



# Note di stabilità finanziaria e vigilanza

N. 9  
Giugno 2017

## Introduzione e sintesi

- 1 Ragioni alla base della differenza tra i tassi di recupero medi delle banche italiane e il prezzo di FINO ..... 3
  - 1.1 Aggiustamento dei dati per assicurare la comparabilità 3
  - 1.2 L'effetto "imprese" ..... 3
  - 1.3 L'effetto "market sale" ..... 4
  - 1.4 L'effetto "anzianità di classificazione a sofferenza (vintage)" ..... 5
  - 1.5 L'effetto collaterizzazione ..... 5
  - 1.6 Riepilogo degli effetti quantificabili ..... 5
- 2 Altre peculiarità del progetto FINO ..... 6
  - 2.1 Struttura della transazione ..... 6
  - 2.2 Dimensione del portafoglio FINO ..... 6

*I contributi pubblicati nella serie "Note di stabilità finanziaria e vigilanza" riflettono le opinioni degli autori e non impegnano la responsabilità della Banca d'Italia*

## Progetto FINO: definizione del framework per l'interpretazione dei prezzi di mercato e analisi delle principali determinanti

*Andrea Rafaniello - Giovan Battista Sala  
Marco Scotto di Carlo \**

### *Introduzione e sintesi*

Il 13 dicembre 2016 il Gruppo UniCredit (UCG) ha annunciato di aver raggiunto l'accordo per la cessione a PIMCO e FORTRESS ("Gli investitori") di un portafoglio di sofferenze verso imprese affidate dalle controllate italiane del Gruppo pari a €17,7 miliardi (cd. Progetto FINO). Il prezzo medio di cessione, assunto a base del prospetto informativo relativo all'aumento di capitale recentemente concluso da UCG, corrisponde ad una percentuale del 13% del relativo gross book value (GBV). Tale valore risulta significativamente più basso rispetto al valore medio dei recuperi sulle sofferenze delle banche italiane, come ricostruito in un recente lavoro di ricerca pubblicato dalla Banca d'Italia<sup>1)</sup>. In particolare, secondo Ciocchetta et al. (2016), il tasso di recupero medio per le sofferenze dalle banche italiane nel decennio 2006-15 è pari al 43% del GBV. Il tasso di recupero scende al 34,7% negli anni 2014-2015, anche a causa dell'incremento negli anni più recenti delle sofferenze cedute rispetto a quelle gestite internamente dalle banche (i recuperi conseguiti mediante cessione sono infatti inferiori rispetto a quelli ottenuti tramite gestione interna).

1) F. Ciocchetta, F.M. Conti, R. De Luca, I. Guida, A. Rendina, G. Santini, "[I tassi di recupero delle sofferenze](#)", Banca d'Italia, Note di stabilità finanziaria e vigilanza, N. 7, gennaio 2017.

\* Dipartimento Vigilanza Bancaria e Finanziaria. Email: [Andrea.Rafaniello@bancaditalia.it](mailto:Andrea.Rafaniello@bancaditalia.it), [Giovanbattista.Sala@bancaditalia.it](mailto:Giovanbattista.Sala@bancaditalia.it), [Marco.Scottodicarlo@bancaditalia.it](mailto:Marco.Scottodicarlo@bancaditalia.it).  
Si ringrazia Paolo Angelini per aver letto diverse versioni preliminari della nota, fornendo in ogni occasione utili suggerimenti.

L'obiettivo di questa nota è quello di illustrare le caratteristiche dell'operazione FINO, al fine di comprendere se le stesse siano in grado di spiegare la differenza tra il valore delle sofferenze cedute da UCG e i predetti tassi di recupero medi. La nota dimostra come gran parte di tale differenza sia riconducibile a una serie di fattori, ascrivibili alla cessione del portafoglio sul mercato e alle specificità del portafoglio FINO (composto interamente da esposizioni verso imprese con un basso livello di collateralizzazione e maggiore vintage rispetto alla media). L'effetto di tali fattori è stato analiticamente ricostruito; una parte residua della differenza di valore, non spiegabile sulla base di evidenze quantitative, può tuttavia essere giustificata da altre caratteristiche dell'operazione FINO, tra le quali va menzionato il mantenimento da parte di UniCredit di una porzione delle plusvalenze potenziali che potranno derivare dal recupero delle sofferenze cedute. Ceteris paribus, questo potrebbe aver indotto la banca ad accettare un prezzo di cessione più basso.

Da tali risultati derivano due importanti considerazioni. Primo, il prezzo dell'operazione FINO comprova in larga misura le statistiche dei tassi di recupero delle sofferenze in Italia. Secondo, si conferma l'unicità dell'operazione FINO, il cui prezzo medio non può essere considerato rappresentativo dell'intero mercato delle sofferenze e utilizzato automaticamente come valore di riferimento per altre operazioni di cessione effettuate da altre banche per portafogli aventi caratteristiche diverse.

## 1 Ragioni alla base della differenza tra i tassi di recupero medi delle banche italiane e il prezzo di FINO

La differenza di prezzo può essere spiegata da fattori quantitativi

In questa sezione il prezzo di FINO è raffrontato con i tassi di recupero medi riportati in Ciocchetta et al. (2016). Considerato che la transazione FINO è stata conclusa recentemente, l'analisi si concentra sul tasso di recupero medio di sistema per il periodo 2014-2015, pari al 34,7%.

### 1.1 Aggiustamento dei dati per assicurare la comparabilità

I prezzi del portafoglio FINO, assunti a base del prospetto informativo pubblicato da UCG in occasione dell'aumento di capitale concluso lo scorso marzo, sono stati calcolati facendo riferimento al *Gross Book Value* (GBV) a giugno 2016. Tali valori non sono confrontabili con quelli di Ciocchetta et al. (2016) in quanto questi ultimi: i) considerano il GBV alla data iniziale di classificazione a sofferenza, in linea con gli standard di mercato; ii) tengono conto di tutti i recuperi conseguiti dalle banche dal momento del passaggio a sofferenza fino alla conclusione della transazione.

E' pertanto necessario ricalcolare i tassi di recupero del portafoglio FINO, sia per assicurarne la comparabilità con il benchmark disponibile, sia per rappresentare meglio i tassi di recupero reali, tenendo conto sia del prezzo riconosciuto dagli investitori sia delle somme recuperate dalla banca prima della cessione, adeguatamente attualizzati.

Sulla base delle stime effettuate, il prezzo medio aggiustato di FINO è 1,9 punti percentuali maggiore del prezzo riportato nel prospetto.

### 1.2 L'effetto "imprese"

Il 13 dicembre 2016, nel corso di un incontro con gli investitori organizzato da UniCredit per presentare il nuovo piano strategico di gruppo per il periodo 2017-2019 (c.d. "Capital Market Day"), sono state illustrate le principali caratteristiche dell'operazione FINO. E' stato evidenziato come il portafoglio FINO si componga esclusivamente di esposizioni verso imprese, così suddivise: i) 9,8 miliardi di prestiti verso imprese di grandi dimensioni; ii) 3 miliardi di prestiti verso piccole e medie imprese; iii) 4,9 miliardi di posizioni definite *old vintage*, ossia esposizioni classificate a sofferenza prima del 2009.

I tassi di recupero in Ciocchetta et al. (2016) rappresentano invece una media a livello nazionale, che include posizioni relative a imprese e famiglie. In media, i tassi di recupero per le imprese sono più bassi di quelli relativi alle famiglie. Nella Tabella 1 si riportano i dati di Ciocchetta et al., che rivelano come il tasso di recupero medio del 34,7% per il 2014-2015 sia determinato dal 38,5% per le famiglie e dal 33,4% per le imprese (si vedano le cifre evidenziate in grigio). Pertanto, l'effetto "imprese" giustifica l'1,3% della differenza di prezzo.

La presenza di sole imprese nel portafoglio giustifica l'1,3%

**Tabella 1 – Tassi di recupero sulle sofferenze per le banche italiane**

| Anno                            | Famiglie     |              |              | Imprese      |              |              | Totale       |              |              |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                                 | Secured      | Unsecured    | Totale       | Secured      | Unsecured    | Totale       | Secured      | Unsecured    | Totale       |
| 2006                            | 76,6%        | 49,5%        | 59,2%        | 55,5%        | 38,0%        | 43,7%        | 61,6%        | 41,1%        | 48,0%        |
| 2007                            | 74,2%        | 48,7%        | 58,2%        | 54,2%        | 36,8%        | 41,8%        | 60,3%        | 39,6%        | 46,0%        |
| 2008                            | 74,7%        | 42,8%        | 55,9%        | 50,0%        | 34,1%        | 40,8%        | 55,7%        | 36,2%        | 44,4%        |
| 2009                            | 74,2%        | 51,8%        | 62,6%        | 55,6%        | 36,8%        | 44,9%        | 60,6%        | 40,3%        | 49,3%        |
| 2010                            | 75,4%        | 39,3%        | 55,8%        | 52,2%        | 43,2%        | 46,5%        | 58,6%        | 42,4%        | 48,6%        |
| 2011                            | 74,1%        | 49,1%        | 60,7%        | 50,4%        | 35,9%        | 41,9%        | 55,2%        | 38,2%        | 45,4%        |
| 2012                            | 78,7%        | 50,6%        | 64,5%        | 53,2%        | 39,0%        | 44,6%        | 60,0%        | 41,2%        | 49,0%        |
| 2013                            | 73,1%        | 47,9%        | 61,2%        | 51,1%        | 35,3%        | 41,0%        | 57,6%        | 37,5%        | 45,5%        |
| 2014                            | 50,6%        | 28,7%        | 37,9%        | 43,5%        | 25,3%        | 32,5%        | 45,6%        | 26,2%        | 34,0%        |
| 2015                            | 52,2%        | 30,0%        | 39,4%        | 42,8%        | 28,9%        | 34,3%        | 45,1%        | 29,2%        | 35,4%        |
| <b>Totale</b>                   | <b>67,7%</b> | <b>41,6%</b> | <b>52,9%</b> | <b>49,7%</b> | <b>34,4%</b> | <b>40,1%</b> | <b>54,5%</b> | <b>36,0%</b> | <b>43,2%</b> |
| <i>Media<br/>2014-<br/>2015</i> | <i>51,3%</i> | <i>29,3%</i> | <i>38,5%</i> | <i>43,2%</i> | <i>27,2%</i> | <i>33,4%</i> | <i>45,3%</i> | <i>27,7%</i> | <i>34,7%</i> |

L'effetto  
"market sale"  
giustifica  
il 12,4%

### 1.3 L'effetto "market sale"

Come già illustrato, FINO rappresenta una cessione di sofferenze a investitori terzi. Poiché i proventi derivanti dalle cessioni sul mercato sono inferiori rispetto ai recuperi ottenuti internamente<sup>2)</sup>, l'effetto "market sale" ha un impatto notevole sulla differenza di prezzo. Nella Tabella 2 si riportano i dati di Ciocchetta et al. ripartiti tra recuperi ottenuti attraverso recupero interno e cessione sul mercato, limitatamente al segmento imprese. Il tasso di recupero medio (ponderato) del 33,4% osservato nel biennio 2014-2015, riportato nella Tabella 1, è determinato da una percentuale di recupero del 41% ottenuta attraverso work-out interno ed una del 21% conseguita attraverso cessioni sul mercato (si vedano le cifre evidenziate in grigio).

Pertanto, l'effetto "market" giustifica in media 12,4 punti percentuali della differenza di prezzo. Il tasso medio di recupero ottenuto attraverso cessioni sul mercato dei crediti deteriorati negli ultimi due anni (21%) rappresenta, quindi, la misura in relazione alla quale, nei successivi paragrafi, sono ulteriormente valutate le specificità di FINO.

2) La differenza è determinata dai seguenti elementi: i) diverso appetito per il rischio degli acquirenti che si traduce in tassi di rendimento richiesti sull'investimento più elevati; ii) efficienza delle procedure giudiziarie e incertezze sui tempi di recupero, più lunghi nel nostro Paese rispetto alla media Europea; iii) limitato spessore del mercato secondario dei non performing loans, che determina elevati spread tra domanda e offerta. Per una più ampia trattazione dei principali fattori alla base delle differenze tra prezzo di mercato e valore di iscrizione contabile si veda L. G. Ciavoliello, F. Ciocchetta, F. M. Conti, I. Guida, A. Rendina, G. Santini, ["Quanto valgono i crediti deteriorati?"](#), Banca d'Italia, Note di stabilità finanziaria e vigilanza, N. 3, aprile 2016.

**Tabella 2 – Tassi di recupero su sofferenze verso imprese**

| Anno                   | Workout      |              |              | Cessioni     |              |              | Totale       |              |              |
|------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                        | Secured      | Unsecured    | Totale       | Secured      | Unsecured    | Totale       | Secured      | Unsecured    | Totale       |
| 2006                   | 55,6%        | 38,3%        | 44,0%        | 47,4%        | 25,1%        | 31,8%        | 55,5%        | 38,0%        | 43,7%        |
| 2007                   | 54,6%        | 41,6%        | 45,8%        | 44,8%        | 18,4%        | 20,5%        | 54,2%        | 36,8%        | 41,8%        |
| 2008                   | 50,4%        | 34,4%        | 40,9%        | 46,1%        | 23,1%        | 39,0%        | 50,0%        | 34,1%        | 40,8%        |
| 2009                   | 55,7%        | 37,2%        | 45,3%        | 37,8%        | 25,7%        | 27,3%        | 55,6%        | 36,8%        | 44,9%        |
| 2010                   | 53,2%        | 43,5%        | 47,0%        | 25,6%        | 25,7%        | 25,6%        | 52,2%        | 43,2%        | 46,5%        |
| 2011                   | 50,8%        | 36,3%        | 42,4%        | 32,6%        | 18,8%        | 24,5%        | 50,4%        | 35,9%        | 41,9%        |
| 2012                   | 54,6%        | 43,7%        | 48,0%        | 46,1%        | 17,0%        | 27,6%        | 53,2%        | 39,0%        | 44,6%        |
| 2013                   | 51,9%        | 36,4%        | 42,0%        | 39,0%        | 13,7%        | 24,6%        | 51,1%        | 35,3%        | 41,0%        |
| 2014                   | 50,3%        | 29,7%        | 37,9%        | 30,5%        | 16,9%        | 22,3%        | 43,5%        | 25,3%        | 32,5%        |
| 2015                   | 50,4%        | 39,8%        | 44,3%        | 29,0%        | 15,6%        | 20,0%        | 42,8%        | 28,9%        | 34,3%        |
| <b>Totale</b>          | <b>52,5%</b> | <b>37,9%</b> | <b>43,5%</b> | <b>33,0%</b> | <b>16,9%</b> | <b>22,4%</b> | <b>49,7%</b> | <b>34,4%</b> | <b>40,1%</b> |
| <i>Media 2014-2015</i> | <i>50,4%</i> | <i>34,4%</i> | <i>41,0%</i> | <i>29,7%</i> | <i>16,2%</i> | <i>21,0%</i> | <i>43,2%</i> | <i>27,2%</i> | <i>33,4%</i> |

#### 1.4 L'effetto "anzianità di classificazione a sofferenza (vintage)"

In termini di valore del portafoglio, circa un quarto di FINO si compone di vecchie sofferenze, raggruppate sotto il nome di "Old vintage". In media, queste esposizioni presentano un'anzianità di 12 anni, mentre l'anzianità degli altri portafogli di FINO è in media di 4 anni. I dati di Ciocchetta et al. relativi ai crediti in sofferenza verso imprese ceduti sul mercato mostrano che il tasso di recupero osservato per le anzianità maggiori (passaggio a sofferenza fino al 2005) è, in media, del 7,1% più basso rispetto a quello osservato per le altre anzianità (passaggio a sofferenza dal 2006 in poi). Usando questo tasso di recupero come "proxy" per quello del cluster FINO "Old vintage", è stato stimato che l'effetto "vintage" giustifica circa il 2% del gap.

#### 1.5 L'effetto collateralizzazione

Una componente ulteriore nella definizione dei tassi di recupero è rappresentata dal livello di collateralizzazione. Come evidenziato dalle tabelle 1) e 2) i tassi di recupero – e quindi i prezzi di mercato – sono inferiori per la componente *unsecured*. A questo riguardo, come indicato nel corso del citato "Capital Markets Day", il portafoglio FINO è principalmente *unsecured*. Il confronto con i dati riportati in Ciocchetta et al. rivela che la componente *unsecured* del portafoglio FINO risulta maggiore della media di sistema. Questa differenza contribuisce a spiegare circa 1 punto percentuale di price gap<sup>3)</sup>.

3) Questa stima è stata ottenuta ricalcolando il tasso di recupero medio nell'ipotesi che la distribuzione di posizioni *secured* e *unsecured* in FINO fosse la stessa osservata a livello di sistema.

La maggiore anzianità conta per il 2%

Il minore livello di collateralizzazione conta per l'1%

## 1.6 Riepilogo degli effetti quantificabili

La tabella 3 riepiloga le determinanti della differenza tra il prezzo di mercato di FINO (13%) e i tassi di recupero medi delle banche italiane nel periodo 2014-2015 (34,7%) illustrate nei precedenti paragrafi. Il rimanente gap non spiegato ammonta a circa 3 punti percentuali.

**Tabella 3 – Fattori che contribuiscono alla differenza tra FINO e il tasso di recupero medio**

|                                      |              |
|--------------------------------------|--------------|
| <b>Tassi di recupero medi</b>        | <b>34,7%</b> |
| Effetto “imprese”                    | 1,3%         |
| Effetto “Market sale”                | 12,4%        |
| Aggiustamento dati per comparabilità | 1,9%         |
| Effetto “Vintage”                    | 2,0%         |
| Effetto collateralizzazione          | 1,0%         |
| <b>Prezzo di mercato di FINO</b>     | <b>13,0%</b> |
| <i>Price gap residuo</i>             | <i>3,1%</i>  |

Il differenziale di prezzo non spiegato rientra in un ragionevole intervallo di confidenza delle stime, così come riportato in Ciocchetta et al.. Nondimeno, il paragrafo che segue illustra ulteriori specificità dell’operazione FINO che possono giustificare tale divario.

*Altre peculiarità della transazione hanno ridotto il prezzo di mercato*

*La struttura di partnership del progetto FINO...*

*...insieme alla dimensione del portafoglio ceduto e alle tempistiche strette*

## **2 Altre peculiarità del progetto FINO**

In aggiunta agli elementi quantitativi precedentemente indicati, è possibile individuare alcune caratteristiche dell'operazione FINO che hanno contribuito alla riduzione del prezzo di vendita, anche se non è possibile calcolarne l'impatto preciso.

### **2.1 Struttura della transazione**

Con il Progetto FINO, UniCredit ha individuato dei partner strategici (Pimco, Fortress) per la gestione dei crediti deteriorati. Per questa ragione, la transazione prevede il trasferimento del portafoglio FINO a due veicoli, in cui UniCredit deterrà una partecipazione del 49,9% mentre PIMCO e Fortress deterranno il rimanente 50,1%. Di conseguenza, il gruppo bancario continuerà a beneficiare dei proventi dell'attività di recupero futura, in proporzione alla quota detenuta nel veicolo e indipendentemente dal fatto che i prestiti sottostanti siano oggetto di deconsolidamento o meno. Per questa ragione, il prezzo di mercato è solo in parte rappresentativo del valore finale di trasferimento del portafoglio, e di conseguenza, del tasso di recupero complessivo delle posizioni cedute.

### **2.2 Dimensione del portafoglio FINO**

Il progetto FINO, che rientra nelle strategie di UniCredit di rilancio della profittabilità e rafforzamento della posizione patrimoniale, è una operazione di cessione massiva: rappresenta circa il 43% delle sofferenze del perimetro italiano del gruppo. Il progetto FINO si configura come la più grande cessione di crediti deteriorati in Italia, con un numero di posizioni cedute maggiore di quelle dismesse sul mercato tra il 2006 e il 2015 da parte di tutti gli intermediari bancari. Date le caratteristiche del mercato secondario degli NPL, sottile e illiquido, la grande dimensione della transazione ha probabilmente contribuito alla riduzione del prezzo. In aggiunta, anche i tempi ristretti di completamento dell'operazione, collegati a quelli dell'aumento di capitale, possono aver compresso il prezzo di vendita.