stati
rassicurati dal
Comprehensive Assessment
e dal Single Supervisory
Mechanism?

Agenda

Broad Research Question (RQ):

il *Comprehensive Assessment* ha raggiunto i suoi obiettivi?

- RQ1:
Come hanno reagito gli investitori al *Comprehensive Assessment*?
- RQ2:
Il *Comprehensive Assessment* ha raggiunto l'obiettivo della *European Central Bank* di migliorare la trasparenza del mercato bancario?
- RQ3.
Gli investitori sono stati rassicurati dal *Comprehensive Assessment* e dal *Single Supervisory Mechanism*?



Attesa o Sorpresa?
**La reazione degli investitori
al Comprehensive
Assessment**

Fiordelisi, F.,
Ricci, O.,
Stentella Lopes F.S.

RQ1:
Come hanno reagito gli
investitori al Comprehensive
Assessment?

RQ2:
Ha il Comprehensive
Assessment ha raggiunto
l'obiettivo della European
Central Bank di migliorare la
trasparenza del mercato
bancario?

RQ3.
Gli investitori sono stati
rassicurati dal
Comprehensive Assessment
e dal Single Supervisory
Mechanism?

1. Il Comprehensive Assessment (CA): il primo passo del Single Supervisory Mechanism

- La crisi finanziaria è stata “facilitata” da una non corretta regolamentazione e supervisione
- Autunno 2012:
la Commissione Europea decide di intraprendere un cambio epocale creando un sistema di *Single Supervisory Mechanism* (SSM) guidato by the *European Central Bank* (ECB)
- 4 Novembre 2014:
le banche significative (130 banche in 19 paesi, con un totale attivo di €22 trilioni, i.e. 82% del totale attivo nell’Eurozona) sono sotto la supervisione diretta di ECB
- In preparazione del SSM, ECB e Banche Centrali Nazionali avviano il Comprehensive Assessment (CA) “*providing the necessary clarity on the banks that will be subject to the ECB’s direct supervision*” (ECB, 2013, p. 1).

RQ1:
Come hanno reagito gli
investitori al Comprehensive
Assessment?

RQ2:
Ha il Comprehensive
Assessment ha raggiunto
l’obiettivo della European
Central Bank di migliorare la
trasparenza del mercato
bancario?

RQ3.
Gli investitori sono stati
rassicurati dal
Comprehensive Assessment
e dal Single Supervisory
Mechanism?

1. Il Comprehensive Assessment (CA): il primo passo del Single Supervisory Mechanism

- Sebbene le autorità di supervisioni nazionali avessero già intrapreso numerose azioni per far fronte alla crisi finanziaria, ECB scrive: *“weaknesses remain, compounded by the perception that banks’ balance sheets are not transparent and concerns about their overall risk situation”* (ECB 2013,p.2).
- ECB (2013, p. 2): *“The exercise has three main goals:*
 - **transparency**, that is, *enhancing the quality of information available concerning the condition of banks;*
 - **repair**, *by identifying and implementing necessary corrective actions, if and where needed;*
 - **and confidence building**, *namely assuring all stakeholders that banks are fundamentally sound and trustworthy”*.

Attesa o Sorpresa?
La reazione degli investitori
al Comprehensive
Assessment

Fiordelisi, F.,
Ricci, O.,
Stentella Lopes F.S.

RQ1:
Come hanno reagito gli
investitori al Comprehensive
Assessment?

RQ2:
Ha il Comprehensive
Assessment ha raggiunto
l’obiettivo della European
Central Bank di migliorare la
trasparenza del mercato
bancario?

RQ3.
Gli investitori sono stati
rassicurati dal
Comprehensive Assessment
e dal Single Supervisory
Mechanism?

1. Il Comprehensive Assessment (CA): il primo passo del Single Supervisory Mechanism

Il nostro lavoro è quello di verificare se gli scopi del CA (eccetto il *repair*) siano stati raggiunti

- Il focus è se il CA abbia migliorato:
 - la trasparenza (il CA ha prodotto nuova informazione utile al mercato) e
 - La fiducia (es. Aumentando le quotazioni delle azioni delle banche)
- La nostra analisi si basa sull'effetto sui rendimenti azionari in corrispondenza dell'annuncio dei vari step del CA
- Oggetto di studio:
 - 159 banche, di cui:
 - 50 banche comprese nel CA, di cui:
 - 15 (denominate “gap banks”) hanno registrato un *capital shortfall* al termine del CA

Attesa o Sorpresa?
La reazione degli investitori
al Comprehensive
Assessment

Fiordelisi, F.,
Ricci, O.,
Stentella Lopes F.S.

RQ1:
Come hanno reagito gli
investitori al Comprehensive
Assessment?

RQ2:
Ha il Comprehensive
Assessment ha raggiunto
l'obiettivo della European
Central Bank di migliorare la
trasparenza del mercato
bancario?

RQ3:
Gli investitori sono stati
rassicurati dal
Comprehensive Assessment
e dal Single Supervisory
Mechanism?

1. Il Comprehensive Assessment (CA): il primo passo del Single Supervisory Mechanism

Attesa o Sorpresa?
La reazione degli investitori
al Comprehensive
Assessment

Fiordelisi, F.,
Ricci, O.,
Stentella Lopes F.S.

September 7, 2012	ECB vice-president's speech at the Duisenberg School of Finance on "Toward a European banking union".
September 12, 2012.	The European Commission adopts two proposals for the establishment of a Single Supervisor Mechanism (SSM) for banks led by the European Central Bank (ECB).
December 14, 2012	ECOFIN council reaches a landmark agreement on the establishment of the SSM ECOFIN in Disclosure of the criteria adopted by ECB to identify significant banks
February 12, 2013	ECB Vice-President 's speech at the Warwick Economics Summit, on "Financial stability risks, monetary policy and the need for macro-prudential policy"
September 12, 2013.	ECB welcomes European Parliament vote to create single supervisory mechanism
October, 23, 2013	ECB starts comprehensive assessment in advance of supervisory role
December 16, 2013	Danièle Nouy appointed as Chair of the Supervisory Board
January 09, 2014	New Directors General for supervision appointed. Four new Directors General to take up positions in early 2014
January 22, 2014	ECB proposes candidate for Vice-Chair of the SSM Supervisory Board
February 03, 2014	ECB makes progress with asset quality review, and confirms stress test parameters for comprehensive assessment

RQ1:
Come hanno reagito gli
investitori al Comprehensive
Assessment?

RQ2:
Ha il Comprehensive
Assessment ha raggiunto
l'obiettivo della European
Central Bank di migliorare la
trasparenza del mercato
bancario?

RQ3.
Gli investitori sono stati
rassicurati dal
Comprehensive Assessment
e dal Single Supervisory
Mechanism?

1. Il Comprehensive Assessment (CA): il primo passo del Single Supervisory Mechanism

Attesa o Sorpresa?
La reazione degli investitori
al Comprehensive
Assessment

Fiordelisi, F.,
Ricci, O.,
Stentella Lopes F.S.

February 07, 2014	ECB launches public consultation on draft ECB SSM Framework Regulation
March 07, 2014	Supervisory board members appointed
March 11, 2014	ECB publishes manual for asset quality review
April 25, 2014	ECB publishes SSM Framework Regulation
April 29, 2014	ECB to give banks six to nine months to cover capital shortfalls following comprehensive assessment
May 27, 2014	ECB launches public consultation on draft ECB regulation on supervisory fees
July 17, 2014	ECB publishes disclosure process for comprehensive assessment
July 23, 2014	Lithuania to join euro area and Single Supervisory Mechanism (SSM) on 1 January 2015
September 04, 2014	ECB publishes final list of significant credit institutions
September 08, 2014	Members of the Administrative Board of Review appointed
October 10, 2014	ECB to disclose final results of comprehensive assessment
October 22, 2014	Statement about media reports ahead of comprehensive assessment results
October 23, 2014	ECB launches public consultation on draft Regulation on reporting of supervisory financial information
October 26, 2014	ECB's in-depth review shows banks need to take further action
November 04, 2014	SSM starts

RQ1:
Come hanno reagito gli
investitori al Comprehensive
Assessment?

RQ2:
Ha il Comprehensive
Assessment ha raggiunto
l'obiettivo della European
Central Bank di migliorare la
trasparenza del mercato
bancario?

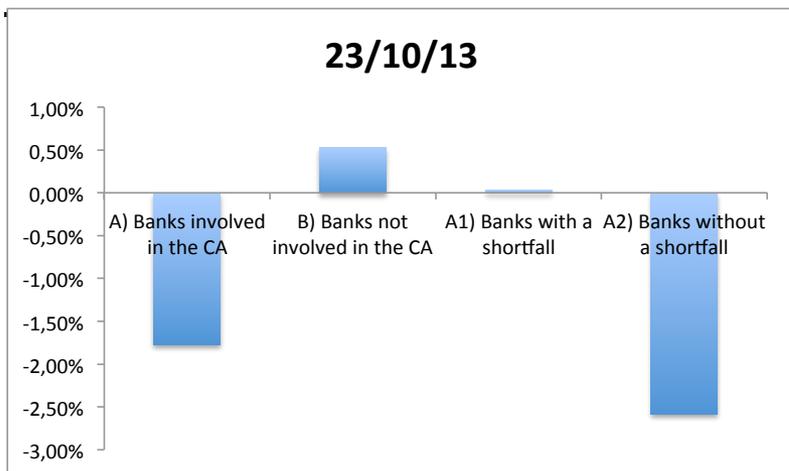
RQ3:
Gli investitori sono stati
rassicurati dal
Comprehensive Assessment
e dal Single Supervisory
Mechanism?

RQ1: Come hanno reagito gli investitori al Comprehensive Assessment?

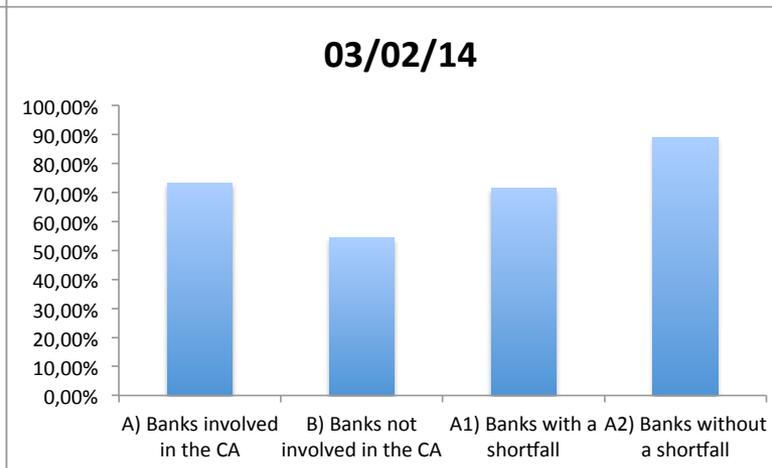
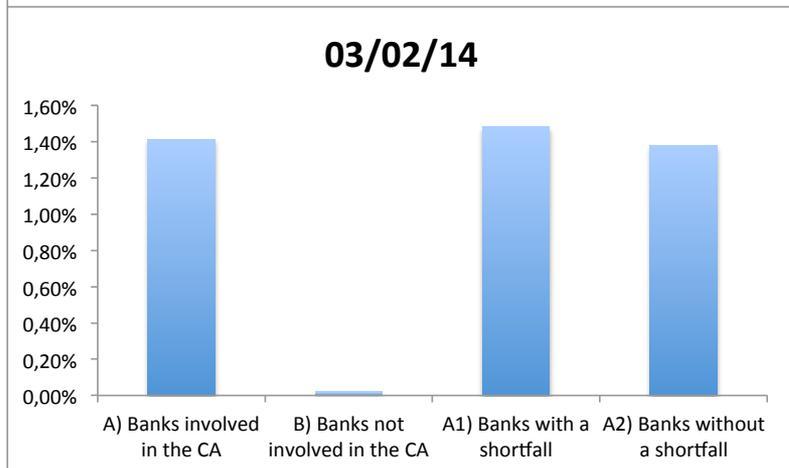
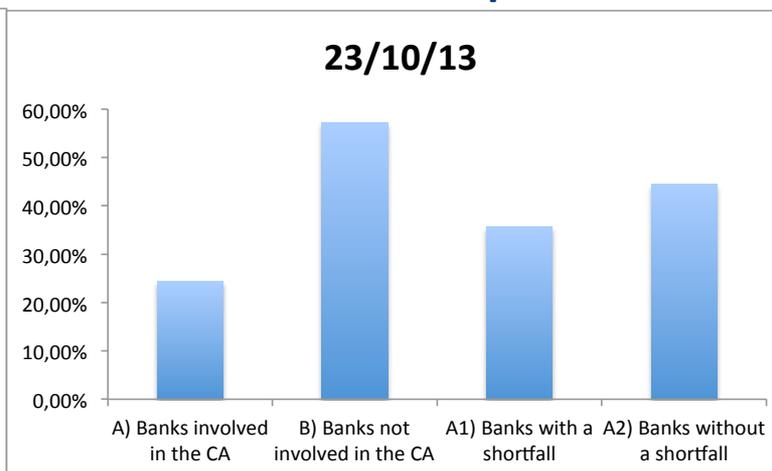
Attesa o Sorpresa?
La reazione degli investitori al Comprehensive Assessment

Fiordelisi, F.,
Ricci, O.,
Stentella Lopes F.S.

CAR(-1,+1)



Percentuale di banche con un CAR positivo



RQ1:
Come hanno reagito gli investitori al Comprehensive Assessment?

RQ2:
Ha il Comprehensive Assessment ha raggiunto l'obiettivo della European Central Bank di migliorare la trasparenza del mercato bancario?

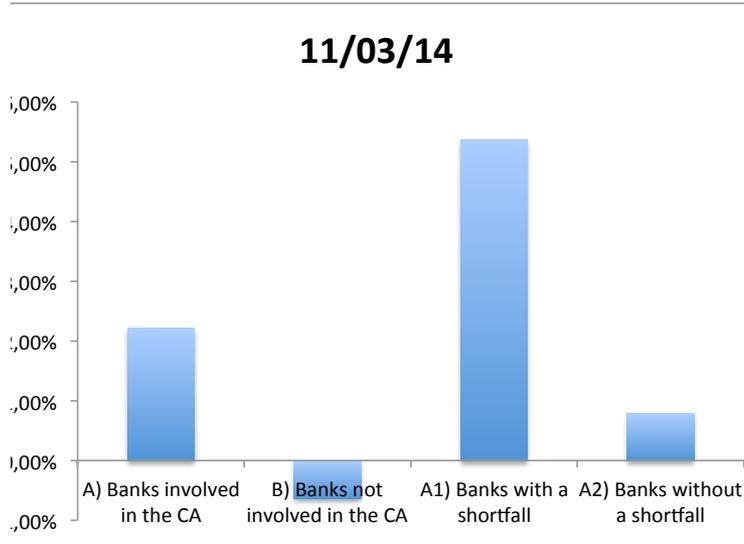
RQ3:
Gli investitori sono stati rassicurati dal Comprehensive Assessment e dal Single Supervisory Mechanism?

RQ1: Come hanno reagito gli investitori al Comprehensive Assessment?

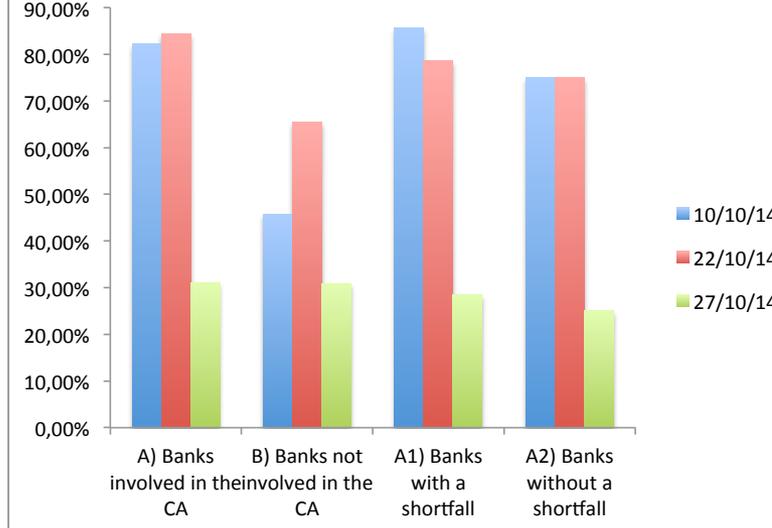
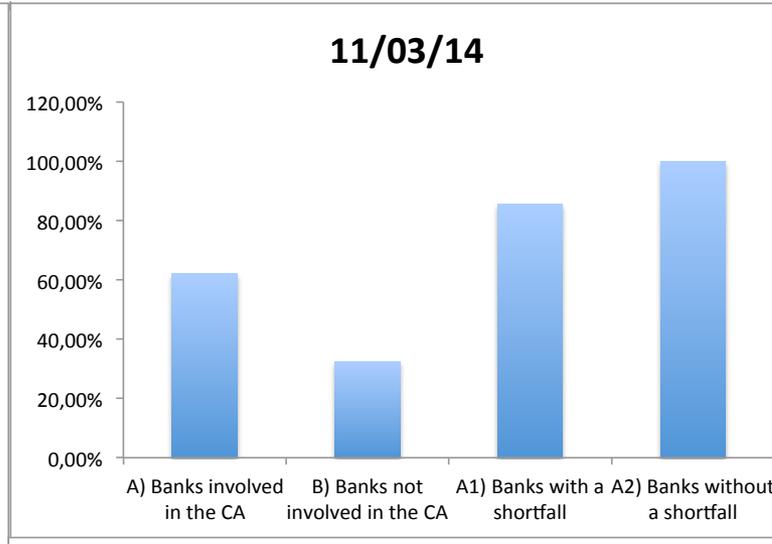
Attesa o Sorpresa?
La reazione degli investitori al Comprehensive Assessment

Fiordelisi, F.,
Ricci, O.,
Stentella Lopes F.S.

CAR(-1,+1)



Percentuale di banche con un CAR positivo



RQ1:
Come hanno reagito gli investitori al Comprehensive Assessment?

RQ2:
Ha il Comprehensive Assessment ha raggiunto l'obiettivo della European Central Bank di migliorare la trasparenza del mercato bancario?

RQ3:
Gli investitori sono stati rassicurati dal Comprehensive Assessment e dal Single Supervisory Mechanism?

RQ2: Il Comprehensive Assessment ha raggiunto l'obiettivo della European Central Bank di migliorare la trasparenza del mercato bancario?

- Sebbene gli effetti del passaggio al SSM saranno visibili nel medio-lungo termine, la nostra analisi si focalizza sul cambiamento generato nel comportamento degli investitori alla data di annuncio.
- L'idea sottostante è che gli operatori bancari (investitori e banchieri) possano ritenere/sospettare che il nuovo SSM possa implicare una qualche sorta di “incoerenza di vigilanza” (*Supervisory bias*: Agarwal et al., 2014 negli Stati Uniti):
 - In questo caso, gli investitori potrebbero aver reagito al lancio del CA discriminando tra le banche significative e le altre banche
- In sintesi, si ipotizza che:

H_1 : Alla data di annuncio del CA, gli investitori non erano in grado di stimare correttamente l'ampiezza del *capital shortfall* rivelato con i risultati del CA: questo supporta l'ipotesi che il CA abbia generato una nuova informazione utile per il mercato e abbia quindi raggiunto lo scopo di aumentare la trasparenza del mercato bancario.

Attesa o Sorpresa?
La reazione degli investitori
al Comprehensive
Assessment

Fiordelisi, F.,
Ricci, O.,
Stentella Lopes F.S.

RQ1:
Come hanno reagito gli
investitori al Comprehensive
Assessment?

RQ2:
Ha il Comprehensive
Assessment ha raggiunto
l'obiettivo della European
Central Bank di migliorare la
trasparenza del mercato
bancario?

RQ3:
Gli investitori sono stati
rassicurati dal
Comprehensive Assessment
e dal Single Supervisory
Mechanism?

RQ2: Il Comprehensive Assessment ha raggiunto l'obiettivo della European Central Bank di migliorare la trasparenza del mercato bancario?

- L'analisi condotta nella RQ1 fornisce "sintomi" che gli investitori siano stati in grado di individuare le banche sottocapitalizzate già ad ottobre 2013, ma non siano stati in grado di stimare correttamente la grandezza del deficit patrimoniale.
- Nel secondo step:
 - Focus sulle banche significative soggette al CA
 - L'idea sottostante è che gli investitori, alla divulgazione dei risultati, non abbiano reagito al semplice deficit di capitale comunicato per ogni banca, piuttosto alla differenza tra il deficit di capitale e le loro aspettative su di esso.
 - Maggiore è questa differenza, più negativa è la reazione del mercato.
 - Per misurare le aspettative degli investitori, usiamo la reazione del mercato registrata quando il CA è stato annunciato (la reazione del mercato al 23 Ottobre 2013 si assume fortemente e negativamente associata al divario previsto)

Attesa o Sorpresa?
La reazione degli investitori
al Comprehensive
Assessment

Fiordelisi, F.,
Ricci, O.,
Stentella Lopes F.S.

RQ1:
Come hanno reagito gli
investitori al Comprehensive
Assessment?

RQ2:
Ha il Comprehensive
Assessment ha raggiunto
l'obiettivo della European
Central Bank di migliorare la
trasparenza del mercato
bancario?

RQ3:
Gli investitori sono stati
rassicurati dal
Comprehensive Assessment
e dal Single Supervisory
Mechanism?

RQ2: Il Comprehensive Assessment ha raggiunto l'obiettivo della European Central Bank di migliorare la trasparenza del mercato bancario?

I risultati mostrano che:

- al 23 ottobre 2013, gli investitori erano già in grado di prevedere che le banche potrebbero registrare un deficit di capitale durante il CA.
- I risultati supportano l'ipotesi 1 (H1), a conferma che gli investitori erano già in grado di rilevare le banche deboli alla data di annuncio, ma la CA prodotta nuove preziose informazioni per chiarire l'entità del deficit patrimoniale.
- Infine, vale la pena di ricordare che alcune banche hanno aumentato il capitale tra dicembre 2013 e settembre 2014, prima della divulgazione dei risultati di CA. Se controlliamo per questi interventi ricapitalizzazione nel nostro secondo modello, si stima un coefficiente positivo (come previsto), ma non è statisticamente significativo, probabilmente dovuto al fatto che il capitale raccolto è generalmente in grado di coprire l'intera carenza.

Attesa o Sorpresa?
La reazione degli investitori
al Comprehensive
Assessment

Fiordelisi, F.,
Ricci, O.,
Stentella Lopes F.S.

RQ1:
Come hanno reagito gli
investitori al Comprehensive
Assessment?

RQ2:
Ha il Comprehensive
Assessment ha raggiunto
l'obiettivo della European
Central Bank di migliorare la
trasparenza del mercato
bancario?

RQ3:
Gli investitori sono stati
rassicurati dal
Comprehensive Assessment
e dal Single Supervisory
Mechanism?

RQ3. Gli investitori sono stati rassicurati dal Comprehensive Assessment e dal Single Supervisory Mechanism?

- Nel terzo step, l'analisi analizza se gli investitori sono preoccupati da CA o da un eventuale *supervisory bias* implicito nel SSM.
- Focus sulla data di lancio del SSM, il 4 Novembre 2014 (quando il mercato ha incorporato le informazioni sui risultati del CA),
- Qui distinguiamo tra banche significative (cioè, le banche soggette a supervisione diretta) e le altre banche (sotto la supervisione diretta della Banche centrali nazionali).
- In primo luogo, i risultati della reazione di mercato il 4 novembre 2014 rivelano che sia le banche significative sia le altre banche hanno una reazione media negativa, ma l'entità di questa è maggiore per le banche significativa.
- Ciò, unitamente alla reazione negativa alla divulgazione dei risultati anche per le banche coinvolte nella CA, ma senza un deficit di capitale, evidenzia che gli investitori non fossero preoccupati solo del CA, bensì del SSM
- Il peggior trattamento per le banche significative è più negativo:
 - laddove le banche abbiano ricevuto aiuti di stato
 - Per le banche più profittevoli (alias più rischiose?)
- Le banche non significative avrebbero registrato una reazione negativa qualora fossero state ricomprese tra le significative

Attesa o Sorpresa?
La reazione degli investitori
al Comprehensive
Assessment

Fiordelisi, F.,
Ricci, O.,
Stentella Lopes F.S.

RQ1:
Come hanno reagito gli
investitori al Comprehensive
Assessment?

RQ2:
Ha il Comprehensive
Assessment ha raggiunto
l'obiettivo della European
Central Bank di migliorare la
trasparenza del mercato
bancario?

RQ3:
Gli investitori sono stati
rassicurati dal
Comprehensive Assessment
e dal Single Supervisory
Mechanism?

5. Takeaway

RQ1: Come hanno reagito gli investitori al Comprehensive Assessment?

- Le banche significative sono state penalizzate rispetto a quelle meno significative

RQ2: Il Comprehensive Assessment ha raggiunto l'obiettivo della European Central Bank di migliorare la trasparenza del mercato bancario?

- La reazione del mercato all'annuncio è stata una proxy ragionevole del *capital shortfall*, ma l'ampiezza dello *shortfall* non è stata anticipata
- Questo sostiene l'ipotesi che il CA abbia generato una nuova informazione utile per il mercato e abbia quindi raggiunto lo scopo di aumentare la trasparenza del mercato bancario.

RQ3. Gli investitori sono stati rassicurati dal Comprehensive Assessment e dal Single Supervisory Mechanism?

- La reazione di mercato il 4 novembre 2014 rivelano che sia le banche significative sia le altre banche hanno una reazione media negativa, ma l'entità di questa è maggiore per le banche significativa.
- Gli investitori non erano preoccupati unicamente del CA, bensì del SSM

Attesa o Sorpresa?
La reazione degli investitori
al Comprehensive
Assessment

Fiordelisi, F.,
Ricci, O.,
Stentella Lopes F.S.

RQ1:
Come hanno reagito gli
investitori al Comprehensive
Assessment?

RQ2:
Ha il Comprehensive
Assessment ha raggiunto
l'obiettivo della European
Central Bank di migliorare la
trasparenza del mercato
bancario?

RQ3.
Gli investitori sono stati
rassicurati dal
Comprehensive Assessment
e dal Single Supervisory
Mechanism?

Maggiori informazioni

**Attesa o Sorpresa?
La reazione degli investitori
al Comprehensive
Assessment**

Fiordelisi, F.,
Ricci, O.,
Stentella Lopes F.S.

Surprised or Not Surprised? The investors' reaction to the Comprehensive Assessment preceding the launch of the Banking Union

Franco Fiordelisi^{a*}, Ornella Ricci^b, Francesco Saverio Stentella Lopes^c

^a *Durham Business School, United Kingdom*

^b *University of Rome III, Italy*

^c *Bangor Business School, United Kingdom*

Abstract

This paper analyzes the stock market reaction to all announcements released by the European Central Bank about the Comprehensive Assessment (CA) preceding the launch of the Single Supervisory Mechanism (SSM). We show that the assessment produced new valuable information for the market, reaching the goal of increasing transparency. Specifically, investors were able to detect weak banks at the announcement of the procedure (23 October 2013), but gained full information on the amount of the capital shortfall only at the disclosure of results (26 October 2014). Furthermore, at the official launch of the SSM (4 November 2014), banks under direct ECB supervision registered a more negative market reaction with respect to banks maintaining their national supervisors. Using a control function regression model, including possible confounders and allowing for treatment effect heterogeneity, this negative reaction is confirmed. These findings suggest that, at least in the short run, investors penalized banks subject to direct ECB supervision, probably because of the fear of regulatory inconsistencies.

JEL classification: G21, G28

Keywords: Banking, Supervision; Regulation, Lending, Risk-taking.

Acknowledgments

We would like to thank Thorsten Beck, Emilia Bonaccorsi di Patti, Santiago Carbo, Federico Cecconi, Giovanni Cerulli, Roy Cerqueti, Vincenzo Chiorazzo, Giorgio Di Giorgio, Olivier de Jonghe, Mauro Grande, Iftekhhar Hasan, Roman Matousek, Marco Pagano, Bianca Poti, Klaus Schaeck, Enrico Sette, Gaetano Sparta, Amine Tarazi, Anjan Thakor, and conference and seminar participants at the seminars of the Financial Intermediation Network of European Studies, Banca d'Italia, CNR-GRAPE, Durham Business School, for helpful comments.

* *Corresponding author:* Department of Economics and Finance, Durham Business School, Millhill Lane, Durham DH1 3LB, e-mail: franco.fiordelisi@durham.ac.uk, tel.: +44 191 3345158

Franco.fiordelisi@durham.ac.uk



Durham
University
Business School

RQ1:
Come hanno reagito gli
investitori al Comprehensive
Assessment?

RQ2:
Ha il Comprehensive
Assessment ha raggiunto
l'obiettivo della European
Central Bank di migliorare la
trasparenza del mercato
bancario?

RQ3:
Gli investitori sono stati
rassicurati dal
Comprehensive Assessment
e dal Single Supervisory
Mechanism?

**Convegno ABI
23 Giugno 2015**

**Attesa o Sorpresa?
La reazione degli investitori
al Comprehensive
Assessment**

Fiordelisi, F.,
Ricci, O.,
Stentella Lopes F.S.



RQ1:
Come hanno reagito gli
investitori al Comprehensive
Assessment?

RQ2:
Ha il Comprehensive
Assessment ha raggiunto
l'obiettivo della European
Central Bank di migliorare la
trasparenza del mercato
bancario?

RQ3.
Gli investitori sono stati
rassicurati dal
Comprehensive Assessment
e dal Single Supervisory
Mechanism?