



**UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”**

Corso di laurea magistrale in economia e management
Curriculum economia e diritto d'impresa

**La valutazione delle operazioni di M&A nel settore bancario. Il
caso della Fusione tra Banca Popolare di Milano e Banco
Popolare**

**The evaluation of M&A in the banking sector. The case of the
Merger between Banca Popolare di Milano and Banco
Popolare**

Relatore:
chiar.mo prof. Guido Paolucci

Tesi di laurea di:
Alessia Aucone

Anno accademico 2019/2020

Alla volontà, alla determinazione e alla curiosità

A Papà Franco e a Mamma Giovanna

A mia Sorella Sabrina, per la pazienza

A Elisabetta, amica e collega insostituibile

La valutazione delle operazioni di M&A nel settore bancario. Il caso della Fusione tra Banca Popolare di Milano e Banco Popolare

Indice

Introduzione.....	5
--------------------------	----------

CAPITOLO I

IL SISTEMA BANCA NELLE SUE EVOLUZIONI

1.1 Osservazioni preliminari	8
1.2 Evoluzione normativa: un quadro d'insieme	9
<i>1.2.1 Legge Amato-Carli</i>	<i>16</i>
<i>1.2.2 Decreto legislativo n. 481 del 1992.....</i>	<i>17</i>
<i>1.2.3 Testo Unico Bancario</i>	<i>19</i>
1.3 Le funzioni delle banche	26
<i>1.3.1 La funzione di intermediazione creditizia</i>	<i>29</i>
<i>1.3.2 La funzione monetaria</i>	<i>33</i>
<i>1.3.3 Funzioni accessorie</i>	<i>35</i>

CAPITOLO II

LE OPERAZIONI DI CONCENTRAZIONI BANCARIE

2.1 Il consolidamento bancario	39
2.1.1 <i>La crescita dimensionale del sistema bancario.....</i>	45
2.1.2 <i>Caratteristiche generali delle acquisizioni e fusioni.....</i>	48
2.2 Le determinanti del processo di M&A.....	52
2.2.1 <i>Motivazioni economico-aziendali.....</i>	53
2.2.2 <i>Motivazioni extraaziendali</i>	61
2.3 Il percorso delle concentrazioni bancarie europee e italiane	64
2.3.1 <i>L'evoluzione in Italia.....</i>	70

CAPITOLO III

TIPOLOGIE DI VALUTAZIONE DELLE BANCHE E DELLE OPERAZIONI DI M&A

3.1 Osservazioni preliminari	77
3.2 Il capitale economico.....	79
3.3 Linee generali per impostare una valutazione	86
3.3.1 <i>Il bilancio bancario</i>	87
3.3.2 <i>Lo stato patrimoniale.....</i>	90
3.3.3 <i>Il conto economico.....</i>	91
3.3.4 <i>Nota integrativa</i>	92
3.3.5 <i>La relazione di gestione e altri documenti di bilancio.....</i>	94

3.3.6 Il rapporto di Terzo Pilastro di Basilea	97
3.4 I criteri di valutazione di una banca e di un'operazione di M&A.....	98
3.4.1 <i>Didividend Discounted Model</i>	100
3.4.2 <i>Il Free Cash Flow to Equity model</i>	105
3.4.3 <i>Il Residual Income Model (RIM) o modello Excess Return</i>	109
3.4.4 <i>La valutazione relativa: I multipli</i>	113
3.4.5 <i>L'analisi di regressione lineare</i>	116
3.4.6 <i>Il metodo Somma delle parti: SoTP</i>	118
3.4.7 <i>Le valutazioni nelle operazioni di M&A: le acquisizioni</i>	119
3.4.8 <i>Segue. Le valutazioni di M&A: le fusioni, il rapporto di cambio, il market Price Method e la Relative Contribution Analysis</i>	122

CAPITOLO IV

CASO STUDIO: LA FUSIONE TRABANCA POPOLARE DI MILANO E BANCO POPOLARE

4.1 Osservazioni iniziali	128
4.2 Società partecipanti alla Fusione: la storia della Banca Popolare di Milano e del Banco Popolare <i>ante</i> fusione	129
4.2.1 <i>Banca Popolare di Milano prima della fusione: attività</i>	129
4.2.2 <i>Banco Popolare-Società Cooperativa: attività</i>	133
4.3 La nuova società bancaria: Banco BPM S.p.A.....	136
4.3.1 <i>La struttura dell'operazione di fusione</i>	136

4.3.2 <i>Le principali motivazioni che hanno stimolato l'implementazione dell'operazione</i>	139
4.4 Rapporto di cambio e metodologie valutative	144
4.4.1 <i>Metodologie valutative per i rapporti di partecipazione di BPM e Banco Popolare</i>	149
4.4.2 <i>Il metodo delle quotazioni di mercato</i>	150
4.4.3 <i>Il dividend discounted model</i>	152
4.4.4 <i>Multipli di borsa</i>	153
4.4.5 <i>L'analisi di regressione e risultati finali</i>	155
Conclusioni	157
Bibliografia	159
Sitografia	166
Ringraziamenti	168

Introduzione

Il sistema bancario italiano, e di tutti i Paesi facenti parte dell'Unione europea, è stato interessato da numerosi processi di operazioni di *Merger and Acquisition*, dovuto dall'affermarsi di un mercato bancario sempre più competitivo. Il ricorso frequente di tali operazioni è dovuto ad una forte spinta di fattori ambientali, come deregolamentazione del settore finanziario e del credito, continuo progresso tecnologico e la globalizzazione. L'intensificarsi di un ambiente molto competitivo ha stimolato le imprese bancarie a processi di ristrutturazione in modo tale da riuscire a rispondere nel modo migliore alle pressioni provenienti dall'esterno.

In prospettiva di tali premesse, l'obiettivo del presente lavoro è quello di riuscire a comprendere le operazioni di aggregazioni nel settore bancario, osservando le determinanti che stimolano l'implementazione dell'operazione e poi focalizzando l'attenzione soprattutto sulle metodologie utilizzate nella prassi per valutare un'operazione di fusione e acquisizione.

A tal proposito il lavoro viene strutturato in quattro capitoli. Il primo capitolo si può definire come una sorta di introduzione di tutto il lavoro, dal momento che dapprima si cerca di fornire una definizione della *banca*, poi di comprendere l'evoluzione legislativa che ha coinvolto tutto il sistema banca. In tale luce, dunque, la prima parte del primo capitolo descrive le varie modifiche normative intervenute, partendo dalla legge del 1936 fino ad arrivare al Testo Unico

Bancario, con lo scopo di fornire una visione d'insieme dei vari cambiamenti che ha dovuto subire il sistema banca. Nella seconda parte del primo capitolo si cerca di analizzare le funzioni della banca, facendo riferimento alle attività tradizionali fino alla diversificazione delle attività che oggi la stessa può attuare. Pertanto, si fornisce una visione generale della funzione creditizia, funzione monetaria e funzione accessoria.

Dopo aver appreso dal primo capitolo il mercato mutevole in cui gli intermediari bancari si trovano ad operare, questi hanno avvertito l'esigenza di attuare talune strategie per riuscire a far fronte ai cambiamenti e alla competitività. A tal proposito nel secondo capitolo si affrontano le operazioni di fusione e acquisizione, le quali costituiscono le strategie per riuscire far fronte alla competitività e quindi si osserveranno tutti quei fattori ambientali esterni che incentivano le operazioni di M&A. Alla fine del capitolo, invece, il *focus* viene incentrato sul percorso evolutivo delle operazioni di fusione e acquisizione che sono avvenute sia in Europa e sia in Italia.

Nel terzo capitolo, si affrontano i vari metodi valutativi maggiormente utilizzati nella prassi per la valutazione di una banca e soprattutto una valutazione finalizzata ad una fusione. In tale prospettiva, dapprima si cerca di definire quale sia l'obiettivo ultimo di una valutazione in linee generali, poi lo sguardo viene rivolto ai documenti che gli analisti usano per valutare una banca e dunque un'operazione di M&A, e nell'ultima parte del capitolo si considerano alcuni

criteri che gli analisti possono usare per potere valutare una banca in una prospettiva *stand alone* e i vari metodi usati per la valutazione di una M&A.

Si giunge all'ultimo capitolo dove si analizza un *case study*, attraverso il quale si cerca di comprendere come nella pratica avviene un'operazione di fusione e le metodologie valutative che gli analisti finanziari utilizzano nella pratica. In tal caso, il *case study* di riferimento è la fusione cosiddetta *propria* avvenuta tra Banca Popolare di Milano e Banco Popolare. Il capitolo viene strutturato andando prima ad osservare le due banche *ante* fusione, poi si osserva la struttura della fusione ed infine si concentrerà l'attenzione sui metodi valutativi usati dagli analisti per la fusione medesima.

CAPITOLO I

IL SISTEMA BANCA NELLE SUE EVOLUZIONI

1.1 Osservazioni preliminari

La suddivisione proposta dall'economia aziendale delle attività presenti nel sistema produttivo considera la struttura di aziende di *erogazione* e aziende di *produzione*¹. Nelle aziende di erogazione si prevede che l'intera produzione creata sia diretta a soddisfare direttamente i suoi membri, dunque le famiglie, le comunità, le associazioni e altre categorie simili. Lo scopo delle aziende di produzione è invece quello di ottenere, attraverso la cessione di beni e servizi, una certa quantità di ricavi tali da superare i costi, così che l'imprenditore possa ottenere una remunerazione dall'investimento concluso². In quest'ultima prospettiva si collocano le imprese industriali, mercantili, le imprese fornitrici di servizi e tra queste ultime, inseriamo le *banche*. In tale direzione è congruo riuscire a dare una definizione, seppur nella sua accezione più ampia, di banca. La banca, infatti, è un'azienda di produzione che svolge sistematicamente e istituzionalmente a proprio rischio l'attività di intermediazione finanziaria, cioè un'attività di erogazione di risorse finanziarie a titolo di credito, utilizzando prevalentemente risorse finanziarie ottenute da terzi a titolo di debito e, in parte minore, a titolo di capitale proprio³. È proprio questa caratteristica che la

¹ M. PINES, *L'evoluzione dell'attività bancaria*, Torino, Giappichelli 1997, pag. 1

² F. MANCA, *Lezioni di economia aziendale*, Verona, Cedam, 2004, pag. 18 e segg.

³ R. RUOZI, R. BOTTIGLIA, S. DELL'ATTI, P. FERRARI, P.A. CURUCAGLI, *Economia della banca*, Milano, Egea, 2011, pag. 2 e segg.

differenza dalle altre imprese, cioè il prevalere di titoli di debito maggiori rispetto a mezzi propri, ma non solo, bisogna infatti prendere in considerazione anche la particolarità, da parte delle banche, di svolgere attività di intermediazione finanziaria. Le varie funzioni che può svolgere una banca possono essere brevemente riassunte in: mobilitazione delle risorse finanziarie, con riguardo alla raccolta delle disponibilità finanziarie che si formano presso le famiglie e le imprese dei vari settori dell'economia; una funzione creditizia che consiste nella raccolta di fondi, somme di denaro da parte dei risparmiatori che conseguentemente verranno utilizzati per poter finanziare soggetti che ne hanno bisogno; una funzione monetaria che consta in una soluzione alternativa alla moneta legale, come la moneta cartolare e la moneta scritturale ed elettronica; ed infine una funzione di erogazione di servizi accessori rispetto ai precedenti. Tali funzioni, ora solo citate, saranno poi trattate analiticamente nel proseguo del presente lavoro.

1.2 Evoluzione normativa: un quadro d'insieme

La definizione di *attività bancaria* odierna, nell'ordinamento italiano, è frutto di un percorso continuo di variegate riforme; tutto il sistema bancario, infatti, ha subito delle profonde modifiche nel corso degli anni, soprattutto nell'ambito normativo. Tutta l'evoluzione legislativa è da intendersi come la realizzazione di un modello che permetta di garantire un certo grado di equilibrio e stabilità nel sistema creditizio in un ambiente concorrenziale. Per tale motivo, le modifiche

che si sono attuate sono volte specificamente a creare un modello sistematico della disciplina normativa bancaria.

Già alla fine dell'Ottocento vi fu un primo modello che inquadrava l'attività bancaria nel diritto comune e sottoponeva a controlli pubblici solo alcuni istituti di emissione⁴. Mostrando immediatamente limitazioni e restrizioni, però, nel 1926 venne sancito il primo intervento normativo con lo scopo di dare stabilità agli intermediari bancari, ritenuti obiettivo di interesse pubblico. Nonostante la sovra citata volontà di far fronte a tali condizioni limitanti, la crisi degli anni Trenta generò pesanti immobilizzazioni per le principali banche e richiese interventi di risanamento. Nel pieno della Grande Depressione, la svalutazione della sterlina (settembre 1931) e delle altre monete, equivalse di fatto a un'ulteriore rivalutazione della lira⁵. Si accentuò il carattere deflattivo della politica italiana e severi contraccolpi vennero inflitti all'attività economica e al sistema finanziario.

La Banca d'Italia si trovò con un attivo fortemente immobilizzato e in questo clima di forte disequilibrio, vennero così creati prima l'Istituto Mobiliare Italiano (IMI) con il compito di assicurare i finanziamenti di medio-lungo periodo e poi l'Istituto per la Ricostruzione Industriale (IRI), che acquisì le partecipazioni azionarie delle banche in difficoltà ed i pacchetti di controllo⁶. Fu poi verso la

⁴ V. DESARIO, *Il Testo Unico Bancario: esperienza e prospettive, Dalla legge bancaria del 1936 al Testo Unico: profili operativi*, in ABI, Roma, 1996, pag. 25

⁵ Cfr. Ilsole24ore, La "lira forte" voluta dal fascismo e la crisi del '29, 27 novembre 2013.

⁶ Vedi <https://www.bancaditalia.it/chi-siamo/storia/istituzione/index.html>

metà degli anni Trenta che, nonostante l'aumento delle tensioni generate dall'imminente conflitto mondiale, si avvertì l'esigenza di riformare il sistema bancario.

Alla luce di quanto detto, una prima collocazione a cui far riferimento è la legge bancaria del 1936 (R.D. 12 marzo 1936, n.375), una delle colonne su cui, per molti decenni, si è basato l'ordinamento bancario⁷ e che provava a fornire una risposta alle inefficienze dei mercati dell'epoca.

I punti cardine della legge bancaria del '36 sono riassumibili in pochi principi:

- la *natura pubblica dell'attività bancaria* sancita dall'art. 1 della R.D. 12 marzo 1936, n.375 secondo cui... “la raccolta del risparmio tra il pubblico e l'esercizio del credito sono funzioni di interesse pubblico”⁸;
- la *separazione temporale, territoriale e funzionale del credito*, cioè si andava a separare le banche in funzione delle diverse attività svolte; distinguendo e separando il credito ordinario dal credito speciale.
- l'*elasticità della legge*⁹, con la quale si intendeva il ricorso alla regolamentazione secondaria così che risultasse un adattamento migliore ai cambiamenti continui del sistema creditizio.

⁷ R. CAPARVI, *L'impresa bancaria, Economia e tecniche di gestione*, Milano, FrancoAngeli 2006, pag.99.

⁸ G. CASTALDI, *Il Testo Unico Bancario, tra innovazione e continuità*, Torino, Giappichelli, 1997, pagg. 75 e segg.

⁹ R. CAPARVI, *L'impresa bancaria, Economia e tecniche di gestione*, Milano, FrancoAngeli, 2006, pag.100

Lo scopo della legge era di evitare l'instabilità e il poco equilibrio¹⁰ che aveva caratterizzato i primi anni di quel decennio e, pertanto, cercava di eliminare gli effetti devastanti creatisi con la crisi degli anni Trenta. Negli anni che vanno dal 1936 al 1938 venne realizzata una redistribuzione territoriale bancaria con l'obiettivo di assicurare un preciso svolgimento della funzione creditizia, cercando di contenere quei fenomeni considerati «eccessi di concorrenza»¹¹. Seguirono degli anni molto rigidi, dove vennero limitati gli ingressi nel mercato di nuovi soggetti; e si presentarono come eventi eccezionali la possibilità di possesso da parte di banche o gruppi bancari di azioni o quote del capitale di altri soggetti a scopo di stabile e duraturo investimento finanziario. Questo sistema che in dottrina venne chiamato «oligopolio amministrativo»¹² creò due scenari: da un lato ci fu una segmentazione dei mercati a scapito della concorrenza, e dall'altro lato permise di assicurare nel tempo un certo grado di stabilità.

La legge del 1936 era riuscita a superare tutte le vicende belliche e *post*-belliche ma anche tutti gli eventi mostratisi fino ai tempi più recenti. Pertanto la struttura della legge bancaria del 1936 si presentava forte, razionale ma soprattutto flessibile dal momento che riuscì ad uniformarsi alla dinamicità degli eventi accaduti¹³. Nella fase *post*-bellica, con l'obiettivo di riuscire a ricostruire e

¹⁰ G. DELL'AMORE, *Economia delle aziende di credito*, vol. II, *I sistemi bancari*, Milano, Giuffrè, 1974, pag. 170-195.

¹¹ V.DESARIO, *Il Testo Unico Bancario: esperienza e prospettive, Dalla legge bancaria del 1936 al Testo Unico: profili operativi*, in ABI, Roma, 1996, pag. 26

¹² G.CASTALDI, *Il Testo Unico Bancario, tra innovazione e continuità*, Torino, Giappichelli, 1997, pagg. 75 e segg.

¹³ V.DESARIO, *Il Testo Unico Bancario: esperienza e prospettive, Dalla legge bancaria del 1936 al Testo Unico: profili operativi*, in ABI, Roma, 1996, pag. 26

organizzare le condizioni per dare avvio ad un progressivo sviluppo industriale, si posero le basi affinché il legislatore dell'epoca potesse rafforzare le strutture del credito a medio e lungo termine, soprattutto a favore dell'industria, dell'artigianato¹⁴ etc. Negli anni a seguire non vi furono molte reali novità, ma pian piano si iniziò ad affermare l'esigenza di veder affievolire quei principi che avevano ispirato, fin a quel momento, l'ordinamento creditizio.

Negli anni settanta si inizia ad assistere a dei primi interventi di ristrutturazione, dovuti alla spinta delle imprese produttive che richiedevano un sistema finanziario solido e dal progresso del sistema del contesto economico, nazionale e internazionale; ma non solo, un'ulteriore spinta scaturiva dal progetto comunitario di unificazione del mercato¹⁵. Le peculiarità della legge bancaria del 1936, dunque neutralità e flessibilità, permisero l'adozione di nuove politiche volte a rendere migliore l'efficienza del sistema. In quegli anni, tutti i vari interventi di vigilanza, erano finalizzati a promuovere il processo di *despecializzazione* operativa fra le varie categorie di credito e di permettere una ripartizione razionale su tutto il territorio. Vicino alla vigilanza strutturale emergeva anche un sistema di controllo molto più intensificato e attento ai bisogni di un mercato competitivo. Contemporaneamente venne innalzato il livello di controllo e monitoraggio sulla situazione di ogni singolo intermediario creditizio. In successione seguirono: le crisi bancarie dei primi anni ottanta; gli

¹⁴ V.DESARIO, *Il Testo Unico Bancario: esperienza e prospettive, Dalla legge bancaria del 1936 al Testo Unico: profili operativi*, in ABI, Roma, 1996, pag. 26

¹⁵G.CASTALDI, *Il Testo Unico Bancario, tra innovazione e continuità*, Torino, Giappichelli, 1997, pagg. 75 e segg.

accordi di Basilea tra le autorità di vigilanza; la parificazione dei controlli esercitati su aziende e istituto di credito speciale; la riconferma del carattere imprenditoriale dell'attività bancaria; le riforme statutarie volte ad avvicinare il modello organizzativo delle banche pubbliche a quello societario; l'integrazione e l'internalizzazione dei mercati finanziari¹⁶.

Con la stessa velocità il quadro normativo di riferimento iniziò a subire dei mutamenti in sintonia con le riforme che avvenivano a livello comunitario e, dunque, ci si iniziò a preparare ad un graduale processo di riforma. L'ordinamento si è progressivamente evoluto seguendo due strade: diffusione di una maggiore concorrenza nel mercato del credito e sviluppo dei mercati dei valori mobiliari. Il continuo processo evolutivo scatenò l'esigenza di riordinare il sistema finanziario italiano e le regole che ne governavano il suo finanziamento.¹⁷ Tale necessità ha visto la sua nascita nella seconda metà degli Ottanta, precisamente nel 1985, a seguito del tardo recepimento della prima direttiva CEE sulle banche (direttiva n. 77/780/CEE), avvenuta con il DPR n. 350 del 27 giugno del 1985. Il recepimento di tale direttiva nel nostro paese consentì l'abbandono della concezione *dell'attività creditizia* quale funzione di interesse pubblico, definendola finalmente attività di impresa.

Mentre in Italia avveniva il recepimento della prima direttiva, contemporaneamente a livello comunitario incominciava a prendere forma una

¹⁶ V.DESARIO, *Il Testo Unico Bancario: esperienza e prospettive, Dalla legge bancaria del 1936 al Testo Unico: profili operativi*, in ABI, Roma, 1996, pag. 30

¹⁷G.CASTALDI, *Il Testo Unico Bancario, tra innovazione e continuità*, Torino, Giappichelli 1997, pagg. 75 e segg.

seconda direttiva che, oltre a ribadire il concetto espresso dalla prima direttiva, cioè il rinunciare della concezione dell'attività creditizia quale funzione di interesse pubblico, prevedeva altri due principi peculiari su cui si doveva reggere il processo di integrazione dei singoli sistemi creditizi nazionali¹⁸: il principio *dell'autorizzazione unica* e quello della *vigilanza* da parte del paese di origine.

In base a questi principi, una qualsiasi banca europea poteva esercitare liberamente, negli altri paesi membri, una gamma di attività molto variegata; l'importante era che tali attività fossero contenute nella lista allegata alla direttiva stessa. A livello comunitario, inoltre, veniva introdotta la *banca universale*, che per il legislatore del periodo doveva rappresentare il modello organizzativo a cui le banche dovevano far riferimento se volevano proiettarsi in un ambiente molto competitivo.

A differenza degli altri settori economici che già avevano iniziato a sperimentare gli effetti dell'apertura dei mercati con le sue conseguenze in relazione a nuove opportunità e rischi, il settore di intermediazione finanziaria e creditizia era chiamato a confrontarsi con delle configurazioni del tutto nuove. Si avvertiva il forte bisogno di riformare il quadro normativo per evitare possibili forme di discriminazione a danno degli intermediari. In tale prospettiva, accanto all'azione della Banca di Italia volta ad eliminare i vincoli amministrativi, negli anni '90 si ebbe un visibile rinnovamento normativo; infatti la pressante integrazione comunitaria che aveva fatto crescere l'inevitabile bisogno di competitività nel

¹⁸ G. CASTALDI, *Il Testo Unico Bancario, tra innovazione e continuità*, Torino, Giappichelli, 1997, pagg. 80 e segg

sistema nazionale creditizio, portò il legislatore dell'epoca a completare il processo normativo avviato nel decennio precedente. Per riassumere, le principali tappe furono:

1. la legge n. 218 del 30 luglio 1990 nota come legge Amato-Carli;
2. il D.lgs. n.481 del 14 dicembre del 1992, dovuto al recepimento della seconda direttiva comunitaria sugli enti creditizi;
3. il D.lgs. n. 385 del 1° settembre 1993 noto come Testo Unico della legge bancaria e creditizia.

1.2.1 Legge Amato-Carli

La legge n. 218/90, nonostante si presentasse molto ancorata alla legge del 1936, ha provato a rimediare all'incompletezza del sistema creditizio nazionale cercando di giovare dei benefici derivanti dalla Unione Europea. Il fulcro della legge n. 218/90 può essere sintetizzato in pochi punti¹⁹:

1. Trasformazione degli enti creditizi pubblici in S.p.A.;
2. Aumento della patrimonializzazione delle banche attraverso incentivi fiscali alla rivalutazione dei cespiti aziendali;
3. Stimolo ed aumento della concentrazione nel sistema bancario;

¹⁹ R. CAPARVI, *L'impresa bancaria, Economia e tecniche di gestione*, FrancoAngeli, Milano, 2006, pagg. 99 e seg.

4. Regolamentazione dei gruppi bancari polifunzionali, in grado di ampliare la gamma dei servizi offerti senza disperdere i benefici della specializzazione.

Si consolidava il pensiero che il settore creditizio stava diventando più complesso e si affermava quel bisogno di incrementare l'offerta verso una variegata tipologia di prodotti/servizi diversi. Si può affermare che l'aspetto più rilevante della legge Amato-Carli, è stato quello il permettere il superamento del carattere pubblicistico del sistema creditizio andando verso un comportamento imprenditoriale dell'attività bancaria, dunque conferendo un notevole aiuto alla *de-specializzazione* dell'attività creditizia in Italia. Tutto ciò lo si può notare nell'adozione del modello societario di Società per Azioni che ha permesso di armonizzare lo schema normativo; oltre a sostenere la realizzazione di un mercato composto di operatori uniformi e di grandi dimensioni, permettendo così di abbattere molte limitazioni normative che andavano ad ostacolare l'attività in una chiave imprenditoriale. L'unica pecca della legge Amato-Carli è il non aver superato la distinzione tra aziende ed istituti di credito fondata sulla durata delle operazioni di raccolta.

1.2.2 Decreto legislativo n. 481 del 1992

Il tanto atteso superamento della distinzione temporale tra aziende ed istituti di credito arrivò nel nostro ordinamento con il recepimento della seconda direttiva Comunitaria di coordinamento bancario avvenuta con il decreto legislativo n. 481 del 1992. Il decreto legislativo in questione ha permesso una modifica sostanziale

del sistema creditizio andando ad eliminare gran parte delle segmentazioni e delle barriere operative che lo distinguevano²⁰.

La voglia di superare il principio della specializzazione è stata fonte di ispirazione per due obiettivi: evitare fenomeni di svantaggio competitivo degli intermediari domestici nei confronti dei concorrenti europei e aumentare i livelli di concorrenza. La *de-specializzazione* ha investito tutte le forme preesistenti di specializzazione, ha affrontato le forme giuridiche degli intermediari creditizi ed eliminato le categorie giuridico-istituzionali previste dalla legge bancaria del 1936. Il processo di *de-specializzazione* ha permesso di uniformare la forma istituzionale dell'ente creditizio, generalizzando le modalità di provvista e di impiego e ammettendo il superamento definitivo della specializzazione temporale. Attraverso la *de-specializzazione* si è, inoltre, consentito di esercitare alle istituzioni finanziarie, le attività di intermediazione creditizia insieme all'intermediazione mobiliare.

Il decreto legislativo n. 481 del 1992 ha così introdotto la *banca universale*. Con tale termine si sancisce il potere consentito a ciascun ente di poter esercitare e di offrire al mercato l'intera gamma di prodotti finanziari. È stata così eliminata tutta l'articolazione dei vari soggetti che si presentavano con diverse personalità giuridiche.

²⁰ M. BARAVELLI, *Il recepimento della seconda direttiva comunitaria e il modello della banca universale in Italia*, in "Il Risparmio", n. 4, 1993

1.2.3 Testo Unico Bancario

Il recepimento della seconda direttiva europea ha buttato le basi per il decreto legislativo n. 385 del 1993, il Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia (TUB), entrato in vigore nel gennaio del 1994. Si può definirlo come il provvedimento più importante, dato che ha permesso di ordinare e sostituire tutte le complessi leggi che fino ad allora avevano caratterizzato l'attività creditizia²¹. I punti fondamentali che hanno influenzato l'elaborazione del Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia sono molto simili a quelli che hanno dato vita all'elaborazione dell'ordinamento del credito degli anni Settanta, dunque:

1. la natura imprenditoriale dell'attività bancaria;
2. de-specializzazione istituzionale, temporale ed operativa;
3. concorrenzialità quale requisito di efficienza per il sistema creditizio nel suo complesso;
4. neutralità della vigilanza.²²

L'entrata in vigore del Testo Unico Bancario ha permesso di abbandonare definitivamente quell'orientamento dirigista e amministrativo che considerava gli enti creditizi più come istituzioni che come impresa. È stato finalmente superata la logica della specializzazione (settoriale, temporale, istituzionale), introducendo la possibilità per le banche nazionali di utilizzare la *banca universale*. Con il

²¹ R. CAPARVI, *L'impresa Bancaria, Economia e tecniche di gestione*, FrancoAngeli, Milano, 2006, pagg. 105-107.

²² V. DESARIO, *Il nuovo ordinamento del credito e il suo impatto organizzativo sulle banche*, in *Rivista Bancaria*, n. 6, 1993

Testo Unico Bancario si è concesso alle singole banche di operare sia a breve termine che a lungo termine e di offrire finanziamenti che prima erano riservati ad istituzioni speciali. Le nuove disposizioni hanno garantito un'ampia libertà di scelta circa le strategie ed i modelli istituzionali ed organizzativi da adottare da parte degli enti creditizi. L'emanazione del TUB ha consentito agli enti creditizi nazionali la possibilità di diversificare e la possibilità di scegliere la forma organizzativa.

A tal proposito le banche hanno la possibilità di adoperare alternativamente due strutture:

1. quella della *banca cosiddetta universale*, la quale svolge ogni attività che ha deciso di offrire, con alcuni limiti per determinate tipologie di attività il cui esercizio diretto non è consentito alla regolamentazione;
2. quella del *gruppo bancario*, in presenza del quale vi è invece una società capogruppo che si avvale dell'operato di più società controllate, specializzate in una o più attività²³.

I due modelli non sono da considerarsi contrapposti, ma bisogna intenderli in termini di integrazione e complementarità²⁴. La scelta dei due modelli deve essere circoscritta alle singole imprese bancarie sulla base delle caratteristiche dimensionali e operative nonché del posizionamento strategico prescelto.

²³ R. RUOZI, (a cura di) *Economia della banca*, Egea, Milano, 2016, pag. 44

²⁴R. CAPARVI, *L'impresa Bancaria, Economia e tecniche di gestione*, FrancoAngeli, Milano, 2006, pag. 108-109.

Il Testo Unico Bancario ha stabilito con una certa precisione le caratteristiche del gruppo bancario, che può essere composto alternativamente:

- da una banca capogruppo e dalle società bancarie, finanziarie e strumentali da questa controllate.
- dalla società finanziaria capogruppo e dalle società bancarie, finanziarie e strumentali da questa controllate.

Per comprendere nel migliore dei modi il gruppo bancario, si fa riferimento all'articolo 2359 del codice civile, citato anche nel Testo Unico Bancario, il quale sancisce che sono considerate società controllate: 1 le società in cui un'altra società dispone della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria; 2 le società in cui un'altra società dispone di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria; 3 le società che sono sotto influenza dominante di un'altra società, in virtù di particolari vincoli contrattuali con essa. I gruppi bancari sono iscritti in un apposito albo della Banca d'Italia e su di essi quest'ultima esercita una particolare forma di vigilanza di tipo prudenziale.

La *banca universale*, a differenza del gruppo bancario, ha la peculiarità di svolgere in modo diretto le attività che il soggetto economico valuta di offrire; le è consentito di svolgere direttamente l'attività assicurativa e la gestione collettiva del risparmio. Pertanto quando c'è la volontà di optare per il modello di *banca universale* c'è una diversificazione minore rispetto al gruppo bancario. A prima

vista si può affermare che la formula della banca universale è quella più semplice, lineare e probabilmente anche più economica, nel senso che non produce doppi costi che, invece, caratterizzano un gruppo bancario costituito da più società, ciascuna delle quali ha un proprio consiglio di amministrazione, un proprio collegio sindacale, una propria direzione generale, un proprio apparato contabile e via dicendo.

La banca di tipo universale permette una puntuale ed organica unità di comando, dato che le varie direzioni operative rispondono ad un unico organismo decisionale centrale. Il Testo Unico Bancario (TUB), soprattutto nel suo art. 14²⁵, introduce il concetto di Banca Universale. È inoltre necessario tenere in considerazione che la prima problematica che si è incontrata nel passaggio dalla banca tradizionale a quella universale riguarda il diverso orizzonte temporale con il quale si opera nelle due strutture. La banca tradizionale italiana prevedeva di operare nel breve termine e ciò influenzava il tipo di analisi che la banca effettuava sulla clientela richiedente credito. Al contrario, la banca universale non ha confini temporali o tecnici al proprio operare; può intervenire anche con prestiti a scadenza medio-lunga e non si limita alla concessione delle tradizionali linee di credito ordinario, ma può spingersi fino all'assunzione di partecipazioni azionarie. Le forti difficoltà di trasformazione delle banche tradizionali in banche universali hanno spinto i soggetti economici a preferire la forma organizzativa del gruppo bancario, anche se la forma del gruppo bancario si discosta molto

²⁵ Vedi: <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/intermediari/Testo-Unico-Bancario.pdf>

dalla banca tradizionale. Pertanto i vertici del gruppo devono presentarsi con una visione a tutto campo dei problemi, che implica la conoscenza di tutte le attività svolte nell'ambito del gruppo stesso e la disponibilità delle professionalità e delle competenze necessarie per affrontarli. Tali caratteristiche nell'ambito del gruppo bancario devono riguardare essenzialmente i suoi vertici, mentre nel caso della banca universale devono permeare tutti i livelli gerarchici²⁶.

L'emanazione del Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia ha definito la nozione di *attività bancaria*, rinvenibile nel Titolo II nominato *Banche*, Capo I *Nozione di attività bancaria e di raccolta di risparmio*, all'articolo 10 *Attività bancaria*: «1. La raccolta di risparmio tra il pubblico e l'esercizio del credito costituiscono l'attività bancaria. Essa ha carattere d'impresa. 2. L'esercizio dell'attività bancaria è riservato alle banche. 3. Le banche esercitano, oltre all'attività bancaria, ogni altra attività finanziaria, secondo la disciplina propria di ciascuna, nonché attività connesse o strumentali. Sono salve le riserve di attività previste dalla legge»²⁷.

Il comma 1 dell'articolo in questione sancisce che l'oggetto dell'impresa, dunque la raccolta del risparmio tra il pubblico, è riservata in via esclusiva alle banche, le quali mettono così a disposizione della propria clientela anche le somme che ricevono in deposito: da un lato gli *impieghi*, vale a dire l'esercizio del credito, dall'altro la *raccolta*, cioè le operazioni di provvista, al fine di realizzare il

²⁶ R. RUOZI (a cura di), *Economia della banca*, Egea, Milano, 2016, pagg. 43-66.

²⁷ Vedi: <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/intermediari/Testo-Unico-Bancario.pdf>

guadagno sperato sotto forma di differenza tra il prezzo che riceve dal cliente e quello pagato al depositante²⁸. A norma dell'art. 10 comma 3, TUB, si enuncia la possibilità per le banche di esercitare *ogni altra attività finanziaria*, in tal senso si dà la possibilità alle banche di raccogliere il risparmio anche attraverso l'emissione di *strumenti finanziari*²⁹, nonché esercitare le *attività finanziarie*³⁰, quali *factoring, leasing, forfaiting* emissione e gestione di carte di credito, rilascio di garanzie e di impegni di firma, emissione di strumenti finanziari, partecipazione all'emissione di titoli, gestione e consulenza nella gestione dei patrimoni, custodia e amministrazione di valori mobiliari.

²⁸ G. RACUGNO, *L'impresa bancaria e l'intermediazione finanziaria*, 21 luglio 2014, articolo pubblicato su: "il diritto degli affari.it"; vedi: http://www.ildirittodegliaffari.it/upload/articoli/20140721092649_Impresa_bancaria.pdf

²⁹ Gli strumenti finanziari sono elencati nel Testo Unico della Finanza all'articolo 1, comma 2. Essi sono:

- le azioni e gli altri titoli rappresentativi di capitale di rischio negoziabili sul mercato dei capitali;
- le obbligazioni, i titoli di Stato e gli altri titoli di debito negoziabili sul mercato dei capitali;
- le quote di fondi comuni di investimento;
- i titoli normalmente negoziati sul mercato monetario;
- qualsiasi altro titolo normalmente negoziato che permetta di acquisire gli strumenti precedentemente indicati;
- i contratti futures su strumenti finanziari, su tassi di interesse, su valute, su merci e sui relativi indici;
- i contratti di scambio a pronti e a termine (swaps) su tassi di interesse, su valute, su merci nonché su indici azionari (equity swaps);
- i contratti a termine collegati a strumenti finanziari, a tassi d'interesse, a valute, a merci e ai relativi indici;
- i contratti di opzione per acquistare o vendere gli strumenti indicati nelle precedenti lettere e i relativi indici, nonché i contratti di opzione su valute, su tassi d'interesse, su merci e sui relativi indici;
- le combinazioni di contratti o di titoli indicati precedentemente.

I mezzi di pagamento non sono considerati strumenti finanziari. Vedi: http://www.consob.it/documents/46180/46181/dlgs58_1998.pdf/e15d5dd6-7914-4e9f-959f-2f3b88400f88

³⁰ Previsto nell'articolo 1, lettera f, del Testo Unico Bancario. Vedi: <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/intermediari/Testo-Unico-Bancario.pdf>

In combinato disposto all'art.10 deve però essere letto anche l'art. 11 del Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia che dichiara la *Raccolta del Risparmio*. L'art. 11 TUB dichiara che l'attività bancaria definita come intermediazione del credito o intermediazione nella circolazione di denaro è riservata alle banche. Il primo comma dell'art. 11 Testo Unico Bancario, sancisce «la raccolta del risparmio che consiste nella acquisizione di fondi con obbligo di rimborso», dove per acquisizione di fondi si intende l'acquisizione di valori monetari. La banca si assume l'obbligo di rimborsare le somme ricevute; proprio questa restituzione delle somme di denaro permette di caratterizzare la raccolta bancaria e la distingue dalle imprese non bancarie, alle quali è consentita la raccolta «ai sensi del codice civile mediante obbligazioni, titoli di debito o altri strumenti finanziari.³¹».

Sintetizzando, il Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia è formato da 162 articoli, nei quali sono recepiti i 1400 articoli contenuti in più di 130 provvedimenti legislativi. Il testo unico disciplina le Autorità creditizie, i poteri di vigilanza e i gruppi bancari. Per quanto concerne l'apparato di controllo, il Testo Unico ne conferma la precedente composizione articolandosi nel Comitato Interministeriale per il credito e il risparmio, nel ministero del Tesoro e nella Banca d'Italia. Il CICR ha l'alta vigilanza in materia di credito e di tutela del risparmio, delibera su tutte le materie di carattere generale e decide sui reclami contro i provvedimenti della Banca d'Italia.

³¹ A norma dell'articolo 11, Testo Unico Bancario, comma 4 , lettera c. vedi: <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/intermediari/Testo-Unico-Bancario.pdf>

I poteri di vigilanza bancaria e finanziaria affidati alla Banca d'Italia sono disciplinati dal Testo Unico Bancario (TUB), in armonia con le disposizioni dell'Unione europea, e sono posti al servizio degli obiettivi di tutela della gestione sana e prudente degli intermediari, della stabilità complessiva, dell'efficienza e della competitività del sistema finanziario, della trasparenza e correttezza delle operazioni e dei servizi di banche, gruppi bancari, intermediari finanziari³².

1.3 Le funzioni delle banche

La nozione *banca* ha vissuto una lunga evoluzione legata alle condizioni ambientali e temporali in cui tale istituto si è sempre trovato ad operare. Storicamente la banca viene concepita come un'azienda di produzione che opera sistematicamente, istituzionalmente e a proprio rischio nel campo dell'intermediazione finanziaria³³, raccogliendo risorse finanziarie presso il pubblico ed erogando tali risorse a titolo di credito.

Le attività principali e tradizionali che un'azienda bancaria svolge sono: *attività creditizia* e *attività monetaria*. Vicino a queste attività, alla banca è stato permesso di attuare una diversificazione dei suoi prodotti e di svolgere innumerevoli attività *accessorie* e innovative che si affiancano alla sua funzione storica.

³² Si veda il sito: <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/compiti-vigilanza>

³³ R. CAPARVI, *L'impresa Bancaria, Economia e tecniche di gestione*, FrancoAngeli, 2006, pag. 235.

Nel contesto italiano le attività *accessorie*, che la banca può invece svolgere oggi, erano state precluse da vincoli normativi, ma grazie all'emanazione del Testo Unico Bancario è stato possibile eliminare molti di questi limiti.

Il Testo Unico Bancario ha permesso alle banche di offrire un'ampia gamma di attività strategiche in ordine alle scelte di diversificazione dell'attività bancaria, con effetti positivi in termini di efficienza operativa e di efficacia competitiva. L'evoluzione ha consentito agli operatori bancari di scegliere tra una moltitudine di attività, procedendo da un'attività minima di raccolta di risparmio/offerta di credito, ad un'attività massima identificabile nell'organizzazione della banca universale, procedendo tramite delle combinazioni con vario grado di specializzazione, lungo la dimensione del tipo di prodotto, segmento clientela e tecnologia utilizzata³⁴. Tenendo presente che uno schema di riferimento che si presenta uguale per tutti non esiste, si rende necessaria una contestualizzazione in relazione alla dimensione aziendale, al mercato di riferimento in cui si sta operando e, dunque, alle sue dinamiche competitive, alle risorse disponibili, alla propensione al rischio del soggetto economico ed altre variabili capaci di influenzare le scelte strategiche riguardo alla diversificazione del *mix* produttivo; il tutto analizzato in una prospettiva capace di raggiungere eventuali economie di scale e di scopo³⁵. In base alla combinazione segmento clientela, bisogni/servizi e aree di intermediazione, vengono definite le distinte aree di business che sono

³⁴ Cfr. M. ONADO, *Mercati e intermediari finanziari*, Bologna, il Mulino, 2000.

³⁵ Cfr. P. BONGINI-ì, M.L. DI BATTISTA, L. NIERI, A. PATARNELLO, *Il sistema finanziario*, Bologna, il Mulino, 2004, pag. 139

esprese in maniera diversa a seconda della maggiore o minore specializzazione dell'intermediazione bancaria.

In riferimento alle principali aree di attività troviamo:

1. *Retail banking*. È un'area di business volta all'attenzione di una particolare tipologia di clientela ben dettagliata come famiglie o imprese. Le stesse vengono messe in relazione alla dimensione dello scambio, la quale è concentrata sulla raccolta di depositi e sulla concessione di prestiti in svariate forme tecniche. Sono servizi molto standardizzati.
2. *Private banking*. Si tratta di un area business volta al soddisfacimento dei bisogni della gestione finanziaria dunque di persone fisiche, sia individuali che famiglie, caratterizzate da elevati livelli di reddito e/o ricchezza personale. I servizi fanno riferimento all'attività di gestione, consulenza e distribuzione dei prodotti del risparmio gestito, presentano elevato valore aggiunto, nonché un forte grado di personalizzazione e di interazione nel rapporto banca-cliente.
3. *Corporate & investment banking*. Si fa riferimento ad un'area di business che tratta assistenza finanziaria alle imprese di grande dimensione e si presentano con forma giuridica di società. Tra le varie aree analizzate, si presenta quella più ampia e complessa, dato che comprende sia il reperimento e la gestione dei finanziamenti, sia le operazioni che incidono sulla composizione e sulla titolarità del capitale, proprio o di terzi, delle

imprese. Il servizio nella *corporate & investment banking* si presenta molto personalizzato.

Tra le varie attività che una banca può offrire si rammenta la *bancassicurazione*³⁶, che nasce dalla relazione sinergica tra intermediari bancari e assicurativi. Questi prodotti si traducono in polizze vita, fondi pensioni o prodotti *index linked* o *unit linked*³⁷. Gli istituti bancari sempre più spesso abbinano ai prodotti finanziari i prodotti assicurativi, con l'obiettivo di cercare di tutelare il soggetto da eventuali eventi come la morte, l'infortunio, la malattia, i quali possono diminuire la capacità di rimborso del finanziamento.

1.3.1 La funzione di intermediazione creditizia

Si è rammentato che le funzioni principali della banca sono riconducibili all'attività creditizia e all'attività monetaria, le quali devono essere considerate condizioni necessarie e sufficienti. Nonostante saranno poi analizzate in modo separato, le due funzioni risultano interconnesse ed inscindibili nell'ambito dell'attività bancaria. Analizzando l'attività di intermediazione creditizia svolta dalla banca, è possibile definirla come quel processo che permette di trasferire risorse finanziarie dalle unità in *surplus* monetario alle unità in *deficit*. Tale definizione si presenta *sui generis* dal momento che il comportamento della banca si discosta molto da quello di un mediatore puro. Infatti, se si trattasse di

³⁶ Cfr. R. LOCATELLI, C. MORPURGO, A. ZANETTE, *L'integrazione tra banche e compagnie di assicurazione e il modello dei conglomerati finanziari in Europa*, in "Quaderni di ricerche", n. 33, 2002

³⁷ Cfr. A. RESTI, *Il risparmio gestito in Europa: assetti comportamento dei global player e servizio al risparmiatore*, in "Bancaria", n. 1, 2004

un mero intermediario andrebbe esclusivamente a mettere in relazione chi dispone di fondi in eccedenza con chi tali fondi li vuole usare e ne ha bisogno, andando esclusivamente a lucrare una provvigione o una commissione per il servizio reso. Appurato che questo comportamento non avviene, è necessario considerare la banca come un'azienda di produzione che opera sistematicamente nel campo del credito.

Il ciclo produttivo della banca si presenta con un *credito passivo* e un *credito attivo*. Nel *credito passivo* la banca scambia, con le unità in *surplus*, proprie passività contro moneta (dunque divenendo debitrice) e, tale operazione fa riferimento alla negoziazione dei depositi. La banca stringe invece, rapporti di *credito attivo*, tutte quelle volte che impiega in attività finanziarie le risorse acquisite, siano in nome e per conto proprio. In questo secondo caso si tratta della negoziazione di prestiti per cassa, nelle varie forme tecniche.

Il circuito finanziario si presenta non in modo diretto tra i due soggetti contraenti. Quest'ultimi, depositante da un lato e affidato dall'altro, non si incontrano direttamente dal momento che la banca si interpone tra le unità in *surplus* e in *deficit*. Tale processo trova la sua giustificazione economica nel fatto che la banca è in grado di facilitare e di promuovere l'incontro tra domanda e offerta di fondi, dal momento che possiede le competenze, le tecnologie e l'esperienza per gestire nel migliore dei modi i costi di informazione necessari per la selezione e per la diversificazione degli investimenti effettuati. A questo punto, risulta palese che un'adeguata selezione degli investimenti condotta dalle banche e una

composizione di un portafoglio di attività finanziarie discretamente diversificate, permette di ridurre il rischio sia del singolo investimento sia il rischio complessivo del portafoglio bancario.

L'esercizio della funzione di intermediazione creditizia presuppone che la banca disponga di risorse finanziarie adeguate sia quantitativamente sia qualitativamente. A tale riguardo c'è l'esigenza, da parte del *management*, di organizzare la politica di raccolta. Per politica di raccolta si intende l'insieme coordinato delle diverse azioni intraprese dalla banca allo scopo di ottenere il volume e la composizione di risorse finanziarie idonee allo svolgimento della propria funzione creditizia in condizione di equilibrio gestionale³⁸. La politica di raccolta presuppone la definizione e l'esplicitazione di obiettivi di breve, medio e lungo periodo e di strumenti per realizzare tali obiettivi. L'obiettivo della raccolta fondi consiste nella conservazione o l'espansione della base monetaria a disposizione della banca, fattore determinante dell'equilibrio finanziario della gestione e della sua capacità di intermediazione, e presuppone la fissazione di obiettivi in termini di tasso di sviluppo, di composizione della raccolta, oltre che di instaurazione di stabili relazioni di clientela. Tali intenti devono presentarsi coerenti con i vincoli di liquidità e solvibilità della gestione, con il grado di trasformazione delle scadenze e con il rischio di interesse che la banca è disposta ad assumere in un dato orizzonte temporale. Si può affermare infatti che la parte consistente della raccolta bancaria è tipicamente a vista, e ciò indica che la banca

³⁸ R. RUOZI (a cura di), *Economia della banca*, Egea, Milano, 2016, pag.67

è disposta a far fronte ai propri debiti in qualsiasi momento, anche solo per mantenere integra la propria capacità di indebitamento. C'è da precisare, che gli impieghi bancari, condizionati dalle esigenze finanziarie e bancarie, anche se negoziati formalmente a breve termine, non possono essere considerati a vista ma, al contrario, tendono a protrarsi nel tempo. Come noto il Testo Unico in materia bancaria e creditizia ha permesso di cancellare i vincoli temporali posti dalla precedente Legge bancaria del 1936. Infatti, le aziende di credito hanno la possibilità di allargare le loro forme tecniche di impiego e di raccolta, proiettando l'operatività oltre il breve termine. È fisiologico che i rapporti di credito attivo tendano a protrarsi oltre il breve termine, purché mantengano quelle caratteristiche di corretta coordinazione tra i movimenti di entrata e in uscita in modo da garantire l'equilibrio monetario e finanziario della gestione.

La funzione di investimento delle risorse disponibili oltre a riferirsi agli impieghi tipici, attiene pure all'attività bancaria di investimento in titoli di valute estere e alla gestione del portafoglio partecipazioni, cui si aggiungono investimenti in immobili e tecnologie. Da precisare è che sono gli investimenti in titoli, i quali costituiscono una percentuale abbastanza significativa degli attivi bancari, che permettono di migliorare le condizioni di solvibilità e liquidità della gestione bancaria, tanto che l'attività immobiliare non può essere più considerata residuale rispetto alla tipica attività di prestito.

Attualmente infatti gli stati patrimoniali bancari vedono attribuire una maggiore percentuale, rispetto al totale, alla funzione di investimento, in passato vincolata

e di competenza degli istituti speciali. Tale ampliamento concorre allo sviluppo dell'economia in quanto permette di superare i limiti imposti dalla scarsità della domanda di credito a breve termine e a realizzare offerte orientate ampiamente alle esigenze del mercato in relazione alla scadenza dei finanziamenti concessi. Da osservare che non tutte le banche possono sviluppare la funzione di investimento con la stessa intensità e con le stesse modalità, che dipendono dalle condizioni gestionali e di mercato che caratterizzano la banca.

1.3.2 La funzione monetaria

L'ulteriore attività principale esercitata dalla banca consiste nella funzione monetaria. Tale attività è nata quando i debiti bancari si sono affermati come mezzi di pagamento nel regolamento degli scambi, fungendo da sostitutivi della moneta legale in circolazione.

La funzione monetaria si può definire come la partecipazione attiva degli scambi monetari per poter facilitare il movimento dei pagamenti attraverso variegate forme di offerta quali: i servizi di incasso e di pagamento, la trasmissione di fondi a distanza e via dicendo³⁹. Ma la peculiarità più rilevante è stata il sostituire la moneta legale con un nuovo genere monetario: la *moneta bancaria o scritturale*. La stessa si è rivelata un mezzo di pagamento molto efficace, più

³⁹ R. CAPARCI, *L'impresa bancaria, Economia e tecniche di gestione*, FrancoAngeli, Milano, 2006, pag.270

comodo e sicuro⁴⁰. L'uso della *moneta bancaria o scritturale* ha una funzione molto importante nei sistemi economici, poiché presenta una capacità nell'adattamento alle varie necessità di pagamento. La *moneta scritturale* può presentarsi secondo varie forme, ovvero: assegni bancari, circolari, bonifici, trasferimenti elettronici dei fondi etc.

Si può ben notare come la banca offra i propri debiti con funzione monetaria ed in cambio attività patrimoniali o la negoziazione dei prestiti. Ponendo attenzione alla negoziazione di quest'ultimi, si nota come la banca sia capace di anticipare il momento della negoziazione del prestito, e che poi verrà erogato emettendo moneta bancaria. Questa operazione permette che le passività a vista della banca vengano a loro volta generate grazie alle concessioni di prestiti in conto corrente⁴¹. Pertanto, mediante la funzione monetaria che ammette trasferimenti di moneta senza l'impiego di una base monetaria, il sistema bancario potrà notare un incremento di volumi operativi con evidenti ripercussioni sull'equilibrio economico, finanziario e patrimoniale sulle singole imprese. La funzione monetaria ha una capacità di raccolta che incide favorevolmente sulla determinazione quantitativa e qualitativa dei fabbisogni finanziari della banca.

In precedenza si è accennato come le due funzioni principali della banca siano interconnesse. La funzione monetaria e la funzione creditizia, dunque, traggono impulso l'una dall'altra, l'attività monetaria incide sulla capacità creditizia della

⁴⁰ G. DELL'AMORE, *Economia delle aziende di credito*, vol III, *Le banche di deposito*, Milano, Giuffrè, 1978. Pagg. 64 e seguenti.

⁴¹ R. CAPARCI, *L'impresa bancaria, Economia e tecniche di gestione*, FrancoAngeli, Milano, 2006, pag.270

banca; infatti si può notare che se si sostituisce la moneta bancaria con la moneta legale, l'azienda bancaria ha la capacità di ingrandire il volume dei prestiti. Tale possibilità è incrementata anche dal fattore fiduciario che il pubblico ripone nella banca, la quale dovrebbe avere la capacità di assolvere in ogni momento ai propri obblighi; ovvero le richieste dei creditori di trasformare le passività in moneta.

Andando a circoscrivere la funzione monetaria al nostro contesto nazionale, si nota immediatamente che il sistema di pagamento utilizza in modo molto rilevante la moneta legale nelle transazioni e, anche se c'è un incremento dell'utilizzo di strumenti innovativi, essa risulta comunque più contenuta nel contesto nazionale, rispetto ai dati internazionali. Il ritardo nell'utilizzo degli strumenti innovativi, quali le carte di credito e di addebito, sono ascrivibili non solo alle caratteristiche socio-culturali della domanda, ma anche ad una carenza di offerta dovuta ad una sotto utilizzazione delle tecnologie che ha ostacolato una diffusione dei servizi con maggiore grado di innovatività⁴². Si sente il bisogno di intensificare ancora di più l'espansione della tecnologia con l'obiettivo di fornire servizi altamente sofisticati e che possano rispondere alle più complesse esigenze manifestate dalla clientela.

1.3.3 Funzioni accessorie

Le funzioni tradizionali analizzate precedentemente sono riconducibili ad attività bancarie connesse all'intermediazione creditizia, dunque ad operazioni tipiche ed

⁴²R. CAPARCI, *L'impresa bancaria, Economia e tecniche di gestione*, Franco Angeli, Milano, 2006, pag.271-277.

istituzionali della banca di deposito, ma accanto a tali funzioni, la banca svolge innumerevoli servizi *accessori*.

L'eventualità di usufruire di attività diversificate ha permesso alla banca di offrire servizi accessori in modo gratuito o di essere pagati per mezzo di una provvigione o di una commissione⁴³.

L'individuazione delle varie attività principali e delle attività accessorie ha valenza teorica e uno scopo puramente classificatorio. Nella gestione bancaria infatti non c'è una distinzione tra le suddette attività, poiché tutto l'intero processo produttivo è volto alla realizzazione dello scopo aziendale. Comunque usualmente per attività accessorie si intendono le intermediazioni in titoli per conto della clientela, i servizi connessi ai sistemi di pagamento, il *corporate & investment banking*, le gestioni patrimoniali, la custodia di beni e valori nei locali della banca e via elencando.

La possibilità lasciata alle banche di diversificare le proprie attività, ha assunto un peso importante negli ultimi anni, visti i veloci cambiamenti intervenuti nel sistema economico e che hanno avuto riflessi sull'operatività delle aziende⁴⁴. Con la vendita dei servizi accessori, l'azienda bancaria ha l'occasione di moltiplicare i volumi operativi per mezzo dell'offerta di un prodotto che si presenta completo e innovativo; ma non solo, ha l'opportunità di insediarsi su

⁴³ Cfr. A. CARRETTA, *La gestione dei servizi bancari*, Milano, Giuffrè, 1981, pagg. 3 e seguenti.

⁴⁴ T. BIANCHI, *L'incidenza della funzione monetaria e dei servizi bancari nell'economia bancaria*, in "Banche e Banchieri", n. 11, 1981

nuovi segmenti di mercato o consolidare una posizione di mercato, può provvedere a conservare o a potenziare la fiducia che il pubblico ripone nei confronti della banca. Mediante la vendita dei *servizi accessori* offerti, il cliente viene a conoscenza dell'azienda e potrà diventare anche un cliente abituale ed intrattenere dei rapporti di natura creditizia. È evidente dunque, come la banca sia incentivata ad innovare i suoi prodotti e a rendere più completa la gamma delle attività svolte in funzione del raggiungimento di un certo livello di diversificazione dei propri segmenti di mercato e quindi di una stabilizzazione e accrescimento dei volumi operativi, nonché di una sempre maggiore diffusione della funzione monetaria.

L'incremento di tali strumenti accessori si riflette in bilancio con un aumento dei ricavi, i quali sono poi in grado di fornire una maggiore elasticità al conto economico e di migliorare la propria efficienza⁴⁵. Visto il finale obiettivo lucrativo della banca, la stessa dovrebbe far in modo di rimanere al passo con i mutamenti dell'ambiente circostante, sia che essi siano esogeni o endogeni, andando ad attuare politiche sempre più diversificate così da soddisfare nel migliore dei modi tutte le esigenze e richieste dalla domanda da parte della clientela.

⁴⁵ R. CAPARCI, *L'impresa bancaria, Economia e tecniche di gestione*, FrancoAngeli, Milano, 2006, pag.278

Questo tipo di operazione dovrà seguire criteri di *marketing*⁴⁶, andando ad attuare nel settore bancario tutte le politiche di mercato normalmente utilizzate per aziende industriali e commerciali. La più adatta espressione di tali criteri per un'impresa bancaria è quella *market-oriented* idonea a presagire ed impedire i vari cambiamenti che potrebbero impattare sulla struttura aziendale⁴⁷. Proprio In questa prospettiva le banche adotteranno politiche di offerta e di *pricing* della gamma di servizi molto variegata rivolte all'orientamento richiesto dalla domanda⁴⁸.

Ad un primo approccio i servizi accessori possono essere visti come prodotti sostitutivi delle funzioni tradizionali riconducibili al percorso evolutivo e normativo del mercato finanziario. In realtà procedendo con un'analisi un po' più approfondita si nota che l'attività di intermediazione e le attività accessorie si presentano come interconnesse e complementari, poiché permettono di generare vantaggi reciproci entrambi rivolti a raggiungere gli obiettivi dell'azienda e senza alterare la funzione istituzionale della stessa, e cioè quella di intermediario del credito⁴⁹.

⁴⁶ Per una maggiore comprensione, si veda: M. CASTELLETT,(a cura di), *Marketing Management. Teorie e politiche di gestione di marketing*, FrancoAngeli, Milano, 2006.

⁴⁷ Cfr. G. W. SCOTT (a cura di), *Manuale di marketing bancario*, Torino, Utet Libreria, 1995

⁴⁸R. CAPARCI, *L'impresa bancaria, Economia e tecniche di gestione*, FrancoAngeli, Milano, 2006, pag.280

⁴⁹R. CAPARCI, *L'impresa bancaria, Economia e tecniche di gestione*, FrancoAngeli, Milano, 2006, pag.282

CAPITOLO II

LE OPERAZIONI DI CONCENTRAZIONI BANCARIE

2.1 Il consolidamento bancario

Lo studio svolto nel precedente capitolo sull'evoluzione normativa che ha interessato il settore bancario, ci ha permesso di comprendere il mercato mutevole in cui gli intermediari si ritrovano ad operare. Infatti, in questa prospettiva, a partire dagli anni Ottanta, è cresciuta l'esigenza di innovare il settore di intermediazione bancaria volgendo l'attenzione all'implementazione di nuove strategie, nuovi prodotti e nuovi modelli organizzativi e assetti di mercato capaci di sostenere la concorrenza¹.

Questa esigenza di innovare il settore creditizio grazie anche all'aiuto di altri fattori chiave, ha dato il via ad un processo di integrazione dei mercati e degli intermediari finanziari². Ed è proprio in questo scenario che si comprende come il settore del credito sia stato coinvolto dal *consolidamento bancario*, fenomeno iniziato negli Stati Uniti e poi espandendosi negli altri Paesi industrializzati nel corso degli anni Novanta.

Il fenomeno del *consolidamento bancario* è uno degli avvenimenti più importanti e principali del mondo finanziario contemporaneo e ha portato ad una forte espansione del fenomeno delle «**concentrazioni bancarie**». Le operazioni di

¹ V. DESARIO, *Dalla legge bancaria del 1936 al Testo Unico: profili operativi*, in *Il Testo Unico Bancario: Esperienze e prospettive*, ABI, 1996, Roma pag. 34

² R. CAPARVI, *L'impresa bancaria, economia e tecniche di gestione*, FrancoAngeli, Milano, 2006, pag. 831

fusione e acquisizione, di cui si parlerà ampiamente nel proseguo del capitolo, sono cresciute in modo esponenziale in tutta Europa e vengono definite anche come *Merger and Acquisition*, con l'acronimo M&A.

Il ricorso alle operazioni di acquisizione e fusione, da parte degli intermediari bancari, si è sviluppato come conseguenza delle spinte decisive da parte di alcuni fattori ambientali esterni, come:

- deregolamentazione del settore finanziario e del settore del credito;
- il continuo progresso tecnologico;
- la possibilità di accesso a nuovi mercati e aumento delle quote detenute;
- diversificazione dei servizi offerti;
- riduzione del costo unitario necessario per la gestione delle relazioni con la clientela;
- l'occasione di procurare ed elaborare maggiori informazioni³;
- creazione dell'Unione Monetaria Europea.

Tutti questi *drivers* elencati hanno coadiuvato l'intensificazione della concorrenza nel settore bancario dei principali Paesi dell'Unione europea ma, allo stesso modo, hanno cercato di limitare o quanto meno ridurre le barriere all'entrata.

³R. CAPARVI, , *L'impresa bancaria, economia e tecniche di gestione*, FrancoAngeli, Milano, 2006, pag. 841

Con l'obiettivo di esaminare almeno la maggior parte dei *drivers* poc'anzi elencati, si può innanzitutto osservare, come la *deregolamentazione dell'attività creditizia* abbia interessato la maggior parte delle principali Economie dell'Unione europea.

La *deregolamentazione* può essere definita come la volontà e la capacità di eliminare definitivamente quei limiti normativi che non permettevano di operare liberamente l'attività creditizia e che si presentavano come un ostacolo per implementare il processo di consolidamento bancario⁴. Come si è ampiamente visto nel corso del primo capitolo, il settore creditizio è stato interessato da cambiamenti normativi. Per quel che concerne il consolidamento bancario si deve far riferimento a due interventi normativi di natura comunitaria: la prima direttiva 77/780/CEE⁵ e la seconda direttiva 89/646/CEE⁶. Le due direttive recepite hanno consentito l'amplificazione dei confini geografici, cosicché da permettere alle banche di confrontarsi su mercati aperti sia alla competizione

⁴ L. CHIARAMONTE, *Le concentrazioni bancarie in Europa e i processi di integrazione Cross-Border, Il caso UNICREDIT-HBV*, Giuffrè editore, Milano, 2008, pag. 4

⁵ Con tale direttiva furono poste le fondamenta per una disciplina uniforme in merito all'accesso ed all'esercizio dell'attività bancaria in ogni Stato membro;

⁶ È stato sancito il principio del mutuo riconoscimento che ha permesso di aiutare la realizzazione di un mercato unico bancario. Attraverso il mutuo riconoscimento si permette ad ogni istituto creditizio facente parte dell'Unione europea di essere libero di esercitare le proprie funzioni negli altri Paesi aderenti all'Ue, senza avere nessun tipo di autorizzazione e rispettando la legislazione del Paese in cui si sta esercitando le proprie funzioni e attività.

nazionale, quindi all'interno dei confini nazionali, sia alla competizione estera, ossia andando fuori dai confini domestici⁷.

Si deve osservare che tra i fattori ambientali esogeni non c'è solo la *liberalizzazione normativa* che ha agevolato l'ampliamento dell'ambiente competitivo e dunque ha spinto il settore bancario verso i processi di aggregazione, ma c'è da considerare un ulteriore elemento che ha collaborato in questa prospettiva, e cioè il *progresso tecnologico*.

L'innovazione tecnologica ha permesso agli intermediari bancari di poter svolgere la propria attività e le proprie funzioni tramite i canali elettronici. È proprio l'uso dei canali elettronici che ha garantito una maggiore velocità e una maggiore qualità delle tecniche di comunicazione e di elaborazione delle informazioni; ma non si esaurisce solo in questo, l'uso dei canali elettronici ha concesso alle banche la capacità di offrire più rapidamente i propri prodotti e/o servizi ad una platea di clienti sempre più vasta. Si diffondono, in questo modo, l'attività di *Remote Banking*, ovvero un'attività bancaria a distanza che prevede l'utilizzo di alcuni strumenti alternati, e il cosiddetto *Phone banking, internet*.

Con il progresso tecnologico, si è provato a limitare tutti quegli strumenti tradizionali per orientarsi verso diversi e nuovi dispositivi. Inoltre, l'uso di *internet* ha concesso alle famiglie, alle imprese, e ai consumatori l'opportunità di non recarsi fisicamente alla filiale per effettuare l'ordine, potendolo svolgere

⁷ L. CHIARAMONTE, *Le concentrazioni bancarie in Europa e i processi di integrazione Cross-Border, Il caso UNICREDIT-HBV*, Giuffrè editore, Milano, 2008, pag. 5

direttamente dal proprio domicilio. L'espandersi dell'uso di *internet* ha favorito la trasmissione e la gestione dei dati, in modo da rendere tutto molto veloce e con maggiore qualità. I nuovi strumenti hanno consentito alle banche di entrare in nuove aree di business e in nuovi mercati di riferimento e, pertanto, un aumento della concorrenza⁸. La possibilità di utilizzare nuovi strumenti tecnologici richiederà un investimento iniziale che comporterà ingenti costi. In una prima approssimazione l'elevato costo potrà essere sostenuto solo dai grandi gruppi bancari; tuttavia esiste la possibilità da parte delle piccole banche di sostenere tali ingenti costi mediante il trasferimento di alcuni servizi informatici a società specializzate, dunque usufruendo di attività in *outsourcing*.

Tra gli altri *driver* uno in particolare ha intensificato il processo di aggregazione: la *globalizzazione dei mercati dei beni e dei capitali*. La globalizzazione ha condotto all'affermazione di un mercato unico europeo dei servizi finanziari accessibili a tutti gli intermediari finanziari dei Paesi aderenti all'Unione europea⁹. L'integrazione crescente della produzione, associata all'unificazione dei mercati dei beni, dei servizi e dei capitali, ha allargato molto la concorrenza. Il processo di globalizzazione ha permesso una crescita delle relazioni tra i sistemi economici e sociali dei vari Paesi, ha permesso gli scambi interculturali di beni, servizi, capitali, informazioni e conoscenze. Le esternalizzazioni più tangibili della globalizzazione sono l'incremento della concorrenza economica e

⁸ L. CHIARAMONTE, *Le concentrazioni bancarie in Europa e i processi di integrazione Cross-Border, Il caso UNICREDIT-HBV*, Giuffrè editore, Milano, 2008, pag. 6

⁹ L. CHIARAMONTE, *Le concentrazioni bancarie in Europa e i processi di integrazione Cross-Border, Il caso UNICREDIT-HBV*, Giuffrè editore, Milano, 2008, pag. 8

commerciale, dei mercati e della produzione, l'incremento dei movimenti finanziari dovuto alla convertibilità della moneta, la libertà della circolazione dei capitali¹⁰. Si intuisce, dunque, che ha trasformato i mercati dei capitali in immateriali, immediati, permanenti. La globalizzazione ha, come ogni fenomeno, aspetti positivi e negativi. Tra gli elementi positivi si ritrova il miglioramento dell'efficienza e della crescita economica, aspetto che allo stesso tempo ha creato, e delle volte accentuato, problemi di disuguaglianza all'interno e all'esterno degli Stati nazionali.

Un ulteriore stimolo all'aumento della competitività nel settore bancario, da tenere in considerazione, è dato dalla *Creazione della Moneta Unica*. Infatti, l'introduzione dell'euro, avvenuta nel 1999, ha eliminato il rischio di cambio sulle transazioni reali e finanziarie tra i soggetti residenti nei Paesi aderenti all'Unione Monetaria Europea.

La creazione della moneta unica ha portato con sé molte novità, soprattutto la possibilità di transitare da un mercato bancario chiuso, caratterizzato da una bassa competizione, protetto ed isolato a livello internazionale, ad un mercato bancario aperto, con una maggiore concorrenza e propenso all'apertura verso l'esterno.

¹⁰ M.RODRIGUEZ-PINERO Y BRAVO-FERRER, (a cura di Mario Napoli), in *Globalizzazione e rapporti di lavoro*, Vita e pensiero, Milano, 2006, pag. 119 e 120

2.1.1 La crescita dimensionale del sistema bancario

I fattori esogeni esterni sono da considerarsi come alcuni dei vari motivi che spingono gli intermediari bancari alla crescita dimensionale, perché, in tal senso, si deve tenere presente anche la pressione avvenuta da parte delle banche estere non facenti parte dell'Unione europea. Infatti alla fine degli anni Ottanta e agli inizi degli anni Novanta, gli intermediari creditizi, per difendersi nel modo migliore possibile dalla competitività delle banche estere, hanno rivolto i propri obiettivi verso una crescita dimensionale ed una maggiore efficienza dei servizi.

L'insistenza esercitata dalle banche estere non ha fatto altro che rivolgere l'attenzione verso delle strategie molto più competitive¹¹. In linea con tale panorama delineato si fa riferimento alle *strategie di crescita* del settore bancario. La crescita di un'impresa può avvenire sia **per linee interne** e sia **per linee esterne**.

La crescita per *linee interne* riguarda lo sviluppo di nuovi prodotti, l'acquisizione di nuove tecnologie, ricerca di nuovi canali distributivi, espansione delle attività già esistenti¹², ampliamento o crescita di nuovi impianti e assunzione di nuova forza lavoro¹³. Quando un'impresa bancaria decide di crescere attraverso la strategia per linee interne, quindi concentrandosi sulle competenze maturate nelle

¹¹ L. CHIARAMONTE, *Le concentrazioni bancarie in Europa e i processi di integrazione Cross-Border, Il caso UNICREDIT-HBV*, Giuffrè editore, Milano, 2008

¹² G. BOFFELLI, *Valutare l'impresa. Come creare e misurare valore. Dalla pianificazione dei flussi di cassa alla stima del valore economico*, Maggioli editore, 2008, Rimini, pag.191.

¹³ G. SATTA, *Strategie di crescita mediante l'acquisizione nelle imprese higt tech*, Giappichelli editore, Torino, 2017, pag.73

varie fasi della catena di lavoro e del valore aziendale, persegue l'obiettivo di voler allargare i mercati serviti con i prodotti esistenti, di ampliare o ammodernare le attuali linee di prodotti/servizi o per crescere diversificando le proprie attività in *business* collegati. Nel concreto, pertanto, si procederà a considerare l'apertura di nuovi sportelli sul territorio che, intuitivamente, permettono all'intermediario bancario di ampliare la sua presenza in un'area già occupata dai concorrenti¹⁴.

La crescita per linee interne mostra dei riscontri positivi e, allo stesso tempo, negativi. I vantaggi possono essere riscontabili nel fatto che il processo decisionale si mostra flessibile, quindi risulta semplice trovare la combinazione perfetta delle risorse da usare. Inoltre, la crescita per linee interne risulta più efficiente in termini di risparmio sui costi transazionali¹⁵. Il lato negativo è riscontabile nel fatto che tale strategia ha dei tempi molto lunghi e implica il possesso di notevoli risorse nel momento in cui si decide di investire in nuovi business.

La crescita per linee esterne avviene attraverso la ricerca delle competenze e delle risorse all'esterno dei confini aziendali, presso altre imprese che sono

¹⁴ R. CAPARVI, *L'impresa bancaria, economia e tecniche di gestione*, FrancoAngeli, Milano, 2006, pag. 830

¹⁵ A. RUSSO, *Gestire un'acquisizione: programmazione, controllo e finanziamento*, Egea, Milano, 2008.

presenti sul mercato¹⁶. La crescita per linee esterne prevede una pluralità di forme, riassumibili in due categorie:

- ***crescita mediante fusione e acquisizione***; l'impresa realizza la crescita esterna attraverso l'acquisizione del controllo di altre imprese che dispongono di risorse necessarie per lo sviluppo aziendale. Si tratta di strumenti di operazioni di finanza straordinaria.
- ***crescita mediante rapporti di cooperazione***; in questo caso l'impresa riuscirà a realizzare una crescita esterna attraverso rapporti collaborativi come accordi commerciali, alleanze strategiche, *joint venture*.

La strategia di crescita esterna presenta dei vantaggi differenti rispetto alla crescita per linee interne. Infatti, la strategia di crescita per linee esterne si presenta molto più rapida e semplice e lo si può osservare dalla possibilità di entrare all'interno di nuovi mercati geografici mediante l'acquisizione dell'impresa *target*. Ulteriori vantaggi in termini di semplicità si riscontrano per quanto riguarda l'acquisizione dei «clienti *target*», ma anche attraverso la diversificazione del portafoglio e il superamento delle barriere all'entrata. Gli svantaggi riscontrabili sono la perdita dei clienti che sono contrari all'acquisizione e/o fusione, o un aumento temporaneo dei costi fissi.

¹⁶ G. PROFUMO, *Le strategie di crescita nei servizi del trasporto aereo*, Giappichelli editore, Torino, 2017, pag. 22

Entriamo nel dettaglio e analizziamo alcune tipologie circa la crescita per linea esterna.

2.1.2 Caratteristiche generali delle acquisizioni e fusioni

Rivolgendo l'attenzione alle acquisizioni e alle fusioni, si osservi che sono operazioni di finanza straordinaria a cui le imprese fanno ricorso per realizzare uno sviluppo dimensionale. Le acquisizioni e le fusioni, come definite poc'anzi anche M&A, si differenziano profondamente per caratteristiche e finalità strategiche. Sebbene nella prassi il termine «*acquisizione*» viene assimilato al termine «*fusione*», nella realtà sono due operazioni ben distinte.

In linea generale le strategie di crescita esterna sono:

- acquisizione dell'intero capitale sociale di un'impresa;
- acquisizione di una quota di maggioranza del capitale d'impresa;
- acquisizione di un ramo di azienda;
- fusione per incorporazione;
- fusione in senso proprio.

In particolare, con il termine acquisizione¹⁷ si intende quell'operazione attraverso la quale un'impresa acquista, dietro corrispettivo, la proprietà di una quota

¹⁷Con il termine acquisizione si intende uno strumento strategico-finanziario che consente alle società di assumere il controllo di un'altra, mediante l'acquisto della

totalitaria o di maggioranza di un'altra impresa. Quando un'impresa procede all'acquisizione sta implementando una strategia che andrà ad influenzare sia la gestione interna dell'impresa, sia il rapporto impresa-ambiente¹⁸. Ponendo l'attenzione sulle varie tipologie di acquisizione e fusione elencate, si cercherà di fornire una visione globale delle varie strategie di crescita per linee esterne che le imprese possono implementare.

In particolare, le **acquisizioni dell'intero capitale sociale di un'impresa** consistono in un interesse da parte dell'acquirente ad avere il controllo sull'impresa acquisita o definita anche *target*. Tale tipologia di acquisizione verrà attuata mantenendo separate e distinte le due entità giuridiche che partecipano all'operazione.

Si parla di **acquisizione di una quota di maggioranza del capitale di un'altra impresa**, quando l'impresa acquirente ottiene il controllo dell'impresa acquisita o *target* e ne diventa anche soggetto economico. Le due imprese che sono coinvolte dal processo di acquisizione, oltre a non perdere l'identità giuridica, vedranno che gli assetti proprietari mantengono la presenza di ulteriori azionisti e

proprietà dell'impresa o del pacchetto azionario di controllo. Per essere ancora più dettagliati con il termine *acquisizione* si intende il trasferimento di proprietà, dietro corrispettivo di un prezzo, di solito espresso in denaro, di elementi attivi e passivi, che nel complesso costituiscono un'unità economica, da un soggetto giuridico (il venditore) ad un altro (acquirente). Dal libro di S. SARCONI, *Le fusioni societarie. Aspetti economico-aziendali, civilistici, contabili e fiscali*, Giuffrè, Milano, 1996.

¹⁸ M.R. NAPOLITANO, *La gestione dei processi di acquisizione e fusione di imprese*, FrancoAngeli, Milano, 2003, pag 7.

proprietari di minoranza¹⁹. Nel caso in cui c'è il coinvolgimento di imprese di grandi dimensioni, la cui proprietà è frazionata tra un gran numero di azionisti, si potrà parlare di acquisizione anche quando le azioni acquisite non rappresentano la maggioranza, ma una percentuale tale da consentirne il controllo²⁰.

Tra le varie operazioni di finanza straordinaria ritroviamo **l'acquisizione di rami d'azienda già esistenti**. L'acquisizione ha per oggetto soltanto una parte del complesso aziendale, la quale presenta una sua autonoma funzionalità e, dunque, la capacità di provvedere con i propri mezzi, con le proprie organizzazioni, alle funzioni e/o i servizi cui risultava finalizzata nell'impresa prima dell'acquisizione. L'acquisizione di un ramo d'azienda avviene semplicemente attraverso l'esborso finanziario da parte dell'acquirente nei confronti dell'acquisita.

A questo punto si pone l'attenzione sulle fusioni, andando ad esaminare la **fusione per incorporazione**. È la tipologia di fusione più utilizzata per il settore bancario, e si caratterizza per il fatto che l'impresa *incorporata* perde la propria identità per diventare parte dell'impresa *incorporante*, che diviene l'unica entità economica mantenendo la veste giuridica. Dunque con la fusione per incorporazione si avrà una totale integrazione fra le imprese coinvolte.

¹⁹ G. PROFUMO, *Le strategie di crescita nei servizi del trasporto aereo*, Giappichelli Editore, Torino, da pag. 22 e seguenti.

²⁰ M.R. NAPOLITANO, *La gestione dei processi di acquisizione e fusione di imprese*, FrancoAngeli, Milano, 2003, pag 10 e seguenti.

Infatti al termine del procedimento²¹ di fusione, gli effetti inizieranno a decorrere dal momento dell'iscrizione nel Registro delle Imprese dell'atto di fusione stesso. Si noti, come l'impresa incorporata assuma i diritti e gli obblighi della società incorporante, in capo alla quale proseguiranno ogni tipo di rapporto, anche di tipo processuale.

L'ultima tipologia di operazione di acquisizione e fusione è **la fusione in senso stretto**. Quest'ultima si contraddistingue per la costituzione di una nuova società, una nuova entità giuridica, dove due o più società si estinguono per formarne una nuova. La fusione in senso stretto si costituisce mediante l'apporto di quote di capitale da parte delle imprese coinvolte dall'operazione medesima per formare una nuova entità²². La fusione in senso stretto richiede, affinché possa verificarsi, che le imprese coinvolte si devono presentare simili per dimensione e profili strategici. Nel sistema capitalistico italiano, mentre le acquisizioni iniziano a mostrare un certo sviluppo, quest'ultima tipologia di fusione, in senso stretto dunque, è diventata rara prediligendo le fusioni per incorporazioni.

In sintesi in tale *excursus* sono state evidenziate le varie differenze riscontrabili nelle operazioni di M&A. Ma nonostante le diversità delle varie tipologie di acquisizione e fusione, emerge un significato strategico unitario di fondo: ogni operazione di acquisizione e fusione costituisce un modo di realizzare lo sviluppo

²¹ Il procedimento di fusione è composto e articolato da tre fasi: il progetto di fusione, poi gli amministratori delle società interessate dall'operazione devono redigere una situazione patrimoniale, ed infine una relazione in cui si giustifichi il progetto di fusione.

²² G. PROFUMO, *Le strategie di crescita nei servizi del trasporto aereo*, Giappichelli Editore, Torino, 2017, da pag. 22 e seguenti

dimensionale dell'impresa e richiede competenze e capacità gestionali specialistiche, non sempre presenti all'interno della stessa.

2.2 Le determinanti del processo di M&A

L'analisi svolta sulle varie tipologie di operazioni di finanza straordinaria, permettono di comprendere la complessità del fenomeno. Ma le operazioni di aggregazione bancaria si presentano complesse non solo per le varie forme in cui si possono articolare, ma anche per le determinanti che spingono gli intermediari verso tali operazioni e per gli effetti che producono. Si pone ora l'attenzione sulle **determinanti** che stimolano gli intermediari creditizi all'utilizzo delle operazioni di crescita delle dimensioni per linee esterne. Verso questa direzione, gli intermediari creditizi possono essere spinti tramite le operazioni di acquisizioni e fusioni, sia per motivi *economico-aziendali* e sia per motivi *extraaziendali*²³.

Per quanto riguarda i motivi *economico-aziendali*, essi sono riconducibili alla volontà di aumentare la *performance* e creare valore per gli azionisti, pertanto si fa riferimento:

- alla ricerca di una maggiore efficienza;
- alla diversificazione dei rischi;
- all'accrescimento del potere di mercato;

²³ L. CHIARAMONTE, *Le concentrazioni bancarie in Europa e i processi di integrazione Cross-Border, Il caso UNICREDIT-HBV*, Giuffrè editore, Milano, 2008 pag. 10

- al salvataggio degli intermediari in crisi.

Invece, i motivi *extraaziendali* sono riconducibili ad obiettivi ed interessi del *management*. Si fa riferimento a:

- motivazioni opportunistiche e private dei *manager*;
- scopi protettivi o difensivi;
- emulazione.

2.2.1 Motivazioni economico-aziendali

Il panorama descritto permette di concentrare, dapprima, l'attenzione sulle determinanti *economico-aziendali* le quali perseguono lo scopo di accrescere le *performance* e il valore degli azionisti. Ogni stimolo che spinge un'impresa bancaria verso un'operazione di aggregazione non deve essere considerato come l'unico determinante decisivo, ma, al contrario, tutti i vari fattori possono spingere gli intermediari creditizi a procedere ad un'operazione di crescita per linee esterne.

Operando con maggior dettaglio sulle singole motivazioni *economico-aziendali*, si osserva in primo luogo una spinta verso un aumento dell'efficienza operativa²⁴.

L'efficienza operativa ha lo scopo di diminuire i costi di produzione e viene raggiunta soltanto quando le banche conseguono un determinato livello di

²⁴ Per efficienza operativa si intende la capacità dell'azienda di realizzare le produzioni, ai dovuti livelli qualitativi e quantitativi, perseguendo il miglior risultato possibile attraverso l'impiego delle risorse disponibili. Si veda: E. CAVALIERI, R. FERRARIS FRANCESCHINI, *Economia Aziendale vol. I*, Giappichelli Editore, Torino, 2005 pag. 124.

crescita della dimensione. Si intuisce che la crescita della dimensione si presenta come una condizione necessaria per conseguire economie di costo.

Nella prospettiva descritta, dunque, le imprese bancarie per ottenere un livello adeguato di efficienza operativa possono ricorrere a:

- *economie di scala,*
- *economie di scopo.*

Il ricorso alle economie di scala²⁵ da parte delle imprese bancarie che procedono alle operazioni di M&A, consente di poter ripartire i costi fissi su più prodotti finanziari e di incrementare così l'efficienza operativa²⁶. La letteratura in materia ha permesso di comprendere che quando le imprese bancarie procedono ad operazioni di concentrazione, data la complessità dell'operazione stessa, potrebbero sorgere anche a delle «diseconomie di scala»²⁷ e di conseguenza una diminuzione dell'efficienza operativa. Il miglioramento dell'efficienza operativa con le economie di scala non è così semplice e scontato, e le imprese bancarie

²⁵ Le economie di scala indicano i vantaggi di costo che si ottengono all'aumentare della dimensione (scala) della capacità produttiva e della produzione. Un'impresa realizza economie di scala quando il costo medio unitario di produzione diminuisce all'aumentare della produttività dei suoi impianti. Si veda: C. SCOGNAMIGLIO PASINI, *Economia Industriale. Economia dei mercati imperfetti*, Luiss University Press, Roma, 2016.

²⁶ L. CHIARAMONTE, *Le concentrazioni bancarie in Europa e i processi di integrazione Cross-Border, Il caso UNICREDIT-HBV*, Giuffrè editore, Milano, 2008 pag. 14

²⁷ In particolare le diseconomie di scala possono sorgere a causa di problemi di coordinamento inerenti a qualsiasi organizzazione di grandi dimensioni. Le diseconomie di scala possono essere definite come quelle per cui il costo totale medio a lungo termine aumenta all'aumentare della quantità della produzione. Si veda G. MANKIW, *Principles of Economics Vol I*, Cengage Learning, 2009, USA, pag. 281

che procedono ad operazioni di crescita per linee esterne possono incorrere in limiti nell'incremento dell'efficienza operativa.

I limiti possono essere riscontrati nel momento in cui queste, aumentate le dimensioni, richiedono un maggiore controllo e un maggiore coordinamento, e di conseguenza ingenti costi da sostenere per far fronte a questi limiti e con l'effetto di una riduzione della redditività della nuova realtà aggregata rispetto a quella dei soggetti aggregati²⁸.

Le imprese bancarie che procedono alle operazioni di M&A possono avere vantaggi in termini di efficienza operativa in virtù di una diminuzione di un costo tipico, come l'investimento in nuove tecnologie. Nel precedente paragrafo abbiamo notato come gli investimenti nell'innovazione tecnologica presentano un costo molto elevato che le imprese devono sostenere per implementare nuovi strumenti, ma in questo caso la diminuzione del costo tipico si può trasformare in un vantaggio in termini di efficienza operativa. Nonostante questo incremento dell'efficienza operativa, c'è un ulteriore costo fisso che le imprese bancarie sostengono, ma dal quale non riescono a trarre un vantaggio in termini di efficienza operativa: il costo del personale.

Le banche interessate ai processi di concentrazione si trovano ostacolati dalla presenza di una rigidità del mercato; a causa di problemi economici e sociali risulta inoltre complicato interrompere rapporti di lavoro con i propri dipendenti, considerando che nell'ambito di un'operazione di M&A i dipendenti si

²⁸ M. BARAVELLI, *Strategia e organizzazione della banca*, Egea, Milano, 2003, pag.366

presentano in esubero²⁹. In questa prospettiva le imprese bancarie, per quanto concerne il costo del personale, non mostreranno nessun vantaggio, almeno nel breve periodo, in termini di efficienza operativa³⁰.

Un altro fattore che può aiutare l'aumento dell'efficienza operativa, come sopra elencato, sono le *economie di scopo*³¹. In questa prospettiva, le economie di scopo permettono di concentrare le varie tipologie di prodotti nella nuova realtà risultante dall'operazione di M&A. La possibilità di concentrare le varie tipologie di prodotti in una sola realtà consente di ripartire i costi fissi nei vari prodotti in modo da conseguire un risparmio di costo. Questo vantaggio potrebbe non verificarsi e tramutarsi in una diseconomia. Questo succede quando il vantaggio che dovrebbe scaturire dal risparmio dei costi dovuto all'operazione di acquisizione e fusione non c'è e, dunque, la produzione risulterebbe più costosa nella nuova realtà rispetto agli intermediari separati.

In altre parole, se la condivisione delle strutture produttive o distributive non porta ad un incremento dell'efficienza operativa, ma anzi richiede costi organizzativi e di controllo via via sempre più crescenti per la nuova

²⁹ L. CHIARAMONTE, *Le concentrazioni bancarie in Europa e i processi di integrazione Cross-Border, Il caso UNICREDIT-HBV*, Giuffrè editore, Milano, 2008.

³⁰ M. COMANA, *La concentrazione del sistema bancario italiano*, Cacucci, 2003, Bari pag. 55

³¹ Le economie di scopo possono essere realizzate ogni volta che il costo di produzione di un determinato mix di prodotti è inferiore alla somma dei costi di produzione sostenuti per i vari prodotti considerati separatamente. Le economie di scala possono diventare significative qualora si riesce a ripartire un costo fisso tra più prodotti. Si veda: MARVIN H. KOSTERS, A.H. MELTZER, *International Competitiveness in Financial Services: A Special Issue of the Journal of Financial Services Research*, Springer, 1991, Netherlands, pag.474

organizzazione risultante dall'operazione di M&A, allora si andrà a tradurre in diseconomie di scopo³².

Le *economie di costo* e le *economie di scala* permettono, quindi, di raggiungere un vantaggio in termini di efficienza operativa; negli ultimi anni, però, vari studi condotti hanno permesso di aggiungere un'ulteriore variabile capace di conseguire un vantaggio di efficienza operativa. La variabile in questione è la «*X-efficiency*». *L'efficienza X* è stata introdotta per la prima volta dall'economista statunitense Leibenstein³³. *L'efficienza X* è l'efficacia con cui un determinato set di *input* viene utilizzato per produrre *output*. Se un'azienda sta producendo il massimo rendimento possibile, date le risorse che impiega, come uomini e macchinari con la migliore tecnologia disponibile, si dice che è tecnicamente efficiente. *L'inefficienza X*, al contrario, si verifica quando non si raggiunge l'efficienza tecnica.

La realizzazione dell'*X-efficiency*, che presuppone la minimizzazione dei costi e/o la massimizzazione dei ricavi e profitti per utilizzare gli *input* ed espandere l'*output* e le vendite, permette di comprendere come sia molto più cruciale l'abilità del *manager* per raggiungere la combinazione meno costosa dei fattori

³² L. CHIARAMONTE, *Le concentrazioni bancarie in Europa e i processi di integrazione Cross-Border, Il caso UNICREDIT-HBV*, Giuffrè editore, Milano, 2008 pag

³³ L'economista Leibenstein ha scritto il libro *General X-Efficiency Theory and Economic Development*.

produttivi, rispetto alla crescita dimensionale. Le capacità organizzative del *manager* risultano il fattore critico di successo *dell'X-efficiency*³⁴.

L'incremento dell'efficienza operativa non è l'unica determinante *economico-aziendale* delle concentrazioni bancarie. Infatti, ci riferiamo alla *diversificazione dei rischi*. Con la costituzione di una nuova realtà, risultate da un'operazione di M&A, si può essere agevolati nella fruizione di un portafoglio prodotti e prestiti molto più ampio e, dunque, di una diversificazione sia a livello geografico sia a livello settoriale. In tale prospettiva, la nuova organizzazione ha la possibilità di utilizzare il suo portafoglio prodotti diversificato su nuove aree geografiche ma anche verso nuovi clienti o, ancora, può presentare le sue nuove offerte ai suoi precedenti clienti.

Si osservi che la diversificazione dei prodotti o delle attività risulta molto più semplice quando l'operazione di acquisizione e fusione avviene fra imprese bancarie che operano già in aree geografiche o settori diversi. Le operazioni di M&A che avvengono tra banche che operano in aree geografiche e di *business* diverse, se da un lato permettono di ridurre i rischi, dall'altro permettono anche la minimizzazione dei costi che si dovrebbero poi sostenere qualora si volesse diversificare e dunque sostenere le spese per costruire da zero una nuova organizzazione. Infatti quando le banche sentono l'esigenza di voler espandere l'attività anche in aree di business nuove, la soluzione migliore risulta proprio procedere con un'operazione di acquisizione e fusione, cosicché da evitare

³⁴ L. CHIARAMONTE, *Le concentrazioni bancarie in Europa e i processi di integrazione Cross-Border, Il caso UNICREDIT-HBV*, Giuffrè editore, Milano, 2008 pag.18

ingenti investimenti iniziali. In tale prospettiva, le operazioni di acquisizione e fusione risulteranno foriere di effetti positivi in termini di diversificazione dei rischi, soltanto quando le varie imprese bancarie si trovano posizionate in aree geografiche diverse e hanno a disposizione una pluralità di segmenti di clientela diversi³⁵.

Un altro motivo *economico-aziendale* che stimola le imprese bancarie al processo di M&A è *l'accrescimento del potere di mercato*, inteso come la capacità di poter fissare i prezzi. L'accrescimento del potere di mercato può essere considerato come una determinante fondamentale e principale per le fusioni orizzontali, cioè effettuate da banche aventi un elevato grado di sovrapposizione territoriale. Quando, invece, si è in presenza di poche banche ma di grandi dimensioni ed un elevato potere di mercato, le banche hanno un potere maggiore nel fissare prezzi più elevati, rispetto a quello che potrebbe accadere qualora fossimo in presenza di tante piccole banche e un mercato omogeneo nel quale le stesse avrebbero poco potere di influire sui prezzi.

Le imprese con elevato potere di mercato corrono il rischio di comportamenti anticompetitivi, che in virtù del raggiungimento delle maggiori dimensioni, possono attuare e creare danni economici ai consumatori. Quindi sarà di fondamentale importanza il compito attribuito a ciascuna forma di regolamentazione presente nei vari Paesi europei per cercare di tutelare la

³⁵ L. CHIARAMONTE, *Le concentrazioni bancarie in Europa e i processi di integrazione Cross-Border, Il caso UNICREDIT-HBV*, Giuffrè editore, Milano, 2008 pag.19

concorrenza nei mercati creditizi e per limitare gli svantaggi nei confronti dei consumatori³⁶.

E, infine, ultimo motivo *economico-aziendale* per effettuare operazioni di M&A è il *salvataggio degli intermediari in crisi*. Si tratta di uno stimolo che viene recepito dalle Autorità di Vigilanza, la quale invita le banche più efficienti, più forti e sane a salvare gli intermediari bancari più fragili e in crisi. Per le Autorità di Vigilanza è sicuramente fonte di preoccupazione il fallimento di un intermediario creditizio di grandi dimensioni, che andrebbe a creare notevoli problemi su tutto il sistema economico, andando poi ad innescare una reazione a catena. Il fallimento di un'impresa bancaria di grandi dimensioni risulterebbe molto oneroso con conseguenze anche in termini di costi sociali e politici a carico della collettività. Una crisi bancaria non porta solo la sfiducia da parte della clientela della banca, ma tale sfiducia si ripercuoterebbe anche sulla stabilità delle altre banche creditrici di quella in crisi. Quindi per le Autorità di Vigilanza un'operazione di acquisizione e fusione risulterebbe la soluzione migliore da utilizzare per riuscire a salvaguardare la stabilità di tutto il settore bancario al rischio di una crisi irreversibile di una banca, soprattutto se di grandi dimensioni.

Le Autorità di Vigilanza stimoleranno sempre le organizzazioni bancarie sane e forti verso operazioni di M&A nei confronti di banche in difficoltà, così che

³⁶ R. MALAVASI, *Ristrutturazione del sistema bancario: aggregazione e fusioni tra intermediari*, FrancoAngeli, Milano, 1996 pag. 22 e ss.

quest'ultime possano risollevarsi dalla temporanea fase di crisi e sfruttare le modalità gestionali della banca sana.

2.2.2 Motivazioni extraaziendali

Le motivazioni *economico-aziendali*, analizzate poc'anzi, non sono le uniche determinanti che stimolano gli intermediari bancari ad operazioni di M&A. Pertanto ci sono anche motivi *extraaziendali* che si riferiscono agli interessi del *management*. Decidere di operare una crescita per linee esterne può spingere il *management* a dei comportamenti che possono risultare in conflitto di interesse con gli azionisti³⁷. All'interno di un'impresa bancaria la presenza di soggetti con interessi diversi (come per esempio diversi dal fine ultimo dell'impresa: la massimizzazione dei profitti), può innescare notevoli problemi³⁸ nel momento in cui essi non siano in linea con quelli degli azionisti. Tali conflitti di interesse si verificheranno qualora il *management*, che partecipa ad un'operazione di aggregazione, decidesse di voler far aumentare in modo eccessivo e non ottimale la dimensione dell'impresa bancaria, rischiando di causare la perdita di valore per gli azionisti. Questi comportamenti opportunistici da parte del *management* possono essere stimolati da vari fattori. *In primis* si deve osservare che partecipare ad un'operazione di M&A può portare ad un compenso economico

³⁷A. RESTI, *Le fusioni bancarie. Lezioni di esperienza*, Bancaria editrice, Roma, 2006pag. 195 e seguenti

³⁸ L. CHIARAMONTE, *Le concentrazioni bancarie in Europa e i processi di integrazione Cross-Border, Il caso UNICREDIT-HBV*, Giuffrè editore, Milano, 2008, pag. 24.

più elevato al *management*; inoltre, comportamenti opportunistici possono anche essere spinti da motivi di natura psicologica, ossia il *management* potrebbe essere spinto dall'obiettivo di un maggiore prestigio in termini di immagine.

La volontà di intraprendere comportamenti opportunistici può derivare dalla volontà di diminuire il rischio-carriera del *manager*, attraverso la diversificazione geografica e/o settoriale del prodotto e dell'attività bancaria. Questi comportamenti opportunistici non si verificherebbero qualora fossimo in un mercato completamente efficiente. Nella realtà odierna mercati efficienti non esistono e alcuni meccanismi governativi dell'impresa bancaria fanno in modo di far convergere gli interessi verso quelli del *management* piuttosto che verso quelli degli azionisti. In questa prospettiva si osserva che far partecipare i *manager* all'azionariato dell'impresa, è un incentivo affinché gli interessi vadano tutti nella loro direzione, cioè del *management*. Per frenare questi comportamenti privatistici del *management* c'è una soluzione: monitorare tali atteggiamenti attraverso la presenza di un azionista.

Il monitoraggio, anche se risulta uno degli strumenti più utilizzati per contrastare atteggiamenti opportunistici del *management*, non elimina completamente il pericolo, ma comunque prova a ridurre e limitare condotte scorrette ed errori da parte del *management*.

Ulteriore motivo *extraaziendale* da esaminare è **la difesa dai potenziali concorrenti**. In particolare, dal momento che operazioni di M&A permettono di raggiungere maggiori livelli di dimensione, proprio quest'ultima è un requisito

necessario affinché si possa limitare la concorrenza e, dunque, difendere la posizione raggiunta soprattutto da quei intermediari creditizi che si ritengono meno graditi³⁹. Pertanto proprio l'obiettivo di proteggere la posizione del mercato raggiunto e il vantaggio competitivo acquisito⁴⁰ sono determinanti che guidano il *management* verso una crescita per linee esterne.

Infine, l'ultimo motivo *extraaziendale* esaminato è *l'emulazione*. L'emulazione consiste nell'imitare gli atteggiamenti effettuati dalle banche che vengono considerate *best practice*. In tale prospettiva l'emulazione consiste nell'effettuare operazioni di acquisizione e fusione senza un'adeguata valutazione, solo perché è una strategia utilizzata dal *trend* delle migliori banche concorrenti.

Le operazioni di M&A effettuate per emulazione possono avere molti riscontri negativi, dal momento che non vengono effettuate valutazioni oggettive, razionali e corrette per comprendere se sia utile implementare una strategia per linee esterne. In tal senso quando non ci sono benefici, si avranno riscontri anche sul piano economico, e dunque sulla redditività futura dell'impresa bancaria risultante dall'operazione di M&A. Nonostante a primo impatto l'emulazione si presenti come un atteggiamento passivo, si deve osservare che il *management* di un'impresa bancaria può ricorrere a condotte imitative osservando quei

³⁹ L. CHIARAMONTE, *Le concentrazioni bancarie in Europa e i processi di integrazione Cross-Border, Il caso UNICREDI e HVB*, Giuffrè editore, Milano, 2008, pag. 27

⁴⁰ In particolare, la difesa della propria quota di mercato viene stimolata anche da eventuali scalate ostili. Le scalate ostili vengono realizzate da soggetti che ambiscono al controllo dell'impresa perché convinti di creare un maggior valore rispetto al management presente nella struttura. Per maggiori chiarimenti sulle scalate ostili si veda: M. GALEOTTI, *La finanza nel governo d'impresa*, Apogeo, Milano, 2008

comportamenti che sono i più diffusi nel settore bancario e poi sarà compito del *management* adattarli alla banca di riferimento. Per comprendere meglio, il *management* potrà adottare una condotta imitativa andando ad adattare le specifiche funzioni, attività, aspetti alla banca in modo da riuscire a conseguire un vantaggio in termini di redditività e efficienza.

Concludendo, tutti i vari motivi che stimolano le operazioni di acquisizione e fusione, sia che essi siano *economico-aziendali* e/o *extra-aziendale*, devono essere considerati come un mix di determinanti. I vari obiettivi, ovviamente, andranno ad assumere forme e natura diversa a seconda della banca oggetto di valutazione per un'operazione di M&A.

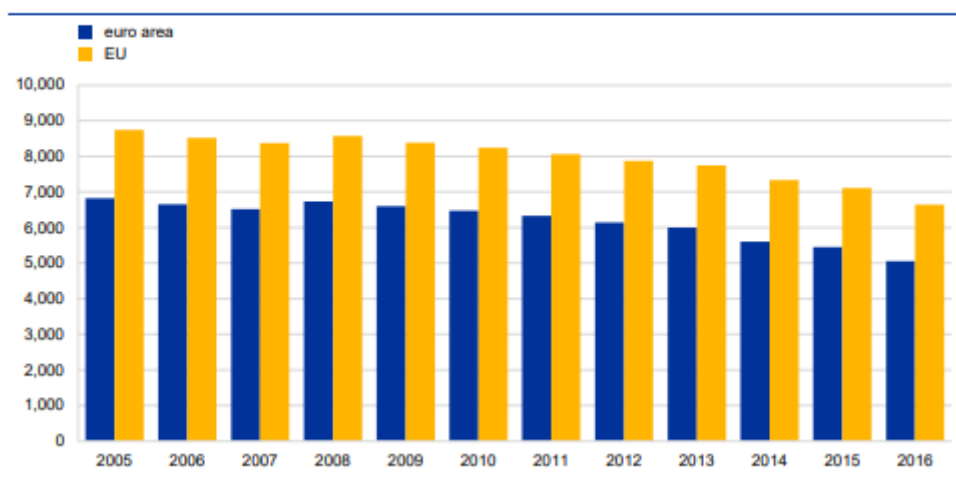
2.3 Il percorso delle concentrazioni bancarie europee e italiane

Con l'obiettivo di fornire un *excursus* sul percorso evolutivo delle operazioni di acquisizione e fusione delle imprese bancarie in Europa e, in particolare, in Italia, si può immediatamente eccipire che le aggregazioni avvenute in Europa hanno risentito di ciò che stava accadendo negli Stati Uniti. Infatti, dagli anni Ottanta in poi e fino ai giorni nostri, si è assistito ad una forte espansione delle operazioni di *Merger and Acquisition* nei Paesi aderenti all'Unione europea⁴¹. Le aggregazioni hanno permesso di creare gruppi bancari di dimensioni maggiore rispetto a quelli che esistevano negli anni Novanta.

⁴¹ P. GUALTIERI, *Le aggregazioni tra banche in Europa*, il Mulino, Roma, 2008, pag. 20 e seguenti.

In Europa le maggiori aggregazioni tra banche si sono intensificate soprattutto dal 1990 in poi e fino alla fine di tale decennio si è assistito ad un fenomeno crescente, soprattutto tra il 1998 e il 2000. Tuttavia dal 2000 in poi le operazioni di acquisizione e fusione sono rallentate, e dallo scoppio della bolla speculativa del 2008 fino al 2013 si sono mostrate con un *trend* costante. La crisi dei mutui *subprime* se da un lato ha rallentato le operazioni di acquisizione e fusione bancarie, dall'altro lato ha accresciuto il processo di consolidamento bancario; il quale ha permesso un evidente diminuzione del numero degli enti creditizi in tutta Europa.

Numero enti creditizi.

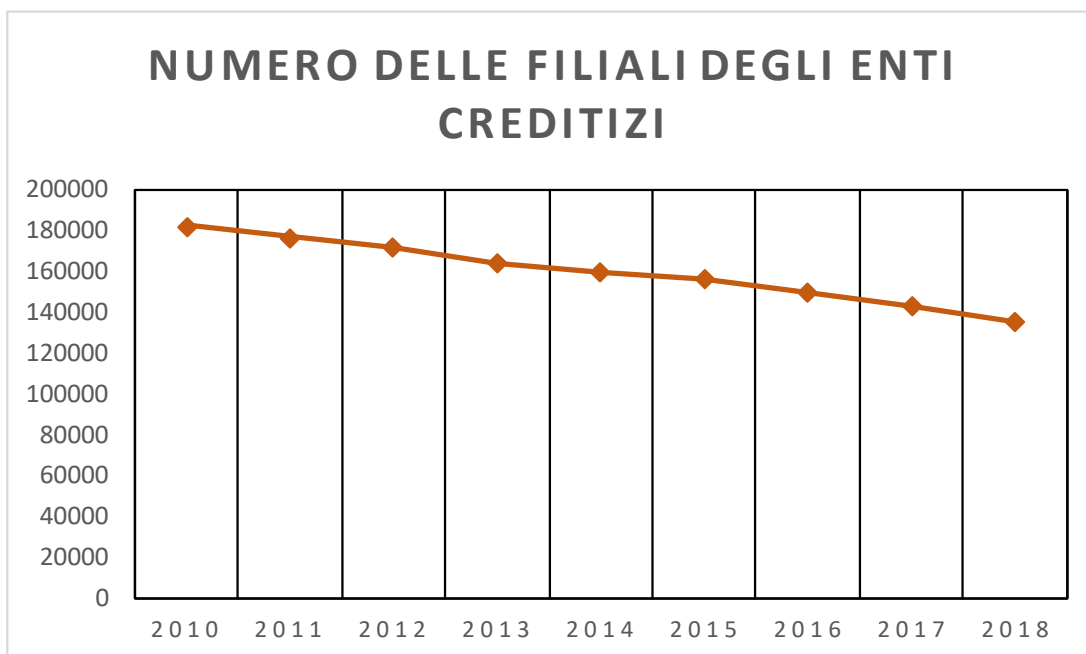


Fonte: ECB (october 2017) Report on financial structures.

Il grafico mostra come il numero degli enti creditizi, nel periodo che va dal 2005 al 2016, sia diminuito a conferma del fatto che il processo di consolidamento bancario sia proseguito fino all'anno di riferimento, il 2016. Per una maggiore precisione, i Paesi che hanno subito un'importante diminuzione degli enti

creditizi, soprattutto negli anni tra il 2015 e il 2016 sono i Paesi Bassi, Germania e Austria. Nello specifico, i Paesi Bassi hanno presentato una diminuzione degli enti creditizi pari a -112, la Germania -71 e l’Austria -64⁴².

La razionalizzazione e il ridimensionamento del sistema bancario si può comprendere anche in virtù della riduzione degli sportelli bancari e dei dipendenti bancari. Prendendo in considerazione un intervallo temporale che va dagli anni 2010 al 2018, si può notare come ci sia una diminuzione del numero degli sportelli bancari e anche dei dipendenti delle banche. Il grafico mostra proprio come nel periodo che va dal 2010 al 2018 il numero degli sportelli bancari sia andato verso il ribasso, seppur in modo molto lento.



FONTE: si veda il sito www.ecb.europa.eu , “*Eu Structural Financial Indicators*”, anni vari

⁴² I dati sono stati estratti sul sito della Banca Centrale Europea, all’interno del *Report on Financial Structures* del 2017, pag. 23

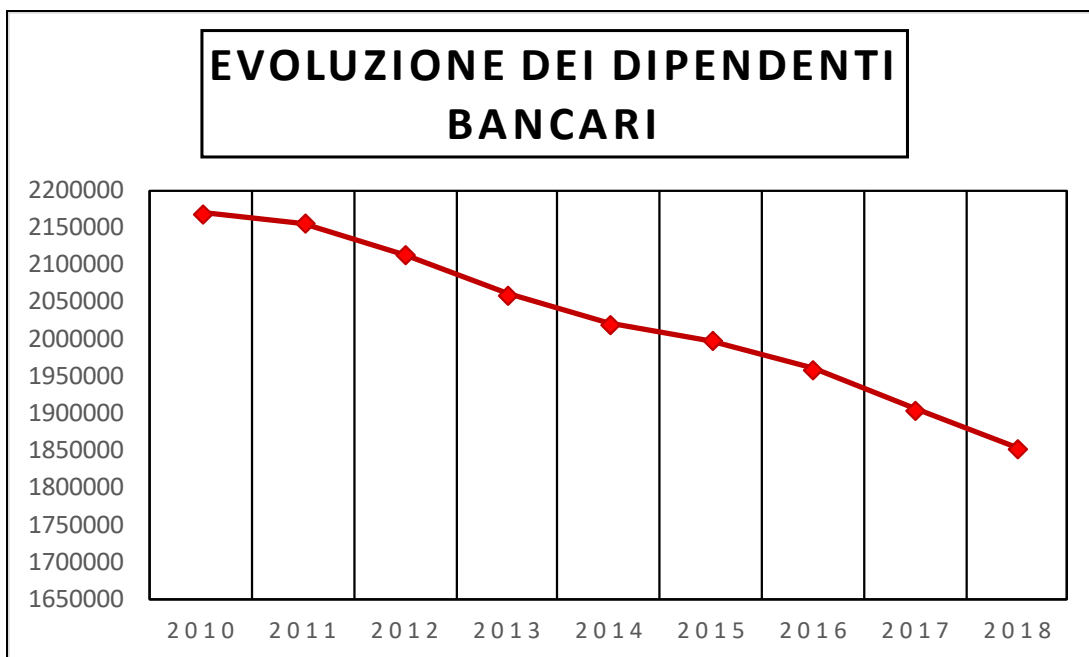
Il grafico mostra solo un periodo che va dal 2010 al 2018, ma gli sportelli bancari hanno continuato ad avere una tendenza decrescente già dal 1990 nella maggior parte degli Stati europei.

In particolare, il grafico mostra come dal 2010 al 2014 si è passati da un totale di 182478 sportelli a 159401⁴³. Nel 2016 il numero degli sportelli degli Stati appartenenti all'Unione europea è diminuito in media del 4,8%⁴⁴ passando a un totale di 149398 sportelli bancari. Nel 2017 la tendenza al ribasso non si è arrestata, ma è continuata con una media del 3,9%. Ed infine, nel 2018 il numero degli sportelli appartenenti ai Paesi dell'Unione europea sono diminuiti in media del 7,5%, raggiungendo un totale di 135139 filiali.

Il processo di razionalizzazione bancario è confermato anche dalla visibile diminuzione del numero dei dipendenti bancari, come mostra ampiamente il grafico.

⁴³ Si veda il sito: https://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/150701_ssi_table.pdf?48b4080c4997af740d2e9e6fa1b6c16f

⁴⁴ Per una maggiore comprensione si approfondisca: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2017/html/ecb.pr170530.en.html>



Fonte: www.ecb.europa.eu, “EU Structural Financial Indicators”, anni vari.

Il grafico mostra ampiamente come dal 2010 al 2018 il numero dei dipendenti bancari sia diminuito in maniera consistente. Infatti nel 2010 il totale dei dipendenti bancari, dei Paesi Ue, erano 2169006, invece quattro anni dopo, alla fine del 2014, si passa a 2020100⁴⁵. Tra gli anni 2014 e 2015 il numero dei dipendenti è diminuito ma in maniera poco sensibile. Invece dal 2015 in poi, come si nota nel grafico, la riduzione dei dipendenti bancari è stata corposa. Infatti nel 2016 si presentavano 1959453 dipendenti e alla fine del 2017 il numero dei dipendenti bancari si attestava intorno ai 1905143. Alla fine del 2018

⁴⁵ I dati sono stati presi dal sito della Banca Centrale Europea, dunque si veda: https://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/150701_ssi_table.pdf?48b4080c4997af740d2e9e6falb6c16f

il numero dei dipendenti bancari è sceso ulteriormente, stanziandosi intorno ai 1853017⁴⁶.

In conclusione, la razionalizzazione e il ridimensionamento degli sportelli e dei dipendenti bancari ha una sua logica, ossia quella di cercare elevati livelli di efficienza e di redditività così da fornire ai mercati internazionali una maggiore stabilità, da ottenere attraverso una costante riduzione dei costi⁴⁷.

Dopo aver passato in rassegna, brevemente, il processo di consolidamento del settore bancario, si pone l'attenzione sulle attività di acquisizione e fusione avvenute nei Paesi dell'Ue. Le operazioni sono diminuite sia in termini di valore sia in termini di transazioni, e proprio nel 2016 si è registrato il valore delle transazioni più basso dal 2000, con un piccolo aumento delle operazioni di M&A tra gli anni 2010 e 2013. Il numero delle operazioni di acquisizione e fusione nel settore bancario, dunque, è in calo dal 2000, ma dalla crisi finanziaria del 2008 il numero delle attività di M&A è rimasto costante almeno fino al 2013.

Non solo il numero delle transazioni ma anche il *valore* dell'operazione di fusione e acquisizione ha mostrato una tendenza discendente fino al 2016. Per la precisione il valore delle operazioni di M&A nel 2008 era di circa 54 miliardi di Euro, nel 2016 è diminuito fino a 2,8 miliardi di euro. Nonostante la riduzione

⁴⁶ I dati sono stati presi dal sito della *Banca Centrale Europea*, si veda: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.pr190604~03b3c570c5.en.htm>

⁴⁷ Si veda *Report on Financial Structures, October 2017*. Il sito: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/reportonfinancialstructures201710.en.pdf>

delle attività di aggregazione bancaria, nel primo semestre del 2017 si è potuto appurare un piccolo aumento del fenomeno, anche se rimane ai minimi storici.

In sintesi, in Europa si è assistito all'evoluzione di un *trend* discendente delle istituzioni creditizie, degli sportelli e dei dipendenti bancari, dando così una conferma che il processo di consolidamento bancario è continuato nel corso degli anni. Le operazioni di M&A, che fino al 2000 si sono presentate con una forte frequenza, da quell'anno hanno visto diminuire il numero delle transazioni. Tuttavia, nonostante la diminuzione degli enti creditizi, ci sono moltissimi Paesi europei che si presentano tutt'oggi con un settore bancario ancora molto frammentato, tra cui proprio l'Italia.

2.3.1 L'evoluzione in Italia.

Le operazioni di aggregazione bancaria in Italia sono iniziate a partire dagli anni Novanta in linea con il *trend* dei Paesi europei. L'Italia, negli anni '90, presentava un sistema bancario molto frammentato, costituito da moltissime piccole imprese bancarie. Il processo di consolidamento ha consentito una drastica riduzione del numero degli enti creditizi. Si osservi che si è creato un paradosso nel nostro Paese, dal momento che nonostante il processo di consolidamento abbia diminuito il numero degli enti creditizi, degli sportelli e

dei dipendenti bancari, l'industria bancaria italiana si presenta ancora oggi molto frammentata⁴⁸.

L'industria bancaria italiana, dagli anni Novanta e almeno fino al 2006, si è caratterizzata per numerosissime operazioni di M&A. Soltanto nell'ultimo decennio, soprattutto dopo la crisi finanziaria del 2008, le operazioni di aggregazione tra banche sono diminuite. Le operazioni di acquisizione e fusione registrate in questo decennio sono infatti veramente poche; probabilmente la causa è da ricercare proprio nella crisi che ha colpito le banche.

Per comprendere il percorso evolutivo delle aggregazioni nel nostro Paese si deve osservare che il sistema bancario italiano è stato soggetto ad operazioni di M&A tra banche di piccola e media dimensione⁴⁹. La scelta delle imprese bancarie di piccola-media dimensione è riscontrabile dal fatto che fino al 2005 la Banca d'Italia si mostrava avversa alle aggregazioni tra grandi gruppi bancari. Le preoccupazioni della Banca di Italia si riscontravano nel fatto che le operazioni di fusione e acquisizione tra banche di dimensioni maggiori avrebbero potuto generare degli svantaggi sulla concorrenza del mercato. Tale comportamento, tenuto dalla Banca d'Italia, ha dato vita al settore bancario italiano frammentato e, per lo più, composto da piccole banche, specialmente di credito cooperativo. Nonostante questa prospettiva, alla fine degli anni Novanta, si riscontra un'eccezione grazie alla creazione di sei grandi gruppi bancari per dimensione

⁴⁸ L. CHIARAMONTE, *Le concentrazioni bancarie in Europa e i processi di integrazione cross-border*, Giuffrè editore, Milano, 2008, pag.95

⁴⁹ L. CHIARAMONTE, *Le concentrazioni bancarie in Europa e i processi di integrazione Cross-Border, Il caso UNICREDI e HVB*, Giuffrè editore, Milano, 2008, pag. 96

dell'attivo. Tuttavia, la maggior parte delle imprese bancarie italiane erano di piccola dimensione e, dunque, diventano molto appetibili da parte degli operatori esteri, con il rischio di invasione del capitale straniero. Per provare ad arginare il problema, la soluzione migliore era quella di integrare i soggetti già presenti sul territorio nazionale, in modo tale da riuscire a mantenere anche un certo livello di efficienza e di «italianità». In tale prospettiva il nuovo Governatore della Banca d'Italia del 2006⁵⁰, data la crescita della concorrenza internazionale e dunque del pericolo che le banche italiane potevano essere acquisite dalle banche straniere, ha cercato di stimolare sia le banche di piccola dimensione e sia quelle di grandi dimensioni per continuare il processo di consolidamento attraverso l'implementazione di strategie aggregative con altri istituti creditizi presenti sul territorio nazionale.

Il processo di consolidamento incoraggiato dal nuovo Governatore del 2006, aveva il fine ultimo di difendersi da proposte di operazioni di M&A provenienti da imprese bancarie estere. La necessità di creare banche di grandi dimensioni non consisteva soltanto in una forma di protezione da colossi stranieri, ma permetteva il raggiungimento di una posizione rilevante sul mercato bancario europeo e internazionale. Pertanto, la creazione di imprese bancarie di notevoli dimensioni ha avuto un forte impulso⁵¹ grazie all'eliminazione di alcune normative preesistenti. In tale prospettiva, si è eliminata l'obbligatorietà della

⁵⁰ Per la precisione il Governatore del 2006 era *Mario Draghi*, un economista, accademico, banchiere e dirigente pubblico italiano.

⁵¹ L. CHIARAMONTE, *Le concentrazioni bancarie in Europa e i processi di integrazione Cross-Border, Il caso UNICREDI e HVB*, Giuffrè editore, Milano, 2008, pag.99

comunicazione all'Autorità di Vigilanza del progetto di acquisizione di una partecipazione di controllo prima dell'esame degli organi aziendali. Bisogna precisare, però, che non si è eliminata l'autorizzazione del progetto di aggregazione, dal momento che le banche sono tenute a trasmettere alla Banca d'Italia l'istanza di autorizzazione dopo che gli organi aziendali hanno preso la loro decisione.

Nonostante l'abrogazione, la Banca d'Italia detiene sempre un certo controllo sugli assetti proprietari delle banche, dal momento che deve verificare l'esistenza di solidità finanziaria e affidabilità, la correttezza nelle relazioni d'affari, l'assetto di governo e la situazione economico-finanziaria della banca a seguito dell'operazione⁵². L'abrogazione della norma ha permesso però un vero e proprio cambio di rotta, favorendo i processi di concentrazione tra le banche italiane di maggiori dimensioni. Infatti, tale cambiamento ha stimolato immediatamente le industrie bancarie perché già tra la fine del 2006 e l'inizio del 2007, si è assistito ad alcune operazioni di M&A, tra cui rammentiamo Banca Intesa e Sanpaolo IMI.

Tale orientamento favorevole e positivo ha subito una frenata con la crisi finanziaria del 2008, la quale ha causato notevoli problemi alle banche di tutto il mondo. Infatti, dopo lo scoppio della bolla speculativa, nell'ultimo decennio le operazioni di aggregazioni bancarie sono state relativamente poche. Tuttavia,

⁵² Si veda: www.bancaditalia.it, “Economia, mercato finanziario, banche”, in Intervento del Governatore della Banca d'Italia (Mario Draghi), Roma, 12 luglio 2006.

nonostante le operazioni di M&A nel settore bancario italiano siano diminuite, il processo di consolidamento non ha avuto battute d'arresto.

Il numero degli istituti creditizi, degli sportelli bancari e dei dipendenti bancari sono diminuiti, confermando come il processo di razionalizzazione sia continuato nel tempo. In particolare, prendendo in riferimento il periodo dal 1990 al 2018 si può osservare una drastica riduzione del numero delle istituzioni creditizie, passando da 1156 a 505 enti creditizi.

Con l'obiettivo di comprendere il processo di consolidamento si prendono in osservazione gli anni 2016, 2017 e 2018.

Colonna1 ▼	Colonna2 ▼	Colonna3 ▼	Colonna4 ▼	Colonna5 ▼	Colonna6 ▼
			2016	2017	2018
Banche Totali			604	538	505
Banche S.p.A			162	147	136
Banche Popolari cooperative			25	23	22
Banche di Credito cooperative			334	289	268

Fonte: www.bancaditalia.it in “Banche e istituzioni finanziarie: articolazione territoriali”, vari anni⁵³.

La tabella permette di esaminare come il numero degli enti creditizi italiani, e dunque il processo di consolidamento, abbia avuto sempre una tendenza decrescente. Se si osserva la tabella, il numero delle «banche totali» è nettamente

⁵³ I dati sono stati estratti dal sito della Banca d'Italia, nella sezione “statistica” di varie pubblicazioni. In particolare si veda il sito per il 2016: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/banche-istfin/2018-banche-istfin/statistiche_STATER_30032018.pdf. Invece per i dati del 2018 e il 2017 si vado al sito: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/banche-istfin/2019-banche-istfin/statistiche_STATER_29032019.pdf

diminuito; nel 2016 erano presenti nel territorio italiano circa 604 banche, invece nel 2018 le istituzioni creditizie si sono attestate intorno a 505.

Nel 2016 erano presenti 70 gruppi bancari, ma la maggioranza di tale numero è composto dalle banche di credito cooperativo seguite dalle banche costituite in forma di società per azioni e poi le banche popolari. Nel 2016 c'è stata la fusione societaria tra Banco Popolare e Banca Popolare di Milano dando origine al terzo gruppo bancario italiano per dimensione: Banco BPM. Il consolidamento bancario è poi continuato: nel 2016 la rete degli sportelli sono scesi del 4,1%⁵⁴, attestandosi intorno ai 29335⁵⁵.

Nel 2017 troviamo 60 gruppi bancari e, come mostra ampiamente anche la tabella, in Italia il settore del credito cooperativo rimane la categoria più numerosa. Confermando il *trend* decrescente, nel 2017 si sono eliminate le sovrapposizioni di sportelli che si erano generate in seguito alle aggregazioni bancarie avvenute nel periodo antecedente la crisi finanziaria. In tale prospettiva, si osservi che tra il 2009 e il 2013 circa l'88% delle chiusure degli sportelli è stato effettuato in comuni in cui erano presenti altri sportelli dello stesso gruppo⁵⁶.

⁵⁴ I dati sono stati presi dalla *Relazione Annuale* del 2016: <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2016/index.html>

⁵⁵ Il dato è stato estratto sul sito della Banca Centrale Europa, www.ecb.europa.eu in “*EU structural financial indicators: End of 2016 (preliminary results)*” Tabella 1.

⁵⁶ Si veda il Rapporto Annuale della Banca d'Italia sul 2017, per la precisione il sito di riferimento è: <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2017/index.html>

Concludendo con l'analisi degli anni presi in considerazione, alla fine del 2018 erano presenti 58 gruppi bancari e 268 banche di credito cooperativo. Il numero degli sportelli bancari è diminuito, infatti dal 2008 al 2018 è sceso di un quarto e il numero dei dipendenti, invece, di un quinto. La diminuzione degli enti creditizi, degli sportelli bancari e dei dipendenti bancari presenta una logica di fondo, ossia la ristrutturazione della rete distributiva. Tuttavia la ristrutturazione della rete distributiva ha interessato soprattutto le banche appartenenti ai primi 5 gruppi; infatti a questi ultimi bisogna ricondurre almeno il 90% della riduzione del numero dei dipendenti⁵⁷.

Concludendo, si può affermare che l'Italia, dopo la crisi finanziaria del 2008, ha rallentato le operazioni di acquisizione e fusione nel settore bancario, ma il processo di consolidamento non ha avuto nessun tipo di ostacolo fino alla fine del 2019. Alla fine del 2019 ci sono state altre operazioni di M&A nel settore bancario.

⁵⁷ Si veda il Rapporto Annuale della Banca d'Italia sul 2018: <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2018/index.html>

CAPITOLO III
TIPOLOGIE DI VALUTAZIONE DELLE BANCHE
E DELLE OPERAZIONI DI M&A

3.1 Osservazioni preliminari

L'analisi svolta nel precedente capitolo ha fornito una panoramica generale sulle operazioni di *Merger and Acquisition* nel settore bancario; ora si pone l'attenzione sulle modalità più diffuse nei mercati finanziari da parte dei periti per valutare le banche e, nel caso specifico, le operazioni di M&A nel settore bancario.

Il processo valutativo di una banca, ma anche di un'impresa commerciale/industriale, si presenta complesso e richiede da parte dell'esperto la propria competenza tecnica e la propria esperienza per individuare gli elementi più opportuni per esaminare il valore dell'impresa. Volendo dare una definizione alla valutazione d'azienda, la si può esprimere come un ricorso a concetti, metodi e criteri per esprimere il valore del capitale economico. La valutazione d'azienda viene effettuata per varie operazioni e prevalentemente in occasione di operazioni straordinarie; tuttavia bisogna notare che c'è una crescente sensibilità rivolta alle tematiche della creazione e del mantenimento del valore, ciò dovuto dall'impulso derivante dallo sviluppo dei mercati finanziari e dalle dinamiche competitive¹. Pertanto, in linee generali, l'obiettivo del processo di valutazione varia in

¹ D. BALDUCCI, *La valutazione d'azienda*, Edizioni Fag, Milano, 2006, pag. 18

relazione al contesto in cui si rende necessario definire il valore dell'azienda².

Misurare il valore di un'impresa trova applicazione in vari ambiti:

- operazioni di fusioni e acquisizioni (M&A)
- quotazioni nei mercati finanziari;
- investimento nel capitale di rischio di società non quotate;
- operazioni di ristrutturazione di imprese in crisi;
- per finalità interne cosiddette auto-diagnosi.

Si precisa che la misurazione del valore dell'azienda non riguarda solo le operazioni finanziarie, ma può essere utile anche per stimare le strategie e le scelte di gestione. Dunque, queste svariate ragioni spingono ad occuparsi del tema del valore gli operatori professionali, le istituzioni finanziarie, le imprese e ovviamente il mondo accademico³.

La stima del valore degli intermediari finanziari viene effettuata usando procedimenti che si basano sugli stessi principi e criteri usati per la valutazione delle imprese industriali, ovviamente apportando le opportune modifiche per tener conto delle loro peculiarità. La scelta dei metodi da usare dovrà essere effettuata caso per caso tenendo conto della specificità dell'azienda⁴.

² Si veda “Guida alla valutazione” di Borsa Italiana (Aprile 2014) www.borsaitaliana.it

³ E. FUSA e G. GUATRI, *La valutazione del capitale economico*, Ilsole24ore, Milano, 1999, pag. 7

⁴ M. RUTIGLIANO, *La valutazione delle banche e degli altri intermediari finanziari*, Egea, Milano, 2018.

3.2 Il capitale economico

La valutazione di una banca o di un'impresa industriale ha lo scopo di apprezzare il capitale di quest'ultima⁵, e attraverso la valutazione del capitale economico attribuirle un valore. Il capitale economico è caratterizzato da due requisiti: «astrattezza» e «genericità». Per astrattezza si intende che il capitale economico non considera la natura delle parti, gli interessi e la forza contrattuale che esprimono i soggetti che intervengono nella negoziazione; invece, per genericità si intende che il capitale economico si presenta obiettivo e valido per tutti i soggetti interessati a diventare acquirenti⁶.

Il valore del capitale economico viene calcolato/definito tramite delle valutazioni che sono il risultato di un processo che utilizza diversi metodi di quantificazione. Il capitale economico per essere realmente obiettivo non deve essere influenzato da fattori esterni di mercato e da circostanze instabili. Per tale motivo per dare un valore al capitale economico bisogna esaminare l'impresa e soprattutto il patrimonio nelle varie fasi che possono caratterizzare l'esistenza della stessa: dalla nascita al suo funzionamento, dalla cessione alla liquidazione. In tale prospettiva si possono distinguere varie configurazioni di capitale:

⁵ L.F. FRANCESCHINI e L. COMI, *Modelli finanziari per la valutazione d'azienda, La stima del valore del capitale delle imprese industriali, delle utilities, delle aziende bancarie e assicurative*, EDUCatt, Milano 2015, pag. 10.

⁶ D. BALDUCCI, *La valutazione dell'azienda*, Edizione FAG, Milano, 2006, pag. 25

- *capitale di funzionamento o di bilancio*: volto a misurare il reddito periodico dell'impresa considerata nella sua ordinaria gestione, allo scopo di fornire ai terzi un'adeguata informazione sullo stato d'azienda;
- *capitale di stralcio o di liquidazione*: si intende quel capitale riferito alla cessazione della vita dell'impresa, per la quale non vi sono valori patrimoniali suscettibili di avere un'utilità futura;
- *capitale di trasferimento*: si tratta di una configurazione di capitale stimata ai fini del trasferimento dell'impresa nell'ottica valutativa del soggetto acquirente, soggetto venditore e perito indipendente.

Il valore del capitale economico non può essere considerato come un'entità assoluta e come un'unica somma di elementi, ma è un valore relativo che va interpretato anche in funzione dell'obiettivo perseguito nel procedimento di valutazione⁷. Il capitale economico visto in tale prospettiva deve riuscire a rappresentare il valore di tutto il complesso aziendale, pertanto si deve far riferimento sia agli uomini sia ai mezzi, ma anche agli investimenti e finanziamenti e alla cultura e il posizionamento che si ha sul mercato.

Per una maggiore precisione, quando si prende in considerazione il capitale di trasferimento la definizione data fin ora al capitale economico non è sufficiente, dal momento che la valutazione dell'impresa in simili circostanze è subordinata

⁷ D. BALDUCCI, *La valutazione dell'azienda*, Edizione FAG, Milano, 2006, pag. 25 e seguenti.

ad una a diversa interpretazione e quantificazione a seconda dei soggetti che la eseguono. In tale panorama, si riferisce:

- a) nella prospettiva del *venditore*, che tiene conto delle ipotesi del soggetto cedente e della sua economia;
- b) nella prospettiva del *compratore*, che può essere acquirente-imprenditore, acquirente-investitore;
- c) e nell'ottica del *perito indipendente*, che si pone in una posizione neutrale rispetto ai contraenti.

Quando si analizza il capitale di trasferimento, la sua stima del capitale può essere esaminata con tali diversi punti di vista. È importante però far notare che quando il valore viene stimato nella prospettiva di una singola parte viene qualificato con un *valore soggettivo*, che dovrà poi tenere conto degli interessi delle parti. Tale valore soggettivo pertanto può essere considerato nell'ottica del cedente, cosiddetto «*valore soggettivo di cessione*», e nell'ottica dell'acquirente, il cosiddetto «*valore soggettivo di acquisizione*»⁸. Queste due configurazioni di capitali possono portare ad un risultato di stima discorde, e ciò si giustifica perché subentrano alcuni aspetti che vanno ad influenzare la stima del capitale, come, per esempio, il territorio di insediamento dell'impresa, segmenti di clientela, politiche di espansione geografica e via dicendo.

⁸ D. BALDUCCI, *La valutazione dell'azienda*, Editore FAG, Milano, 2006

Un ulteriore aspetto da non tralasciare è *l'asimmetria informativa* che sussiste tra venditore e acquirente, che va ad incidere sul processo di formazione del valore soggettivo, andando, così, a creare delle spinosità sulla parte che non è a conoscenza di talune informazioni-chiave⁹. È in tale prospettiva che l'analisi da parte del perito indipendente risulta importante, dal momento che ha il compito di evitare di inserire all'interno del computo della stima del capitale tutte quelle circostanze ritenute smisuratamente soggettive. Un'ulteriore precisazione è che soltanto nell'ottica del perito indipendente ci si riferisce al capitale economico e dovranno sussistere due requisiti: uno «oggettivo», ossia che dovrà esserci effettivamente il trasferimento d'azienda o di un suo ramo, e un altro «soggettivo» cioè che la stima dovrà essere effettuata da parte, appunto, del perito indipendente.

Il valore dell'impresa, industriale o bancaria, non è calcolato solo attraverso l'applicazione di formule matematiche, dal momento che un'impresa è un soggetto complesso e la sua valutazione dovrà tener conto delle informazioni ed elementi che sono molto difficili da esprimere in forma numerica. Il valore dell'azienda non è unico o definitivo, ma è un dato relativo che risente dello scopo e delle specifiche esigenze dell'impresa. Quando si decide di utilizzare un metodo piuttosto che un altro si arriverà ad un risultato diverso da quello quantificato perché la formula che si usa va a considerare certi aspetti e non

⁹ D. BALDUCCI, *La valutazione d'azienda*, Editore FAG, Milano, 2006 pag.20

altri¹⁰ e l'analista deve andare a considerare una serie di fattori e ponderarli con una certa attenzione¹¹.

La metodologia valutativa dovrà rappresentare in via sintetica i *drivers* del *business model* aziendale. Quindi l'esperto per scegliere nel modo migliore il metodo valutativo deve considerare alcuni elementi:

- la tipologia dell'attività svolta dall'impresa, quindi se è industriale bancaria commerciale ecc.;
- il contesto in cui si sta svolgendo la valutazione, nel senso che se la valutazione viene effettuata in sede di gestione straordinaria bisognerà tener conto di alcune cautele e soprattutto di tener conto a tutti quei limiti dovuti sanciti dalla normativa vigente;
- la dimensione dell'impresa;
- la disponibilità di informazioni e dati aziendali.

Si rammenta che non esiste un metodo di valutazione che si presenta valido in termini assoluti, e che la stima risente anche dell'intervento del valutatore che ha

¹⁰ D. BALDUCCI, *La valutazione d'azienda*, Edizione FAG, Milano, 2006, pag. 25 e seguenti

¹¹ L.F. FRANCESCHINI E L. COMI, *Modelli finanziari per la valutazione d'azienda, La stima del valore del capitale delle imprese industriali, delle utilities, delle aziende bancarie e assicurative*, EDUCatt, Milano 2015, pag. 20

un certo margine di soggettività, ma ogni sua scelta dovrà presentarsi motivata, ragionevole e dimostrabile¹².

Di conseguenza nel processo di stima del capitale si potrà andare a sottovalutare o, al contrario, sopravvalutare il complesso oggetto di analisi e, pertanto, distorcere il reale valore e l'attendibilità della stima. Tuttavia esistono dei rimedi usati nella prassi per provare a limitare alcuni rischi¹³:

- utilizzare più di un criterio valutativo. La ragione di tale approccio risiede nel fatto che gli aspetti di incertezza relativi ai metodi scelti per la valutazione non si possono eliminare ma si possono affrontare razionalmente. Pertanto se si può usare una pluralità di analisi si potranno fornire molte più informazioni che il valutatore organizza e relaziona in modo organizzato e coerente, prima di giungere alle conclusioni. Tale rimedio si utilizza soprattutto quando si hanno a disposizione molte grandezze utili per la stima del valore. Inoltre, si ritiene opportuno di non effettuare medie attraverso l'utilizzo di più metodi¹⁴. Si tratta, comunque, della soluzione più rapida per ridurre l'opinabilità della stima, ma si

¹² L.F. FRANCESCHINI E L. COMI, *Modelli finanziari per la valutazione d'azienda, La stima del valore del capitale delle imprese industriali, delle utilities, delle aziende bancarie e assicurative*, EDUCatt, Milano 2015, pag.21

¹³ D. BALDUCCI, *La valutazione dell'azienda*, Editore FAG, Milano, pag.29

¹⁴ L.F. FRANCESCHINI E L. COMI, *Modelli finanziari per la valutazione d'azienda, La stima del valore del capitale delle imprese industriali, delle utilities, delle aziende bancarie e assicurative*, EDUCatt, Milano 2015, pag.21-22

presenta nella prassi come un approccio da respingere; dal momento che c'è la probabilità che due o più metodi potranno divergere fra di loro¹⁵.

- utilizzare altri giudizi di valore. Si intende l'utilizzo di altri risultati di stime confrontandoli con il proprio valore, con il prezzo negoziato ecc.¹⁶.

Il perito indipendente potrà utilizzare ulteriori supporti, tra cui proprio l'imprenditore che potrà fornire informazioni utili per la valutazione.

In generale per delimitare l'imprevedibilità delle scelte soggettive, nelle operazioni di valutazione dell'azienda ci si ispira sempre a dei principi elencati a volte dalla prassi professionale più qualificata:

- affidabilità delle stime;
- neutralità delle valutazioni;
- omogeneità dei dati aziendali;
- significatività dei dati;
- nitidezza di analisi;
- metodologia inflessibile;
- evitare conflitti di interesse¹⁷.

Il perito indipendente dovrà operare nella sua massima professionalità e autonomia, quindi si richiederà al valutatore di adottare scelte razionali,

¹⁵ D. BALDUCCI, *La valutazione dell'azienda*, Edizione Fag, Milano, 2006, pag. 29

¹⁶ D. BALDUCCI, *La valutazione dell'azienda*, Edizione Fag Milano, 2006, pag. 29-30

¹⁷ D. BALDUCCI, *La valutazione dell'azienda*, Edizione Fag, Milano, 2006, pag. 30

ragionevoli, dimostrabili e illustrando le ipotesi fondamentali su cui è stata fondata la sua analisi ed impiegando modelli finanziari condivisi dalla dottrina e dalla prassi professionale.¹⁸

3.3 Linee generali per impostare una valutazione

La valutazione del capitale di un'azienda rappresenta la conclusione di un processo che parte da una macchinosa attività conoscitiva che presenta lo scopo di indagare diversi aspetti dell'impresa oggetto di analisi. La valutazione non è una mera identificazione ed applicazione di una formula matematica con la quale implementare il metodo valutativo prescelto, ma è un algoritmo mediante il quale trova applicazione il metodo di valutazione e costituisce soltanto uno strumento di sintesi dell'attività di analisi svolta.

Il processo di valutazione è un percorso che l'esperto deve attuare per capire il *business model* dell'impresa¹⁹, ciò permette di individuare gli elementi peculiari dell'attività di impresa così da poter avere tutte le informazioni disponibili su cui poi fondare le elaborazioni. Questa attività è molto importante per la successiva identificazione del metodo valutativo da usare.

¹⁸ L.F. FRANCESCHINI E L. COMI, *Modelli finanziari per la valutazione d'azienda, La stima del valore del capitale delle imprese industriali, delle utilities, delle aziende bancarie e assicurative*, EDUCatt, Milano 2015, pag.22

¹⁹ L.F. FRANCESCHINI E L. COMI, *Modelli finanziari per la valutazione d'azienda, La stima del valore del capitale delle imprese industriali, delle utilities, delle aziende bancarie e assicurative*, EDUCatt, Milano 2015, pag

L'analista esterno per capire quale metodologia valutativa implementare avrà bisogno di trovare riferimenti esterni ed interni²⁰. In tale prospettiva il perito dovrà utilizzare:

- bilancio individuale ed eventualmente consolidato;
- relazione sulla gestione;
- relazione semestrale;
- rapporto di terzo pilastro²¹.

Ora per comprendere meglio i documenti a disposizione del perito, si cercherà brevemente di riportare i fondamentali del bilancio e degli altri documenti.

3.3.1 Il bilancio bancario

Il bilancio è tra i documenti più importanti e fondamentali tra quelli prodotti dalla banca da valutare. L'attuale disciplina sul bilancio d'esercizio è il risultato complesso di un'evoluzione, che per molti anni si è presentata scarna e poco efficace; essa infatti si fondava solo su poche norme fissate dal codice civile²².

²⁰ M. RUTIGLIANO, *La valutazione delle banche e degli altri intermediari finanziari*, Egea, Milano, 2018

²¹In particolare, il Terzo Pilastro è costituito da un insieme di regole volte a migliorare la capacità da parte delle istituzioni finanziarie di definire e presentare la propria struttura del capitale, l'esposizione ai rischi, le politiche di copertura dei rischi e, pertanto, l'adeguatezza patrimoniale nel suo complesso.

²² In relazione al caso delle banche, nel 1975 un decreto ministeriale aveva fissato alcune norme che avevano un grado di superiorità in più rispetto a ciò che prevedeva il conto economico, ma si presentava limitata dal momento che trascurava lo stato patrimoniale. E poi nel 1992 fu emanato il decreto legislativo n.87 che sancito una disciplina speciale per il bilancio delle banche e degli intermediari finanziari non bancari, si veda R. RUOZI, *Economia della banca*, Egea, Milano, pag. 341

Recentemente nei paesi dell'Unione europea è stata elaborata una nuova legislazione in materia di bilancio a partire dai cosiddetti “principi contabili internazionali” noti con la sigla IAS/IFRS²³. A livello europeo, tali principi contabili sono entrati in vigore con il regolamento CE 1606 del 2002, che prevede l'applicazione di tali principi ai bilanci consolidati delle imprese quotate a partire dal 2005. Mentre ha lasciato un certo margine di discrezionalità agli Stati membri per quanto concerne l'applicazione dei principi contabili internazionali anche alle società non quotate. In tale prospettiva, il legislatore italiano ha recepito il regolamento europeo attraverso l'emanazione del D.lgs. n.38 del 28 febbraio 2005. Con tale decreto legislativo si prevede l'obbligo per le banche e le società finanziarie di redigere sia il bilancio individuale sia il bilancio consolidato nel rispetto dei principi contabili IAS/IFRS, con decorrenza dall'esercizio 2005 e 2006.

L'allineamento che è avvenuto in Italia ai principi contabili internazionali ha permesso di avere un orientamento diverso. Si è passati dal soddisfare le esigenze informative di azionisti e creditori, ad un modello di bilancio orientato agli investitori²⁴. Oltre a tale trasformazione concettuale, ci sono anche dei cambiamenti del bilancio, per quanto concerne la struttura, la forma e i suoi contenuti. In tale ottica la prassi italiana prevedeva una struttura del bilancio, sia

²³ L'acronimo IAS/IFRS si riferisce a “*international accounting standards*” o “*international financial reporting standards*”. I principi contabili prima furono emanati, fino al 2001 dallo IASC, in seguito sostituito dallo IASB. Entrambi tali comitati hanno lo scopo di sviluppare regole contabili comuni, per garantire un elevato livello di trasparenza e comparabilità dei bilanci su scala internazionale.

²⁴ R. RUOZI, *Economia della banca*, Egea, Milano 2016, pag. 343

bancario che non, articolata solo con tre documenti (Stato Patrimoniale, Conto Economico, Nota Integrativa), cui si accompagnava la relazione degli amministratori di gestione. Attraverso l'implementazione dei principi contabili internazionali il bilancio si presenta oggi più complesso e articolato, dal momento che accanto ai noti documenti si aggiungono: il prospetto della redditività complessiva, il prospetto delle variazioni del patrimonio netto e il rendiconto finanziario.

La normativa dei principi contabili internazionali IAS/IFRS ha previsto anche una maggiore attenzione alla trasparenza informativa, cosiddetta *disclosure* dei bilanci. Tale rafforzamento della trasparenza lo si deve intendere nell'obiettivo di rendere il bilancio disponibile ed utilizzabile per alcune categorie di *stakeholders* che dovranno prendere decisioni di carattere economico anche sulla base dell'analisi di dati di bilancio; quindi si parla dei risparmiatori-investitori e gli analisti finanziari²⁵.

Con il bilancio IAS/IFRS si è permesso un passaggio da un sistema contabile fondato sulla prudenza e sull'utilizzo del costo storico, ad un modello di bilancio basato sul principio della prevalenza della sostanza sulla forma e sull'impiego del *fair value*²⁶ come criterio di valutazione delle operazioni in essere a fine esercizio.

²⁵ R. RUOZI, *Economia della banca*, Egea, Milano, 2016, pag. 343

²⁶ I principi contabili internazionali che sanciscono il *fair value* sono lo IAS 39 e l'IFRS 13. Con lo IAS 39 tratta il *fair value* soffermandosi sulle problematiche di rilevazione e valutazione degli strumenti finanziari; l'IFRS13 permette di definire un quadro di

In breve si può, dunque, affermare che la circolare n.262 del 2005 della Banca d'Italia ha permesso di sancire un principio generale di redazione: ossia le banche dovranno rappresentare la propria situazione economica, patrimoniale e finanziaria in modo chiaro, veritiero e corretto. Si tratta di un obiettivo che riguarda il bilancio inteso come un sistema complesso formato da vari documenti collegati fra di loro. Pertanto si ritiene necessario evidenziare alcuni aspetti generali di questi prospetti.

3.3.2 Lo stato patrimoniale

Tra i documenti che fanno riferimento al sistema complesso del bilancio, *in primis* vi è lo «*stato patrimoniale*». Lo stato patrimoniale è rappresentato dall'insieme delle attività e passività e dei conti del patrimonio netto della banca, espressi alla data di chiusura dell'esercizio. Il prospetto si presenta a sezioni contrapposte, separando le voci dell'attivo, da un lato, e del passivo e del patrimonio netto, dall'altro.

Un aspetto importante è l'articolazione molto rigida che la normativa prevede per i documenti contabili. Lo stato patrimonio si dovrà comporre di una *serie di voci*, contrassegnate da numeri, di *sottovoci*, contrassegnate da lettere e da altre informazioni a cui la banca dovrà fare riferimento per rappresentare le attività, le passività e il patrimonio di fine esercizio²⁷.

riferimento univoco in materia di misurazione del *fair value*, da utilizzare ogni qual volta un altro principio contabile richieda o consenta una stima basata sul *fair value*. Si veda R. RUOZI, *Economia della banca*, Egea, Milano, 2016.

²⁷ R. RUOZI, *Economia della banca*, Egea, Milano, 2016, pag.345.

Lo schema obbligatorio dei documenti contabili si presenta come uno strumento di omogeneizzazione funzionale per il confronto tra bilanci. Per l'attivo viene normalmente utilizzato un metodo che prevede di inserire prima le poste più liquide fino ad arrivare a quelle meno liquide. Dal lato dell'attivo emergono le disponibilità liquide, le attività finanziarie, i crediti, le partecipazioni, le attività materiali e immateriali. Dal lato del passivo si ritrovano i debiti, passività finanziarie, i fondi patrimoniali²⁸. La novità introdotta dai principi internazionali IAS/IFRS è l'inserimento dei *derivati*²⁹ che possono essere di copertura o speculativi. Nel caso si tratti di derivati di copertura essi presentano una voce propria, mentre i derivati speculativi rientrano nelle voci attività o passività finanziarie per la negoziazione.

3.3.3 Il conto economico

L'ulteriore prospetto contabile di notevole importanza e che riflette la tradizione contabile è il *conto economico*. Il documento si presenta in forma verticale: i componenti di reddito vengono proposti in successione a prescindere dal segno, ma avvicinati l'uno all'altro sulla base della loro natura. Bisogna precisare che attraverso la circolare 262 la struttura verticale del conto economico assume una vera e propria forma scalare, dal momento che la Banca di Italia ha previsto una

²⁸ Si veda il sito di Banca di Italia per maggiori chiarimenti:
https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/circolari/c262/IL_BILANCIO_BANCARIO_1agg.pdf

²⁹ Lo strumento derivato o semplicemente derivato in finanza è un titolo che deriva il proprio valore da un altro asset finanziario oppure da un indice, detto sottostante. Gli utilizzi principali degli strumenti derivati sono la copertura da un rischio finanziario, l'arbitraggio e la speculazione. Per saperne di più vedere il sito www.borsaitaliana.it

serie di risultati parziali intermedi che permettono di evidenziare il contributo delle diverse aree di gestione e di formazione del risultato di esercizio.

Osservando le voci più significative per le banche, vanno richiamati gli interessi attivi e proventi assimilati e gli interessi passivi e oneri assimilati, le commissioni attive e le commissioni passive. Le informazioni che si deducono dal conto economico sono rafforzate dalla presenza dei risultati intermedi, come accennato poc'anzi, tra i quali assumono un certo rilievo il *margin di interesse*, che esprime il risultato economico dell'attività di intermediazione creditizia, e il *margin di intermediazione* il quale è il risultato economico prodotto dalla complessiva attività di intermediazione svolta dalla banca³⁰. La somma algebrica di tutte le voci positive e negative del conto economico determina il risultato netto detto utile o perdita di esercizio.

3.3.4 Nota integrativa

La *nota integrativa* ha lo scopo di chiarire e integrare le informazioni desumibili dai prospetti contabili. È un documento di tipo misto che riporta informazioni di natura sia qualitativa sia quantitativa. Deve seguire uno schema obbligatorio definito dalle norme di legge. I dati all'interno della nota integrativa sono dati di bilancio ed essa si presenta come un documento di tipo analitico dal momento che le informazioni al suo interno sono numerose e anche il dettaglio è più ampio rispetto allo stato patrimoniale e al conto economico che, invece, sono documenti di sintesi.

³⁰ R. RUOZI, *Economia della banca*, Egea, Milano, 2016, pag.348.

La circolare della Banca d'Italia definisce per la nota integrativa una struttura che si presenta in dieci parti:

- parte A politiche contabili
- parte B informazioni sullo stato patrimoniale;
- parte C informazioni sul conto economico;
- parte D redditività complessiva,
- parte E informazioni sui rischi e sulle relative politiche di copertura;
- parte F informazioni sul patrimonio;
- parte G operazioni di aggregazione riguardanti imprese o rami d'azienda,
- parte H operazioni con parti correlate;
- parte I accordi di pagamento basati su propri strumenti patrimoniali;
- parte L informativa di settore³¹.

Ogni singola parte viene suddivisa a sua volta in altre sezioni che permette di chiarire alcuni aspetti della gestione.

Se si vuole osservare la nota integrativa nel suo insieme, si comprendono immediatamente le sue innumerevoli funzioni.

In primis essa ha il compito di offrire in maggiore dettaglio, al lettore del bilancio, le voci dello stato patrimoniale e del conto economico (funzione che

³¹ R. RUOZI, *Economia della banca*, Egea, Milano, 2016, pagg. 350-351

viene svolta dalla parte B e C della nota integrativa). Il documento in questione permette di fornire altre informazioni supplementari su aspetti della gestione e su come si è formato il bilancio³².

In sintesi, l'elevata cura delle informazioni, che offre la nota integrativa, risulta utile soprattutto per il lettore di bilancio che vuole indagare in profondità i profili di gestione della banca.

3.3.5 La relazione di gestione e altri documenti di bilancio.

Nel sistema complesso del bilancio bisogna menzionare la *relazione di gestione* che gli amministratori sono tenuti a redigere per far comprendere l'andamento e i risultati della gestione della banca e dell'insieme delle società eventualmente appartenenti ad un gruppo. La relazione sulla gestione permette di illustrare agli *stakeholders* esterni, varie informazioni sugli equilibri economici, quindi sui rischi ed elementi di incertezza che l'impresa è chiamata ad affrontare. La relazione sulla gestione è diversa rispetto agli altri documenti, dal momento che è un documento che deve descrivere e non misurare, quindi è prettamente di tipo qualitativo. I contenuti al suo interno vengono decisi in modo libero dalla banca, dal momento che non ci sono regole vigenti che disciplinano la relazione sulla gestione.

La prassi delle banche italiane ha fatto in modo che la relazione sulla gestione vada a segnalare i fatti più significativi che hanno caratterizzato l'esercizio a cui

³² Al riguardo, è di particolare importanza le informazioni sui diversi profili di rischio e sulle loro modalità di misurazione e gestione. R. RUOZI, *Economia della banca*, Egea, Milano, 2016, pag.351.

il bilancio si riferisce; sono aspetti che possono riguardare sia la banca stessa, sia lo scenario circostante e permettono, inoltre, di facilitare la lettura dei dati economici-patrimoniali contenuti nei documenti di sintesi³³.

Gli ulteriori documenti che sono previsti dalla circolare 262 della Banca d'Italia sono il rendiconto finanziario, il prospetto delle variazioni del patrimonio netto e il prospetto della redditività complessa.

Il *rendiconto finanziario*, anche se il codice civile ne ha reso obbligatoria la redazione per la generalità delle imprese solo a decorrere nell'esercizio del 2016, è un documento utilizzato nella prassi contabile italiana perché permette di rappresentare gli equilibri aziendali. Il rendiconto finanziario fornisce informazioni sulla capacità dell'impresa di generare disponibilità liquide. Utilizzando il documento in questione insieme agli altri prospetti di bilancio si permette, agli utilizzatori, di analizzare alcuni aspetti della struttura finanziaria, ma anche le sue condizioni di liquidità e solvibilità e la capacità di gestire i flussi finanziari in funzione dei mutamenti delle condizioni del contesto di riferimento. I principi contabili internazionali IAS/IFRS prevedono uno schema del rendiconto finanziario articolato in tre sezioni, e ciascuna di esse permette di illustrare la liquidità generale o assorbita da un'area specifica della gestione³⁴.

³³ R. RUOZI, *Economia della banca*, Egea, Milano, 2016, pag.352

³⁴ La banca di Italia dato che recepito lo schema del rendiconto finanziario secondo IAS/IFRS, ha adattato i contenuti operativi all'attività bancaria. Si veda: R. RUOZI, *Economia della banca*, Egea, Milano, 2016, pag.347 e seguenti.

Il *prospetto delle variazioni del patrimonio netto* ha la funzione di esaminare le variazioni, tra due date di chiusura di bilancio, del patrimonio netto di un'impresa. La Banca d'Italia adottando tale documento ha previsto delle voci al suo interno obbligatorie: capitale, sovrapprezzi di emissione, riserve, riserve da valutazioni, strumenti di capitale, azioni proprie, utile o perdita di esercizio³⁵. La lettura di questo documento permette di comprendere come la banca sia stata capace di generare ricchezza.

L'ultimo prospetto, la *redditività complessiva*, permette di sottolineare la redditività totale che viene prodotta dall'impresa andando ad esprimere le ulteriori variazioni di valore delle attività che sono state rilevate nel conto economico. Il lettore di bilancio potrà in questo modo rilevare la *performance* aziendale³⁶.

Nel bilancio di un'impresa l'importanza delle voci dell'attivo patrimoniale è in linea con l'attività che si svolge. Pertanto se si parla di un'impresa manifatturiera saranno le immobilizzazioni materiali a occupare nel bilancio un ruolo importante in relazione alla dimensione, per un'impresa commerciale, invece, si farà riferimento ai beni in magazzino. Nel caso delle banche, le voci che assumono un certo grado di importanza sono i crediti verso clientela, titoli di proprietà e le partecipazioni.

³⁵ Vicino ad ognuna di questa voce vengono inseriti i dati all'inizio dell'esercizio, i movimenti intervenuti nel corso dell'esercizio e i valori alla fine dell'esercizio.

³⁶ R. RUOZI, *Economia della banca*, Egea, Milano, 2016, pag.353

3.3.6 Il rapporto di Terzo Pilastro di Basilea

Ulteriore documento di cui tener conto nella valutazione, e che le banche³⁷ devono pubblicare, è «l'Informativa da parte degli Enti ai sensi del Regolamento (UE) n.575/2013»³⁸. Basilea 3 ha profondamente rivisto, oltre che alla denominazione, anche i contenuti del documento rivolto al mercato e cercando di far rispettare l'obbligo di informazione dei rischi degli enti che dovrà presentarsi meticolosa ed esauriente. Il *report* di Terzo pilastro si mostra essenziale per un analista esterno che decide di valutare una banca. Nell'ambito del Terzo Pilastro di Basilea 2 si definiscono le linee guida della comunicazione che permettono di avere una certa trasparenza rispetto a quella consentita nel bilancio.

Il rapporto di Terzo Pilastro può avere più frequenze, nel senso che si potrà avere un *report* trimestrale, semestrale e annuale. Si deve notare che le informazioni al suo interno possono risultare differenti per le diverse frequenze. Se si vuole un *report* molto più dettagliato e completo bisognerà scegliere il *report* annuale.

Con riferimento al rapporto annuale la struttura segue le regole del CCR. I contenuti, determinati dalle fonti normative, presentano una grande quantità di esposizione di dati: i *templates* e *tables*. Di conseguenza la struttura dei report delle varie banche si assomiglia anche se può variare negli aspetti qualitativi e descrittivi. In linea generale i *Templates* vengono utilizzati per le informazioni

³⁷ Si noti che precedentemente era denominato “Terzo Pilastro di Basilea 2-Informativa al pubblico”.

³⁸ In particolare è stato ridenominato a partire dal primo gennaio del 2014, da parte del CRR *The Capital Requirements Regulation*, ed è la normativa europea che recepisce le regole di Basilea 3.

quantitative quindi si attengono molto alle definizioni analiticamente prescritte. Le *Tables* riguardano l'informazione qualitativa e lasciano un po' di discrezionalità nella presentazione³⁹.

A tal punto, si può concludere, che la relazione del Terzo Pilastro permette all'analista esterno una valutazione molto più scrupolosa della situazione della banca in merito all'assetto di tutti i processi e delle politiche, fino alla struttura e alle singole componenti del capitale.

3.4 I criteri di valutazione di una banca e di un'operazione di M&A

Fino a questo momento si sono menzionati i documenti che l'analista esperto può utilizzare, ora si espongono le varie metodologie valutative di una banca e di un'operazione di acquisizione e fusione che di solito vengono utilizzate nella prassi.

La stima del valore delle banche viene compiuta attraverso l'impiego di un procedimento che ha gli stessi principi valevoli per la valutazione delle imprese industriali/commerciali. Criteri valutativi che presentano un valore assoluto non esistono nella realtà per valutare una banca, e come si è accennato in precedenza, bisogna scrutare e analizzare la banca oggetto della valutazione per applicare il metodo più adatto. Con riguardo alla scelta del modello da adottare per la valutazione si può scegliere tra:

³⁹ Per una maggiore descrizione del modello si veda M. RUTIGLIANO, *Il bilancio della banca e degli altri intermediari finanziari*, Egea, 2020, Milano pag.491

- 1) criteri fondati sui redditi;
- 2) criteri patrimoniali;
- 3) criteri finanziari;
- 4) criteri patrimoniali misti;
- 5) criteri comparativi di mercato.

Per ciò che concerne la valutazione del capitale economico delle banche la prassi prevede l'impiego dei metodi finanziari di derivazione anglosassone⁴⁰. La particolarità di cui è composto il processo produttivo delle banche si ripercuote sulle metodologie valutative. Infatti è difficile applicare dei criteri *standard* di valutazione, dal momento che tali criteri hanno la necessità di essere adattati per recepire nel modo migliore le informazioni e gli elementi della banca oggetto di analisi⁴¹. In tale prospettiva si possono notare delle differenze fra l'impresa bancaria e l'impresa commerciale/industriale. *In primis*, se consideriamo la banca nella sua configurazione tradizionale cioè di raccolta e impiego del risparmio, le passività finanziarie si presentano come materia prima che alimenta il processo produttivo della banca. Per tale motivo risulta difficile applicare un approccio volto alla stima dell'*entreprise* o *firm value*, cioè la stima del valore complessivo degli *asset* aziendali dal quale si va a sottrarre il debito per arrivare alla stima del

⁴⁰ Valutazioni di tipo patrimoniale con lo scopo di stimare attivi e passivi della banca al *fair value* sono richiamate in letteratura, ma avranno un maggior valor in una prospettiva liquidatoria. M. RUTIGLIANO, *La valutazione delle banche e degli altri intermediari finanziari*, Egea, Milano, 2018, pag.151

⁴¹ M. RUTIGLIANO, *La valutazione delle banche e degli altri intermediari finanziari*, Egea, Milano, 2018, pag.1

valore dell'*equity*. Per la precisione invece che utilizzare i FCF da attualizzare al costo medio ponderato del capitale, si preferisce utilizzare i flussi di pertinenza degli azionisti, quindi dividendi attesi o FCFE da attualizzare al costo dell'*equity* chiamato K_e ⁴².

Un'ulteriore differenza riscontrabile con le imprese commerciali/industriali è che le banche devono far riferimento ad una normativa rigorosa che ne limita l'operatività. Pertanto quando si procede a valutare la banca bisogna tener conto anche dei vincoli che sono presenti. Tra i vincoli da ricordare si fa riferimento al livello minimo di patrimonio previsto dall'autorità di vigilanza. Se il patrimonio dovesse presentarsi eccessivo rispetto ai criteri di vigilanza questo si andrebbe a ripercuotere, e a complicare, sulla valutazione.

Ora si espongono i principali metodi finanziari per la valutazione di una banca.

3.4.1 *Didividend Discounted Model*

Il *Dividend Discounted Model* (DDM) è un modello finanziario che viene utilizzato frequentemente nella prassi per la valutazione della banca. Permette di relazionare il valore della società con i dividendi attesi, con la crescita stimata e

⁴² La stima del *cost of equity* viene effettuata attraverso il CAMP (*Capital Asset Pricing Model*): $K_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$. Dove K_e è il costo dell'*equity* quindi il rendimento atteso sui mezzi propri, R_f è il rendimento privo di rischio atteso sugli investimenti, $R_m - R_f$ è il premio per il rischio richiesto dal mercato, invece β è il coefficiente del rischio sistematico non diversificabile dell'azienda complessiva. Per maggiore chiarezza si veda: M. RUTIGLIANO, *La valutazione delle banche e degli altri intermediari finanziari*, Egea, Milano, 2018, pag.203

con il costo dell'*equity*. Nel caso delle banche risulta preferibile ricorrere all'utilizzo del modello a due o più stadi che prevede un'analisi per più anni coerentemente con la pianificazione finanziaria della banca⁴³.

La formula generale del DDM ad uno stadio ipotizza la durata illimitata della società oggetto di valutazione e quindi della sua capacità di distribuire dividendi. Il valore dell'*equity* della banca che indichiamo con il simbolo **W** è pari alla somma del valore attuale dei dividendi attesi scontati in base al costo del capitale proprio cosiddetto *cost of equity* K_e :

$$W = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{DIV_t}{(1 + K_e)^t}$$

con DIV_t = dividendi attesi per l'anno t.

Ora si ipotizza che l'impresa possa prevedere un aumento della crescita costante dei dividendi, che si indica con il fattore g. Allora la formula, la possiamo scrivere in questo modo:

$$W = \frac{DIV_1}{K_e - g}$$

Tale formula può essere anche definita come formula di Gordon, e tutto il modello prendo il nome di modello di Gordon.

Per quanto concerne il modello a due stadi si parte dal presupposto che l'impresa sia interessata prima da una crescita elevata, ma straordinaria, secondo un fattore

⁴³ M. RUTIGLIANO, *La valutazione delle banche e degli altri intermediari finanziari*, Egea, Milano, 2018, pag. 155

g per n anni e poi da una crescita stabile all'infinito in base ad un fattore g_n . Il modello a due stadi ipotizza inoltre che il costo dell'equity K_e si deve distinguere in due valori $K_{e,hg}$ (high growth) e $K_{e,st}$ (crescita stabile). A questo punto, dopo le premesse, il valore W può essere espresso come la sommatoria del valore attuale dei dividendi nel periodo di crescita straordinaria e dunque in un periodo di previsione esplicita e il valore attuale dei dividendi che possono ottenere gli azionisti nel periodo di crescita stabile e che va oltre il periodo di previsione esplicito, che definisce la componente *Terminal Value* (TV)⁴⁴:

$$W_0 = \sum_{t=1}^n \frac{DIV_t}{(1 + K_{e,hg})^t} + \frac{DIV_{n+1}}{(K_{e,st} - g_n)(1 + K_{e,hg})^n}$$

il primo addendo della sommatoria può essere rappresentato anche in questo modo:

$$\frac{DIV_1 \left[1 - \frac{(1+g)^n}{(1+K_{e,hg})^n} \right]}{K_{e,hg} - g}$$

Si deve fare una precisazione, dal momento che nel modello ad unico stadio se si ipotizza che anche gli utili definiti con E crescano allo stesso tasso g, risulterà che: $E_{t+1} = E_t(1 + g)$

e inoltre: $DIV_1 = E_1 - g BV_0$, e più in generale $DIV_t = E_t - g BV_{t-1}$

con $BV = book\ value$

⁴⁴E. BAGNA, *Valutazione delle banche*, Egea, Milano, 2012, pag. 99

tutto questo permette di capire che il *book value* cresce allo stesso tasso g ; e se andiamo a sostituire a DIV_1 , sempre in questo modello, l'espressione $E_1 - g BV_0$, si ottiene la formula chiamata anche ROE/COE⁴⁵ o metodo WEV (*Warranted Equity Valuation method*):

$$W = BV_0 \frac{(ROE - g)}{(K_e - g)}$$

$$\text{con payout costante} = p = 1 - \frac{gBV_0}{E_1} = 1 - g/ROE$$

Tale formula permette di esprimere il valore della banca in funzione del ROE atteso e del valore del libro iniziale, mostrandosi coerente con il modello di crescita stabile dei dividendi, nell'ipotesi che i DIV, gli utili E , il *book value* BV e il *retained earnings* RE crescano secondo lo stesso fattore g .

Si nota, ancora, che isolando g , otteniamo che $g = ROE (1 - p)$, tale algoritmo ci permette di capire che il tasso di crescita dipende dalla redditività sull'*equity* e dal *payout*.

Impiegano l'approccio ROE/COE per la stima del *Terminal Value*, l'*equity value* nel modello a due stadi presenta questo algoritmo:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{(E_t - gBV_{t-1})}{(1 + K_{e,hg})^t} + \frac{BV_n}{(1 + K_{e,hg})^n} + \frac{ROE^* - g_{st}}{K_e - g_{st}}$$

dove: g_{st} è la crescita stabile.

⁴⁵ Per COE si intende *Cost of equity*

I modelli considerati (DDM puro e ROE/COE) prevedono l'obbligo di analizzare che ci sia armonia tra dividendi attesi, *payout* e crescita del patrimonio. Nella valutazione della banca tale armonia deve essere maggiore dal momento che, in tal caso, bisogna rispettare i livelli minimi del capitale previsti dall'autorità di vigilanza, i rischi e i requisiti patrimoniali.

Le valutazioni con il modello DDM prevedono di esplicitare il periodo, sia che si tratti del modello a uno stadio o del modello a due e più stadi. Tale periodo deve essere annoverato in modo meticoloso nel piano industriale.

In conclusione gli approcci riconducibili al modello presentano dei limiti, facilmente riscontrabili nel fatto che il calcolo dei flussi di dividendi parte dal presupposto che essi siano distribuiti agli azionisti. Tuttavia, può accadere, anche se si presenta come un caso molto più teorico che pratico, che se l'impresa bancaria presenta una politica dei dividendi nulla, la conseguenza è di avere l'*equity value* pari a zero⁴⁶. Un'ipotesi del genere andrebbe a danneggiare le banche che presentano una politica dei dividendi limitata, scelta voluta dall'azionista e/o sotto la pressione dell'autorità di vigilanza.

Da queste considerazioni finali, pertanto, si avverte la spinta verso un secondo modello di stima dell'*equity value*.

⁴⁶ M. RUTIGLIANO, *La valutazione delle banche e degli altri intermediari finanziari*, Egea, Milano, 2018, pag. 168

3.4.2 Il *Free Cash Flow to Equity model*

Un alternativo metodo per la valutazione di una banca consiste nel *Free Cash Flow To Equity Model*, che focalizza l'attenzione sui flussi di cassa disponibili per gli azionisti senza fare riferimento alla politica dei *payout*⁴⁷. È un metodo che risulta essere preferito per stimare il valore dell'*equity* per le imprese industriali commerciali e bancarie, ma di qualsiasi settore, dal momento che il DDM come abbiamo visto, pone l'attenzione nelle sue formule su quei flussi che sono influenzate da politiche di *payout*⁴⁸.

L'analisi rivolta alla stima dell'*equity value* della banca con il modello in questione ha spesso previsto di tener conto dei flussi distribuibili agli azionisti che dovranno presentarsi in armonia con i livelli minimi di capitale previsti dall'autorità di vigilanza. Il modello FCFE per le banche può essere rappresentato sinteticamente in tal modo, ed è diverso rispetto a quella usata per le imprese commerciali/industriali⁴⁹:

⁴⁷ M. RUTIGLIANO, *La valutazione delle banche e degli altri intermediari finanziari*, Egea, Milano, 2018 pag.168.

⁴⁸ Per la precisione potrebbe accadere che la stima del valore non è attendibile quando si ha a che fare con imprese che sono in una forte crescita e che, dunque, preferiscono reinvestire gli utili invece che distribuirli agli azionisti. Si veda M. RUTIGLIANO, *La valutazione delle banche e degli altri intermediari finanziari*, Egea, Milano, 2018pag. 169

⁴⁹ Qualora il FCFE model viene applicato alle imprese industriali/commerciali, i flussi di cassa vengono stimati per un periodo esplicito e sono generati dalla gestione e al netto delle variazioni degli investimenti in capitale circolante e in capitale fisso e al netto dei flussi dell'indebitamento: **FCFE=utile netto + ammortamento-investimenti netti in capitale in capitale circolante operativo-investimenti fissi netti + variazione attesa dell'indebitamento**

Si osservi che la difficoltà di applicazione del FCFE model per le imprese commerciali e industriali risulta abbastanza ardua, pertanto si preferisce orientarsi verso un approccio

FCFE= utile netto ± variazione programmata dei fondi propri (ex patrimonio di vigilanza)

I flussi di cassa distribuibili potranno prevedere sia flussi costanti nel tempo o flussi di crescita dell'attività e dei volumi.

Il FCFE *model* può prevedere la condizione di capitale in eccedenza o di *deficit*, delineato con tale formula:

$$W = \text{Excess/Defici Capital}_0 + \sum_{t=1}^n \frac{FT_t}{(1+K_e)^t} + \frac{TV}{(1+K_e)^n}$$

dove:

*Excess/Defici Capital*₀ = Surplus (addendo) o deficit (sottraendo) patrimoniale al momento della valutazione rispetto al requisito in termini di capitale regolamentare;

FT_t = saldo dei Flussi in entrata ed Uscita nell'anno t

N=numero di anni di previsione esplicita

K_e= costo dell'*equity*

TV=*terminal value*, stimato sulla base di un flusso distribuibile, valutato nel lungo periodo, eventualmente crescente secondo un fattore di crescente g.

L'*Excess* rappresenta la quantità di risorse patrimoniali assimilabili all'*equity* che la banca potrebbe distribuire subito agli azionisti e può essere considerata come una riserva di valore di cui tener conto nella valutazione di una banca. Da notare

asset side con l'obiettivo di stimare prima *l'enterprise value* e poi *l'equity value* sottraendo e sommando la posizione finanziaria positiva o negativa. Si veda: M. RUTIGLIANO, *La valutazione della banca e degli altri intermediari finanziari*, Egea, Milano, 2018 pag.169

che l'*Excess*⁵⁰ *capital* si presenta prontamente disponibile quindi non sente il bisogno di essere attualizzato.

Per calcolare il *Terminal Value* si devono considerare le variazioni di patrimonio che possono scaturire quando ci sono delle nuove operazioni⁵¹:

$$TV = E (1 - RR) / (K_e - g)$$

dove:

E= risultato netto normalizzato

RR= *retention ratio*⁵² coerente con il tasso di crescita.

Per applicare correttamente il modello si deve tenere presente che il computo del *Surplus/Deficit* iniziale di patrimonio va ad influenzare la stima dei flussi di cassa per il periodo esplicito di previsione, come pure il *terminal value*.

Ad esempio, se si ha un *surplus* del capitale regolamentare e si ipotizza di restituirlo agli azionisti, allora si avranno conseguenze negative che si ripercuotono sul flusso di cassa stimato; pertanto successivamente c'è la necessità di sostituire il capitale con debito e ci sarà una contrazione del margine di intermediazione. Se non viene effettuata tale operazione, c'è la possibilità di

⁵⁰ Una componente che può assumere sia valori positivi, ma anche negativi in tal caso di riferisce al *Deficit* patrimoniale della banca. In caso di *Deficit* rappresenta l'aumento di capitale che gli azionisti dovrebbero effettuare per consentire alla banca di poter continuare ad operare e costituisce un importo che deprime il valore dell'*equity value*.

⁵¹ M. RUTIGLIANO, *La valutazione delle banche e degli altri intermediari finanziari*, Egea, Milano, 2018, pag. 172

⁵² Indica la percentuale degli utili di una società che non vengono pagati in dividendi ma accreditati sugli utili distribuiti. È l'opposto del rapporto del pagamento dei dividendi, quindi anche chiamato tasso di mantenimento.

creare un duplice effetto dell'*equity value* di tale *surplus*, dunque verrà analizzato con segno positivo due volte, sia come *Excess capital* iniziale, sia come elemento del margine. Al contrario nel caso di *Deficit* di capitale iniziale regolamentare, se si ipotizza di immettere mezzi patrimoniali si mostreranno come effetti positivi sui flussi di cassi da distribuire e sul margine di intermediazione⁵³.

Se si confronta il modello FCFE con stima dell'*Excess/deficit capital* rispetto al DDM, però in versione semplificata, sembra che il modello FCFE faccia sperare in valutazioni più precise dal momento che il computo è più analitico; invece con il DDM, il calcolo dell'*equity* viene effettuato con poche variabili. Tuttavia il modello DDM si è un po' ispirato all'approccio *Excess Capital* e infatti lo si utilizza nella pratica professionale chiamandolo metodo *Dividend Discount Model* nella variante dell'*Excess capital*. Pertanto, per stimare l'*equity value* della banca, il DDM può presentare tale algoritmo, che parte dal modello a due stadi:

$$W = \text{Excess / Deficit Capital}_0 + \sum_{t=1}^n \frac{DIV_{(dist)t}}{(1+K_{e,h,g})^t} + \frac{DIV_{(dist)n+1}}{(K_{e,st}-g_n)(1+K_{e,h,g})^n}$$

$EC_0 =$ *surplus/deficit* patrimoniale al momento della valutazione rispetto al requisito regolamentare

$DIV_{dist} =$ dividendo distribuibile.

⁵³ M. RUTIGLIANO, *La valutazione delle banche e degli altri intermediari finanziari*, Egea, Milano, 2018, pag. 173

Osservando il secondo addendo dell'algoritmo esposto, si nota come esso non è nient'altro che il valore attuale del valore terminale calcolato quale valore di una rendita perpetua stimata sulla base di un flusso finanziario distribuibile «normalizzato», economicamente sostenibile e coerente con il tasso di crescita di lungo termine⁵⁴, appunto g_n . Il metodo del DDM ispirandosi al *FCFE model* permette di rivolgere l'attenzione nei confronti degli azionisti e sui *cash flow* distribuibili. Proprio per i motivi elencati esso è un metodo frequentemente utilizzato per la valutazione di una banca.

Il DDM adattato in tal modo si mostra simile al *FCFE model*; così simile che la stima dell'*equity* con i due modelli dovrebbe generare lo stesso risultato. Tuttavia i due modelli hanno delle differenze, dal momento che il *FCFE* richiede un'applicazione impegnativa e, invece, il DDM è un modello sintetico che si basa sui dividendi distribuibili. Ovviamente quando si andranno ad applicare i due modelli, si genererà un problema operativo, ossia il valore del risultato non coinciderà.

3.4.3 Il *Residual Income Model* (RIM) o modello *Excess Return*

Il *Residual Income Model*⁵⁵ permette di stimare l'*equity value* della banca come somma tra il Patrimonio netto contabile (*Book Value*) e il valore attuale degli *abnormal earnings* attesi, ossia il valore attuale degli utili attesi. Pertanto il

⁵⁴ M. RUTIGLIANO, *La valutazione delle banche e degli altri intermediari finanziari*, Egea, Milano, 2018, pag. 174

⁵⁵ Modello che è stato creato dagli autori Feltham e Ohlson.

valore di un'impresa con questo modello viene espressa in termini di risultati contabili correnti e attesi e non prevede la stima flussi di dividendi o dei FCFE; presentandosi utile per stimare il valore di quelle imprese dove risulta complicato stimare i dividendi o i *cash flow*.

Il modello a uno stadio viene rappresentato in questo modo:

$$W = BV_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(ROE - K_e)BV_{t-1}}{(1 + K_e)^t}$$

con:

$$TV = \frac{(ROE_{st} - K_{e,st})BV_n}{(K_{e,st} - g_{st})}$$

$K_{e,st}$ = *cost of equity* con crescita stabile.

ROE_{st} = *Return Of Equity* con crescita stabile

Dunque *l'equity value* secondo il modello *Excess Return* è pari alla somma del *book value* iniziale, del valore attuale dell'*Excess Return* che si prevede sarà accumulato nel periodo di previsione esplicita e del valore attuale del *Terminal Value* stimato in termini di *excess return* infinito.

Invece, il modello a due stadi presenta tale algoritmo:

$$W = BV_0 + \sum_{t=1}^n \frac{(ROE - K_e)BV_{t-1}}{(1 + K_e)^t} + \frac{(ROE_{st} - K_{e,st})BV_n}{(K_{e,st} - g)(1 + K_e)^n}$$

L'algoritmo a due stadi prende il nome anche di *Excess Return Valuation*. L'applicazione del modello a due stadi si presenta difficoltoso, perché implica che il valore del *Book Value* iniziale deve presentarsi affine al valore corrente delle attività al netto delle passività. Tuttavia, dal momento che le banche devono rispettare i principi contabili internazionali e ricordando la composizione dell'attivo bancario, è una condizione quasi utopica. Il modello Residual Income Model dipende anche dal *payout*, infatti ad un aumento dei *payout* corrisponde un minor *excess return*.

Anche in questo modello come nel DDM si va a trascurare un aspetto importante delle banche, ossia il rispetto dei vincoli del patrimonio imposta dall'autorità di vigilanza.

Per tenere conto dell'eventuale *excess/deficit capital* (EXC), se di importo significativo, viene proposto la seguente variante:

$$\text{Equity value} = \text{Excess (deficit) capital} + \text{Excess return valuation}$$

e in caso di capitale in dismisura, la stima della redditività attesa deve tenere conto di impieghi che sono caratterizzati da un rendimento al più misurati al *risk free rate*. Si propone quindi di stimare il ROE prospettico andando a depurare l'utile del rendimento del capitale eccedente, vale a dire:

$$\text{Adjusted ROE} = \frac{\text{Utile netto} - [\text{EXC} \cdot r_f \cdot (1 - t_r)]}{\text{Valore di libro} - \text{EXC}}$$

Tale aggiustamento si evidenzia poi nell'ipotesi di una restituzione del capitale in eccesso con monetizzazione degli *asset risk free*.

Osservando attentamente si giunge alla affermazione che il *Residual Income* è equivalente al DDM. Si può dimostrare se vale la relazione contabile conosciuta come *Clean Surplus Accounting*:

$$BV_t = BV_{t-1} + (E_t - DIV_t)$$

allora:

$$W = BV_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(ROE - K_e)BV_{t-1}}{(1 + K_e)^t} = W = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{DIV_t}{(1 + K_e)^t}$$

tale equazione esprime *l'equity value* in termini di patrimonio netto contabile e gli utili attesi, che hanno lo stesso contenuto informativo dei dividendi, i quali, a loro volta, sono implicitamente contenuti nelle previsioni degli analisti per ciò che concerne gli utili futuri. In sostanza, *il Residual Income Valuation Model* è una variazione del *Dividend Discounting Model*.

Si può concludere che si tratta di un modello spesso utilizzato nella prassi, fornendo dei risultati e delle valutazioni affidabili e razionali se, però, vengono espressi i valori al *fair value*. Ma dal momento che i bilanci non esprimono tutti i valori secondo questo criterio valutativo, un'alternativa consiste nell'andare a rettificare anteriormente gli attivi e passivi al *fair value*⁵⁶. Il modello in oggetto è utile in caso di determinazione del valore delle azioni se l'impresa non è quotata,

⁵⁶ M. RUTIGLIANO, *La valutazione delle banche e degli altri intermediari finanziari*, Egea, Milano, 2018, pagg.180-181

nel caso di recesso del socio, o per esempio nel caso di trasformazione in società per azioni di banche in forma di società cooperative/popolari.

3.4.4 La valutazione relativa: I multipli

La valutazione basata sui multipli di mercato stima il valore di un'attività sulla base dei prezzi registrati dal mercato, infatti il metodo dei multipli di borsa parte dal presupposto che i prezzi di mercato esprimano correttamente il valore dell'impresa.

A partire dalla formula di Gordon, che ricordiamo stima l'*equity value* con questo seguente algoritmo: $W = \frac{DIV_1}{K_e - g}$, derivano alcuni multipli che vengono

diffusamente usati nella prassi della valutazione delle banche. Infatti:

$$Price\ earnings\ (per\ share)\ ratio = \frac{P}{E_1} = p / (K_e - g)$$

Price to Book value (per share) ratio

$$= P / BV_0 = ROE \cdot p / (K_e - g) = (ROE - g) / (COE - g)$$

Si osservi che il prezzo è un dato, invece gli utili e il valore del libro sono influenzati dai principi della contabilità e dalle politiche di bilancio. In tale prospettiva gli utili e il valore del libro dovranno essere normalizzati con lo scopo di depurare il dato dalle conseguenze che nascono da eventuali operazioni straordinarie che possono colpire gli utili e il patrimonio netto.

Osservando il multiplo P/E, si nota una relazione diretta con il *payout* e con la crescita e, al contempo, una relazione indiretta con il *cost of equity*. Il multiplo

del valore del libro P/BV_0 presenta invece una relazione diretta con il ROE. Non esistono solo questi multipli per la valutazione di una banca, infatti si può citare anche il $P/Deposits$ che permette di stimare la quantità di denaro che deve detenere la banca nelle proprie riserve o anche il $P/Reddito\ operativo$, ma sono multipli che nella prassi vengono utilizzati molto meno frequentemente⁵⁷.

Con i multipli di mercato, si ha la possibilità di porre a confronto multipli di società con multipli di altre società che presentano lineamenti omogenei tra di loro.

Ma in questo modo non si va a stimare un valore dell'impresa, ma si ottiene una valutazione relativa dove si accerta se l'azione è sopravvalutata o sottovalutata rispetto alle quotazioni espresse da società comparabili.

Dai multipli di mercato si possono trarre delle relazioni che permettono di stimare *l'equity value*:

$$p = \frac{P}{E_1} \cdot (K_e - g); g = K_e - \frac{p}{P/E_1}; K_e = g + \frac{p}{P/E_1}; ROE = \frac{P}{BV_0} \cdot (K_e - g)/p$$

Tali relazioni permettono di evidenziare che nei multipli di mercato sono presenti delle connessioni relative al ROE, ai *payout*, alla crescita, alla *cost of equity*, che mettono le basi per poter capire se si è in presenza di una situazione di sopravvalutazione o sottovalutazione del prezzo delle azioni della società oggetto della valutazione.

⁵⁷ M. RUTIGLIANO, *La valutazione delle banche e degli altri intermediari finanziari*, Egea, Milano, 2018, pag.182

Per la valutazione relativa, effettuata tramite i multipli di borsa, sono suggerite alcune modifiche per tenere in considerazione *excess/deficit capital*. Nel caso del multiplo P/BV, il multiplo $(P/BV_0)^*$ della banca che sarà confrontata è pari:

$$(P/BV_0)^* = (P' - EC') / (BV_0' - EC')$$

dove :

P' = prezzo di mercato dell'azione

BV_0' = *book value per share*

EC' = *excess capital per share*

Ne consegue che il valore del prezzo di mercato dell'azione (P) della banca oggetto di valutazione è pari:

$$P = (P/BV_0)^* \cdot (BV_0 - EC) + EC$$

dove, per l'entità oggetto di valutazione:

P = valore stimato

BV_0 = *book value per share*

EC = *excess capital per share*

Il computo dei multipli tenendo conto *dell'excess capital*, risulta un metodo più accurato perché andrebbe a vantaggio di quella parte di *equity* ritenuta produttiva nella gestione della banca⁵⁸.

Come abbiamo esplicitato i multipli a disposizione dell'analista sono svariati, ma il metodo in oggetto risulta essere il più utilizzato anche per le valutazioni nell'ambito di operazioni di M&A, per aiutare a stimare la banca *target* o il rapporto di cambio in una prospettiva di *stand alone*.

3.4.5 L'analisi di regressione lineare

Il metodo dei multipli di borsa apparentemente semplicistico, presenta però delle insidie. Tra gli ostacoli da affrontare *in primis* si annovera la difficoltà da parte dell'analista di trovare il campione di riferimento, ossia il campione di banche che si presentano omogenee sotto alcuni aspetti; ma potrebbero sollevarsi dei rischi per quanto concerne l'affidabilità del metodo. Tuttavia possono essere attenuati tali rischi attraverso l'utilizzo *dell'analisi di regressione* tra i multipli espressi dalle banche del campione e degli indicatori che vengono considerati esplicativi per quei multipli scelti. L'utilizzo dell'analisi della regressione viene anche definita come *Equity Value Map*, che viene considerata come una particolare applicazione dei multipli di mercato e che risulta anche frequentemente utilizzata nella valutazione delle banche.

⁵⁸ Questo approccio ha le sue critiche e non sempre convince, per un maggiore comprensione si veda: M. RUTIGLIANO, *La valutazione delle banche e degli altri intermediari finanziari*, Egea, Milano, 2018, pag. 184

L'analisi di regressione lineare maggiormente utilizzata è quella con una sola variabile dipendente; essa consiste nell'identificare la retta interpolante della relazione tra un multiplo, ad esempio P/BV per azione, e un indicatore di redditività, come ad esempio il ROE, anche se quello utilizzato maggiormente per valutare le Banche è il ROATE, indicatore di redditività attesa. L'affidabilità dell'analisi dipende dal valore del coefficiente di determinazione R^2 ⁵⁹ che spiega il grado di correlazione statistica tra le variabili in oggetto. Attraverso la *value map* si analizzano le banche che si posizionano al di sotto o al di sopra della linea di regressione, alle quali verrà fornito un primo giudizio di sopravvalutazione o sottovalutazione⁶⁰

L'analisi di regressione è un'applicazione più sofisticata rispetto alla semplice implementazione di un multiplo di mercato. Prima di tutto permette delle valutazioni più affidabili, ma ciò non vuol dire che sia esente da limiti. In tale prospettiva l'analisi in questione prevede di dover individuare prima gli indicatori ritenuti in grado di spiegare nel modo migliore i diversi multipli, poi sulla base dei dati del campione si individuano le regressioni con i più elevati

⁵⁹ Il coefficiente di determinazione permette di misurare la bontà di adattamento, in altri termini permette misurare la quota di variazione congiunta delle due variabili. È dato dal rapporto della somma dei quadrati fratto la somma del totale dei quadrati: $R^2 = \frac{\sum_{i=1}^n (\hat{y}_i - \bar{y})^2}{\sum_{i=1}^n (y_i - \bar{y})^2}$. Per chiarimenti si veda SHELDON M. ROSS, *Introduzione alla statistica*, Maggioli Editore, Rimini.

⁶⁰ Per applicare l'*equity value map* ci sono alcuni passi da fare: 1) identificazione del campione delle banche quotate ritenute comparabili con quella oggetto di valutazione; 2) la stima quantitativa dei parametri della regressione lineare quindi il coefficiente angolare, l'intercetta, coefficiente di determinazione; 3) la stima dell'*equity value* della banca oggetto di valutazione sui parametri individuati al punto 2 e in prospettiva dei dati della banca.

indici di correlazione e poi stimano i multipli impliciti per la banca tenendo conto dell'analisi di regressione anziché dei dati medi o mediani dei multipli⁶¹.

La valutazione che viene effettuata attraverso i multipli e soprattutto l'utilizzo dell'analisi di regressione viene assiduamente utilizzata nella valutazione delle banche e anche nei processi di *Merger and Acquisition*.

3.4.6 Il metodo *Somma delle parti: SoTP*

Fin a questo punto si sono trattati i vari metodi utilizzati dagli analisti per la valutazione di una singola unità, singola banca. Se si sposta l'attenzione nella direzione di un gruppo bancario la valutazione risulta più problematica dal momento che il gruppo è diversificato ed è attivo su una pluralità di *business*. Si intuisce facilmente che sintetizzare in un unico valore parametri come il rischio, *cost of equity*, sviluppo e tenendo conto anche dei principi contabili vigenti, risulta difficoltoso. Un metodo che può aiutare in tal caso la valutazione di un gruppo bancario è il metodo cosiddetto **somma delle parti**.

Per comprendere questo metodo bisogna dapprima rammentare che in un gruppo bancario vi è la presenza di varie aree di operatività, come il *retail banking*, *corporate banking*, *investment banking*, e ognuna presenta una propria redditività, struttura dei flussi di cassa, rischi, assorbimenti patrimoniali. In tale prospettiva, dunque, bisogna andare a stimare il valore delle singole aree operative utilizzando la metodologia che si ritiene più opportuna. Procedendo in

⁶¹ M. RUTIGLIANO, *La valutazione delle banche e degli altri intermediari finanziari*, Egea, Milano, 2018, pagg.187-188

questo modo si giunge a stimare il valore di ogni singola componente⁶². Pertanto, il metodo della somma delle parti, appunto come definisce il nome, permette di sommare i valori assegnati ai singoli elementi per arrivare ad un valore unitario del gruppo bancario, ma tenendo conto anche degli eventuali costi di direzione generali e gli interessi di minoranza in società controllate.

3.4.7 Le valutazioni nelle operazioni di M&A: le acquisizioni

Rivolgendo l'attenzione ai processi di valutazione nelle operazioni di M&A nel caso specifico delle acquisizioni (le fusioni verranno trattate nel prossimo paragrafo), il procedimento in questione prevede di stabilire per i contraenti il prezzo massimo e il prezzo minimo che si è disposti a pagare o incassare. Tali prezzi vengono stabiliti sulla base della *creazione di valore* che genererà l'operazione di acquisizione. Nell'ottica dell'acquirente bisogna andar a stimare il valore della banca *target*, o se è un gruppo si stima il valore *ante* acquisizione e *post* acquisizione, con l'utilizzo dei metodi già precedentemente discussi. Teoricamente il valore *post* acquisizione è il prezzo massimo che si riconosce alla controparte per l'intero valore che si crea proprio in virtù del processo di acquisizione, ed è il risultato della somma del valore *ante* acquisizione della

⁶² L'analista esterno per stimare il valore delle determinate aree operative o dei singoli componenti dovrà avere a disposizione le informazioni di segmento, area di affari, *strategic business unit*. Alcune di queste informazioni sono rinvenibili all'interno dei bilanci bancari, utilizzando sia l'IFRS8 che con lo IAS 36. L'utilizzo di un piano industriale articolato a disposizione dell'analista esterno risulta importante per stimare in modo attendibile. Per una comprensione più accurata si veda M. RUTIGLIANO, *La valutazione delle banche e degli altri intermediari finanziari*, Egea, Milano, 2018, pag. 191

target o valore *stand alone*⁶³. Nella prospettiva del venditore, sarà suo compito procedere alla stima del valore *stand alone* della sua banca sulla base della pianificazione aziendale e delle proiezioni economico-finanziari e patrimoniali tenendo anche presente i benefici che scaturiranno per l'acquirente, in modo tale da riuscire ad arrivare ad un prezzo molto elevato.

Il procedimento per stimare il valore della banca *ante* e *post* acquisizione presenta delle numerose complessità che prevedono di essere dotati di un articolato piano industriale *post* acquisizione che va a racchiudere e a riassumere tutti gli aspetti economico-finanziari e patrimoniali di una entità che ancora non esiste. Dal momento che si presenta così laborioso, si preferisce utilizzare un procedimento alternativo che consiste nel tener distinte il valore *stand alone* e le altre componenti del valore. Tali componenti del valore permettono poi di giungere ad un valore della *target* che rappresenti il prezzo massimo teorico che l'acquirente sarà propenso a pagare. La creazione di valore per l'acquirente proveniente dall'acquisizione è riconducibile ad un insieme di benefici che si delineano come sinergie⁶⁴ di costo e di ricavo che saranno la conseguenza

⁶³ Il valore *stand alone* non si tratta di un valore oggettivo dal momento che le stime del venditore e dell'acquirente possono mostrarsi diverse. Il valore *stand alone* risente del comportamento di alcune scelte che si presentano soggettive. In breve il valore *stand alone* è quel valore che si può conferire ad un'impresa nelle sue attuali condizioni di gestione. Si veda: M. RUTIGLIANO, *La valutazione delle banche e degli altri intermediari finanziari*, Egea, Milano, 2018, pag.194

⁶⁴ La stima delle sinergie dovrebbe essere realizzata attraverso dei piani industriali meticolosi, ed essere abbastanza convincente dei benefici che possono sorgere dall'operazione di aggregazione. Nella pratica c'è la possibilità di confrontare le sinergie che sono derivate da operazioni di M&A passate. Si veda M. RUTIGLIANO, *La valutazione delle banche e degli altri intermediari finanziari*, Egea, Milano, 2018, pag. 197

dell'operazione stessa. Tra le altre componenti del valore bisogna poi rammentare anche un eventuale beneficio fiscale.

Le *sinergie di costo* riguardano, appunto, il minor costo che sia la banca *target*, sia l'acquirente, potranno beneficiare all'operazione di aggregazione di *governance* e di direzione delle due entità, delle reti commerciali e via dicendo. Per *sinergie di ricavo* si intendono i maggiori ricavi attesi, che andranno ad influire sia nella prospettiva della banca acquirente, sia nella banca *target*. Le sinergie di ricavo sono tra le più vaste e derivano dal modo in cui l'aggregazione riesce ad aumentare i flussi reddituali e finanziari. Infatti, con l'acquisizione si permette anche di beneficiare di una maggiore copertura territoriale. Tra le altre componenti del valore c'è il *beneficio fiscale* che dovrà essere stimato dall'acquirente. Tale beneficio fiscale è molto discusso dagli operatori, perché non sempre l'aggregazione genera un beneficio in termini fiscali. Per tale motivo, c'è la necessità di analizzare le caratteristiche delle banche oggetto dell'operazione di acquisizione per capire se esiste effettivamente il beneficio fiscale⁶⁵.

In conclusione, nella negoziazione del prezzo per l'operazione di acquisizione, l'acquirente prova a ottenere una quota elevata in virtù dell'acquisizione, mentre il venditore cercherà di trarre maggiori benefici possibili dalla creazione di valore. Ma durante la contrattazione bisogna tenere a mente anche la presenza di più acquirenti e di più banche *target* che potrebbero influenzare il prezzo di

⁶⁵ M. RUTIGLIANO, *La valutazione delle banche e degli altri intermediari finanziari*, Egea, Milano, 2018, pag. 196

compravendita. Inoltre si ritiene anche opportuno un confronto tra i vari scenari che potrebbero sorgere rispetto allo scenario base dell'acquisizione⁶⁶.

3.4.8 *Segue. Le valutazioni di M&A: le fusioni, il rapporto di cambio, il market Price Method e la Relative Contribution Analysis.*

Si pone l'attenzione sulle valutazioni delle fusioni e sulle metodologie che sono utilizzate nella pratica. La valutazione delle fusioni, qualsiasi tipologia essa sia, conduce, al termine del processo, alla determinazione del *rapporto di cambio*.

In particolare con le fusioni per incorporazione si valutano singolarmente le banche che sono oggetto dell'operazione. Tuttavia nel caso in cui l'incorporante controlli, prima dell'operazione di fusione, l'incorporanda al 100%, non ci sarà un aumento del proprio capitale attraverso l'emissione di nuove azioni, ma semplicemente si annullano le partecipazioni totalitarie detenute nell'incorporata e si iscrivono i suoi attivi e i passivi nel rispetto dei principi contabili, e in tal caso non si manifesta nessun rapporto di cambio⁶⁷.

Quando siamo di fronte ad un'operazione di fusione per incorporazione, il rapporto di cambio dovrà dapprima rispettare questa uguaglianza:

$$W_{\beta}/W_{\alpha} = NAN_{\alpha}/NAV_{\alpha}$$

dove:

⁶⁶ M. RUTIGLIANO, *La valutazione delle banche e degli altri intermediari finanziari*, Egea, Milano, 2018, pag.198

⁶⁷ M. RUTIGLIANO, *La valutazione delle banche e degli altri intermediari finanziari*, Egea, Milano, 2018, pag.200

$W_\beta = \text{equity value}$ dell'incorporanda

$W_\alpha = \text{equity value}$ dell'incorporante prima della fusione

NAN_α = rappresenta il Numero di Azioni di Nuova emissione dell'incorporante da assegnare ai soci dell'incorporanda, dove le azioni quest'ultima, che aveva emesso in precedenza, saranno annullate (NAV_β)

NAV_α = rappresenta il Numero delle Azioni Vecchie emesse dall'incorporante.

Il rapporto di cambio sarà dato dal rapporto tra il valore dell'azione dell'incorporanda e il valore dell'azione incorporante ante fusione⁶⁸:

$$RC = NAV_\alpha / NAV_\beta$$

ma che si può scrivere anche con questa formula:

$$RC = (W_\beta / W_\alpha \cdot NAV_\alpha) / NAV_\beta$$

quindi:

$$(W_\beta / NAV_\beta) / (W_\alpha NAV_\alpha)$$

Se si dovesse avere il caso in cui la banca incorporante possiede già una partecipazione nell'incorporanda, che poniamo uguale ad una percentuale «s», allora il numero delle azioni di nuova emissione possono essere scritte in questo modo: $NAN_\alpha(1 - s)$; invece il numero di azioni vecchie che ha emesso l'incorporanda verso altri soggetti estranei si presentano con tale connotazione

⁶⁸ Si veda: M. RUTIGLIANO, *La valutazione delle banche e degli altri intermediari finanziari*, Egea, Milano, 2018, pag.200-201

$NAV_{\beta}(1-s)$. Il rapporto di cambio, in tale prospettiva si presenta con l'uguaglianza sotto esposta, che prevede il rapporto fra il valore dell'azione dell'incorporanda e il valore dell'azione dell'incorporante⁶⁹:

$$\frac{NAN_{\alpha}(1-s)}{NAV_{\beta}(1-s)} = NAN_{\alpha}/NAV_{\beta}$$

Fin a tale momento si è trattata la valutazione della fusione per incorporazione, ma è necessario ricordare che ci sono altre tipologie di fusione come la *fusione propria*, che prevede la costituzione di una nuova entità. In questo ultimo caso il rapporto di cambio prevede sempre un'uguaglianza che parte dal valore dell'*equity* delle banche oggetto dell'operazione. In sostanza:

$$\frac{W_{\beta}}{W_{\alpha}} = \frac{NAN_{\beta}}{NAN_{\alpha}}$$

dove:

W_{β} =*equity value* della società β

W_{α} =*equity value* della società α

NAN_{β} =numero azioni della nuova società da assegnare ai soci della società β
(con annullamento di NAV_{β})

NAN_{α} =numero azioni della nuova società da assegnare ai soci della società α
(con annullamento di NAV_{β})

⁶⁹ M. RUTIGLIANO, *La valutazione delle banche e degli altri intermediari finanziari*, Egea, Milano, 2018, pag. 199

se si sommano il numero delle azioni di nuova emissione, si ha: $NAN_{\alpha} + NAN_{\beta} = TAN$. Dove TAN sarebbe il numero totale delle azioni che saranno emesse dalla società di nuova costituzione⁷⁰.

I soci della società α parteciperanno quindi alla nuova società con una percentuale pari a NAN_{α}/TAN

I soci della società β parteciperanno alla nuova società con una percentuale pari a NAN_{β}/TAN .

I rapporti di cambio tra azioni nuove e azioni annullate saranno quindi $NAN_{\alpha}/NAV_{\alpha}$ per i soci della società α , e NAN_{β}/NAV_{β} per i soci della società β .

Tra le tipologie di fusione analizzate il rapporto di cambio parte per entrambe dal valore *stand alone* delle singole banche oggetto dell'operazione di fusione, che però, non considera gli eventuali benefici che possono scaturire dall'implementazione dell'operazione.

Il rapporto di cambio, viene deciso nell'assemblea degli azionisti e deve ricomprendere anche gli interessi degli azionisti delle singole banche, i loro punti di forza, i benefici e via dicendo. Dunque il calcolo del valore *stand alone* non è dato da un'operazione meccanica attraverso l'applicazione di una formula, ma dovrà tener conto dei vari interessi, benefici ed elementi delle banche o dei gruppi bancari oggetto della fusione.

⁷⁰ M. RUTIGLIANO, *La valutazione delle banche e degli altri intermediari finanziari*, Egea, Milano, 2018, pag.201

Un ulteriore metodo che abitualmente viene usato dalla prassi nel caso di fusione tra società, ma anche per la valutazione di fusione bancarie, che presentano azioni quotate in mercati regolamentati è il *Market Price Method*. Tale metodo consiste nel confrontare il rapporto di cambio stimato con i valori espressi anteriormente dalle quotazioni dei titoli. Si utilizzano i *rapporti di cambio medi* che rappresentano un punto di equilibrio tra la volatilità giornaliera dei titoli azionari e l'utilizzo dei dati attuali che fanno riferimento ai valori di mercato delle società oggetto di valutazione⁷¹. Il *Market Price Method* viene utilizzato per le società/banche che mostrano un'elevata capitalizzazione e un flottante ampio e diffuso.

Un'ulteriore metodologia valutativa inerente alle fusioni è la *Relative Contribution Analysis* che analizza l'intervallo dei rapporti di cambio andando a ravvisare il valore della società *post* fusione con l'utilizzo di alcuni indicatori. Il metodo consiste nel raffrontare gli indicatori⁷² più rilevanti per le banche o per il gruppo oggetto della fusione, ossia aggregati economici, patrimoniali, profili strutturali ecc. La *Relative Contribution Analysis* prevede il calcolo di rapporti che rivelano l'intervento di ogni banca che partecipa alla fusione. In sostanza si devono tener conto del numero dei titoli azionari emessi dalle banche ad una

⁷¹ M. RUTIGLIANO, *La valutazione delle banche e degli altri intermediari finanziari*, Egea, Milano, 2018, pag.200

⁷²L'accettabilità dei risultati derivanti dalla *Relative Contribution Analysis Method* nasce dall'individuare gli indicatori che si presentano capaci di riflettere le caratteristiche delle banche o dei gruppi oggetto dell'operazione di fusione.

certa data per poter raggiungere la stima dell'intervallo di rapporti di cambio in grado di fornire una valenza dei risultati dai metodi valutativi utilizzati.

CAPITOLO VI

CASO STUDIO: LA FUSIONE TRA BANCA POPOLARE DI MILANO E BANCO POPOLARE

4.1 Osservazioni iniziali

Nei precedenti capitoli si è esaminato come le operazioni di *Merger & Acquisition* nel settore bancario, nonostante la crisi dei mutui *subprime* abbia diminuito il numero delle operazioni, non si siano mai fermate. La panoramica fornita nel secondo capitolo riguardante le determinanti che spingono gli intermediari creditizi verso l'implementazione delle operazioni di acquisizione e fusione e, inoltre, l'attenzione prestata nel terzo capitolo sui vari criteri utilizzati nella prassi per la valutazione di una banca ma ancor di più nel caso di valutazioni di operazioni di acquisizione e fusione, permette di esaminare un caso concreto di fusione bancaria, soprattutto osservando come nella pratica siano applicati i criteri di valutazione di una fusione.

Il caso pratico che si analizza è la fusione cosiddetta *propria* avvenuta tra *Banca Popolare di Milano S.C. A R.L.* e *Banco Popolare – Società Cooperativa*, che ha dato vita ad una nuova entità definita **Banco BPM** sotto la forma di **Società Per Azioni**. Si procederà dapprima andando ad analizzare gli *ex* Gruppi Bancari *ante* fusione, poi ci si focalizzerà sulla struttura dell'operazione di fusione e sulle motivazioni sottostanti che hanno spinto verso tale integrazione, ed infine si osserveranno i criteri valutativi utilizzati.

4.2 Società partecipanti alla Fusione: la storia della Banca Popolare di Milano e del Banco Popolare *ante* fusione

Le società che hanno partecipato alla fusione cosiddetta «*propria*» sono Banca Popolare di Milano e Banco Popolare. Esse hanno istituito e approvato il progetto di fusione che si attua attraverso la costituzione di una nuova società bancaria con la denominazione **Banco BPM**. La nuova società bancaria prevede la forma di Società Per Azioni andando a svolgere le funzioni proprie di banca e di *holding* di Capogruppo. Pertanto essendo la capogruppo essa svolgerà funzioni di governo, di controllo e coordinamento sulle società partecipanti al Gruppo della fusione¹.

Dopo tale premessa si sente l'esigenza di descrivere brevemente le due banche *ante* fusione, quindi la loro storia e l'attività svolta.

4.2.1 Banca Popolare di Milano prima della fusione: attività

La Banca popolare di Milano è nata nella seconda metà dell'800, per la precisione venne istituita il 23 gennaio 1866 e riscosse immediatamente successo nel capoluogo lombardo. I soci fondatori della banca volevano creare una cooperativa di credito capace di assicurare ai propri soci una sostenibilità e una competitività spinta dalla crescita che l'alta borghesia dell'epoca stava sviluppando e anche grazie al progresso industriale che ha caratterizzato la fine dell'Ottocento. La crescita economica ha contribuito a trasformare il tessuto

¹ Si veda: “*Progetto di Fusione tra Banco Popolare-Società Cooperativa e Banca Popolare di Milano s.c. a r.l. mediante costituzione di una nuova società bancaria*”, 24 maggio 2016, pag. 2.

bancario dal momento che c'è stata una forte crescita degli istituti popolari. In questo clima così favorevole, la Banca Popolare di Milano incominciò a maturare l'idea di aprire nuove filiali sul territorio lombardo, ma tutto ciò divenne realtà solo trent'anni dopo sollecitato dall'ispirazione degli altri istituti di credito popolari che iniziavano ad ampliare la loro presenza territoriale.

L'ondata positiva e la crescita della banca popolare fino a questo momento fu messa in discussione, dapprima con la prima guerra mondiale, poi con la crisi del '29 e poi di nuovo con la seconda guerra mondiale. Tuttavia, nonostante i periodi bui, negli anni '50 la situazione ritornò favorevole. In tale prospettiva, infatti, ci furono le prime aperture delle filiali fuori regione, tra le quali si ricorda la prima acquisizione con Banca Popolare di Roma. Il vento favorevole della metà degli anni '50 ha permesso di accrescere la clientela e inoltre, la Banca Popolare di Milano, per evitare le limitazioni imposte dalla Banca di Italia per le aperture di nuove filiali, aveva intuito che l'unico modo per poter accrescere il numero di clientela ed espandersi sul territorio italiano era attraverso le implementazioni di fusioni e/o accordi collaborativi².

Dopo questo *excursus* storico si può affermare che prima della fusione, la Banca Popolare di Milano si presentava come l'ottavo gruppo bancario in Italia per capitalizzazione.

² Per sapere di più della storia si veda: M. A. ROMANI, *La banca dei milanesi. La storia di Banca Popolare di Milano*, Laterza, Roma, 2005.

La BPM adottava il modello di amministrazione e controllo «*dualistico*», che prevedeva la presenza di un Consiglio di Sorveglianza e di un Consiglio di Gestione.

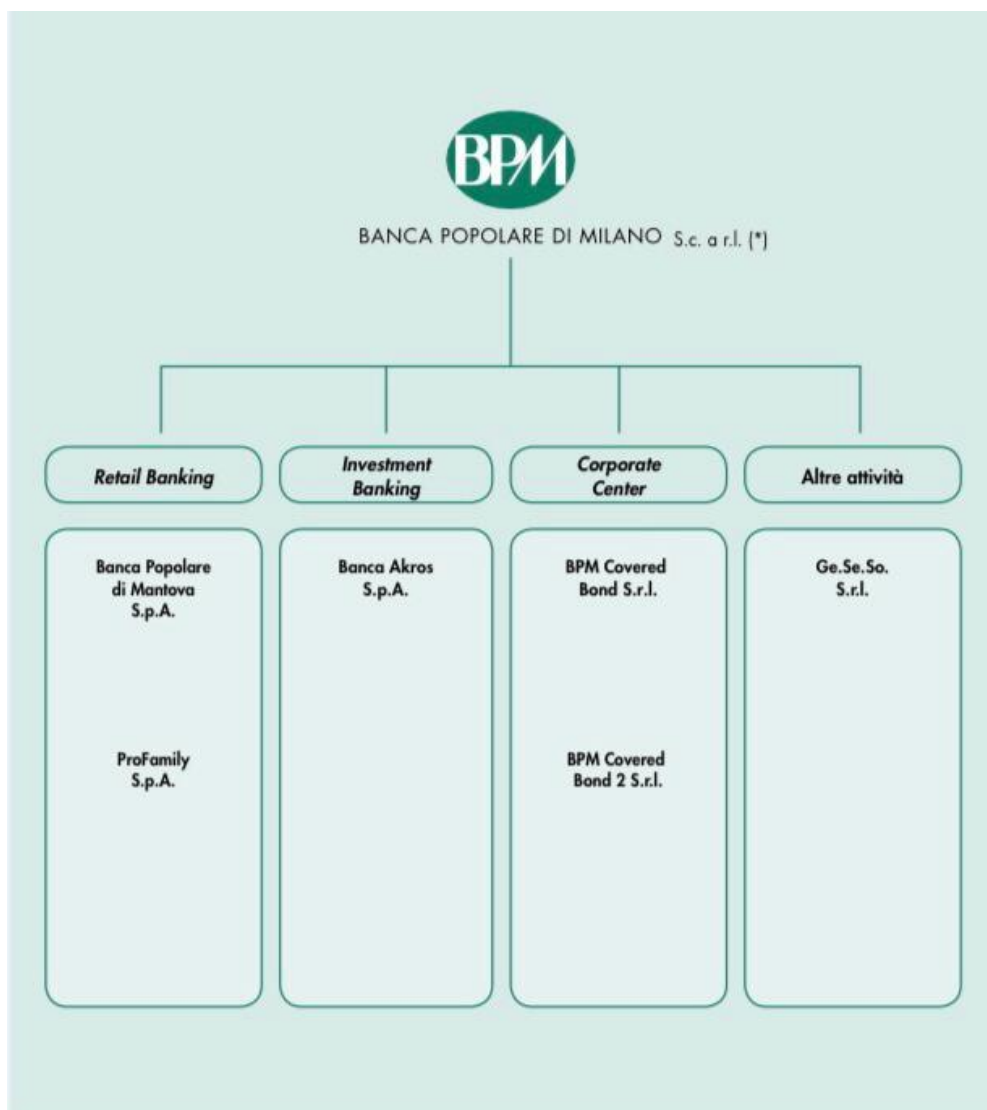
Il gruppo BPM si mostra polifunzionale, attivo in tutti i comparti dell'intermediazione creditizia e finanziaria, e concentrato soprattutto sulla clientela privata e sulle imprese di piccole e medie dimensioni. Svolgendo attività di raccolta del risparmio e di erogazione del credito ma anche prestazioni di servizi di investimento. L'attività del gruppo si articolava³ in:

- *il retail banking*: è un'area che offre servizi alla clientela privata e alle piccole medie imprese mediante la rete degli sportelli di BPM e Banca Popolare di Mantova. In questo comparto rientrano quelle aziende che presentano un fatturato inferiore a 15 milioni di euro;
- *l'investment banking*: si tratta di un'area che ha ad oggetto l'attività di gestione del portafoglio titoli di proprietà e di intermediazione mobiliare, in titoli e cambi in conto proprio e tesoreria;
- *il corporate center*: è quell'area che riguarda attività residuali e attività strumentali al funzionamento del Gruppo fungendo da raccoglitore di partecipazioni, delle passività subordinate e di tutte le altre attività/passività non allocate ai precedenti settori di attività;

³ Informazioni estrapolate da: “*Relazione illustrativa del Consiglio di Gestione di Banca Popolare di Milano s.c. a r. l sul Progetto di Fusione tra Banco Popolare-Società Cooperativa e Banca Popolare di Milano s.c. a r.l. mediante costituzione di una nuova società bancaria*”, 24 maggio 2016, pag. 14 e seguenti.

- *il corporate banking*: si tratta dell'offerta di servizi bancari, finanziari e di credito rivolti alle imprese rientranti nei segmenti di clientela con fatturato diverso; pertanto imprese con un fatturato di oltre 250 milioni definite *large corporate*, imprese con fatturato compreso tra 50 e 250 milioni cosiddette *upper corporate*, ed infine imprese con un fatturato compreso tra euro 15 e 50 milioni, le *middle corporate*;

BPM è la società capogruppo del Gruppo BPM quindi, oltre all'attività tipicamente bancaria, svolge funzioni di indirizzo, governo e controllo sulle società controllate emanando delle disposizioni alle componenti del Gruppo.



**Banca Popolare di Milano si mostra segmentata sui settori di attività Retail Banking, Investment Banking, Corporate Center e Corporate Banking; le altre attività sono indicate in tabella in base alla prevalente attività.*

FONTE: Relazione Finanziaria annuale, Esercizio 2016, pag. 20.

4.2.2 Banco Popolare-Società Cooperativa: attività

Nel progetto di fusione cosiddetta propria che prevede la nascita di una nuova società bancaria, l'altra società partecipante è **Banca Popolare – Società Cooperativa**. Si può osservare che quest'ultima, a differenza di BPM, ha avuto

una vita molto breve, dal momento che Banco Popolare è nata dalla fusione tra Banco Popolare di Verona e Novara e la Banca Popolare Italiana il 1° luglio del 2007. Nel 2011 la struttura del Gruppo è stata semplificata in seguito alla fusione per incorporazione nel Banco Popolare della Banca Popolare di Novara S.p.A, della banca popolare di Lodi S.p.A. e della cassa di Risparmio di Lucca Pisa Livorno S.p.A. Da ultimo sono stati incorporati nella capogruppo Banco Popolare il Credito Bergamasco, nel 2014 e l'anno seguente Banca Italease S.p.A.

Banco Popolare ha operato nella forma di società cooperativa e si presentava come la Capogruppo del Gruppo bancario Banco Popolare, esercitando l'azione di direzione e coordinamento in conformità dell'art. 61 del Testo Unico Bancario e nel rispetto della normativa dettata dall'Autorità di Vigilanza. Il Gruppo si è posizionato tra i principali gruppi bancari italiani con circa 1700 sportelli, oltre 106000 soci e più di 17000 dipendenti e conta 2,7 milioni di clienti⁴.

Il Banco Popolare adottava il modello di amministrazione e controllo cosiddetto «*tradizionale*», che prevede la presenza di un Consiglio di Amministrazione e Collegio Sindacale⁵. Ha svolto la sua attività in tutti i settori bancari e finanziari nelle varie forme come *private e investment banking, merchant banking, asset management, leasing, bancassicurazione*, credito al consumo, sia nei confronti dei suoi soci e sia di terzi, avendo un'attenzione particolare alle famiglie, alle piccole e medie imprese e alle cooperative. Osservando il Gruppo bancario

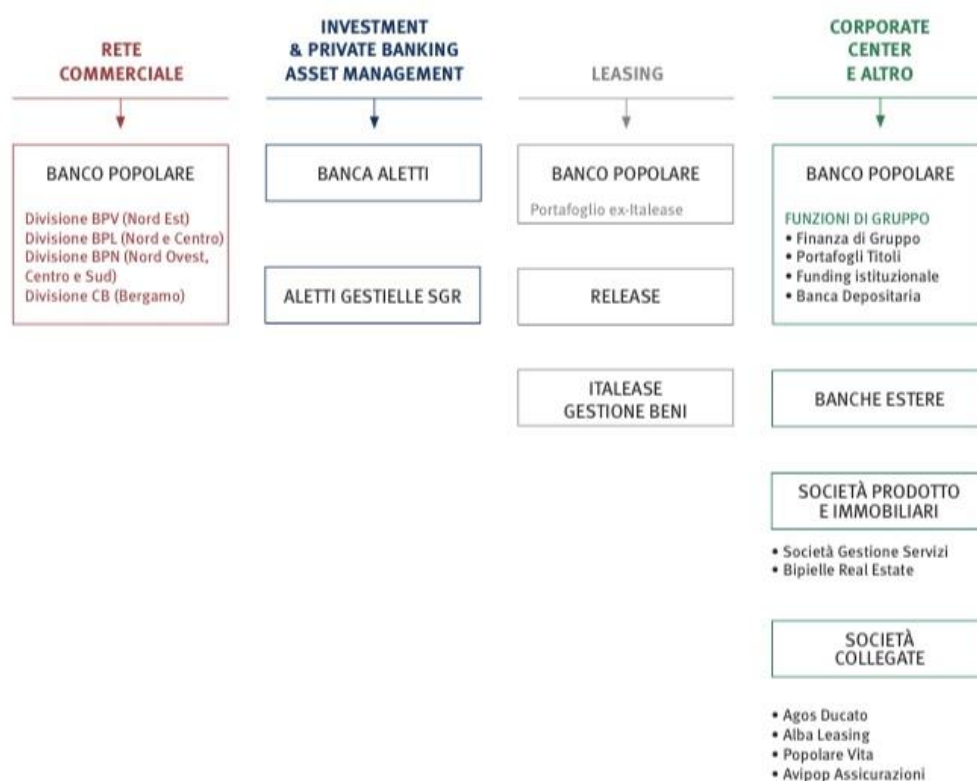
⁴ Si veda: *Bilancio Sociale, Banco Popolare Esercizio 2016*, pag. 20

⁵ Come viene sancito dall'art. 2380-*bis* e seguenti del codice civile.

Banco Popolare si nota che la sua attività era articolata in: *divisioni territoriali*⁶, le banche, gli uffici di rappresentanza e i canali a distanza. La banca inoltre prevedeva delle suddivisioni in alcune fasce sia dei clienti *privati* sia dei clienti *imprese*. Per quanto concerne la clientela «*privati*» Banco Popolare prevedeva una suddivisione di diverse fasce in base al loro patrimonio, ossia: «*universali*» con clienti con un patrimonio inferiore a 100.000, «*affluent*» con un patrimonio superiore a 100.000 e i «*piccoli operatori economici*» con un fatturato fino a 250.000. Invece, per i clienti *imprese* si prevedeva una suddivisione in base al fatturato, quindi «*Piccole imprese*» con un fatturato compreso tra 250.000 fino a 5 milioni, «*Medie imprese*» con un fatturato che supera i 5 milioni e inferiore a 350 milioni ed infine le «*Grandi Imprese*» con un fatturato superiore a 350 milioni.

⁶ Banco Popolare oltre alle funzioni di Capogruppo aveva anche il ruolo di svolgere attività creditizia e della distribuzione di prodotti finanziari articolata in quattro divisioni territoriali che corrispondono alle tradizionali aree storiche di presenza e di riferimento per le comunità locali, in “*Relazione illustrativa del Consiglio di Gestione di Banca Popolare di Milano s.c. a r. l. sul Progetto di Fusione tra Banco Popolare-Società Cooperativa e Banca Popolare di Milano s.c. a r.l. mediante costituzione di una nuova società bancaria*”, 24 maggio 2016, pag. 23.

STRUTTURA DEL GRUPPO: BUSINESS LINE



FONTE: Relazione Finanziaria annuale Esercizio 2015, Banco Popolare, pag. 15

4.3 La nuova società bancaria: Banco BPM S.p.A.

4.3.1 La struttura dell'operazione di fusione

Dopo aver dato una visione d'insieme delle società bancarie Banca Popolare di Milano e Banco Popolare, si può ora andare ad evidenziare come entrambe siano

riuscite a siglare il Protocollo d'Intesa e poi ad approvare il Progetto di Fusione⁷ il 24 maggio 2016, permettendo così la nascita di una nuova società bancaria denominata Banco BPM in forma di Società per Azioni. La nuova società Capogruppo svolge funzioni di controllo e coordinamento sulle società controllate. Il Banco BPM presenta due *headquarters*, uno a Milano e uno a Verona.

Ogni tipo di rapporto anteriore alla fusione, anche di natura processuale, continua con la nascita della nuova società bancaria e, inoltre, nel rispetto dell'art. 2504-*bis* del codice civile, la fusione prevede l'accollo di tutti i diritti e obblighi, che detenevano le società *ante* fusione, in capo alla Nuova Capogruppo Banco BPM.

Le azioni di Banco BPM sono quotate in un mercato regolamentato, ossia sul *Mercato Telematico Azionario* organizzato da Borsa Italia S.p.A. e le azioni che venivano emesse dalle banche *ante* fusione sono state annullate.

La *corporate governance* o governo d'impresa del Gruppo Banco BPM impiega un sistema di amministrazione e controllo *tradizionale*, quindi formato da un Consiglio di Amministrazione e un Collegio Sindacale⁸.

L'operazione di aggregazione ha permesso la creazione del terzo gruppo bancario italiano presentandosi in una posizione di *leadership* soprattutto nelle aree più

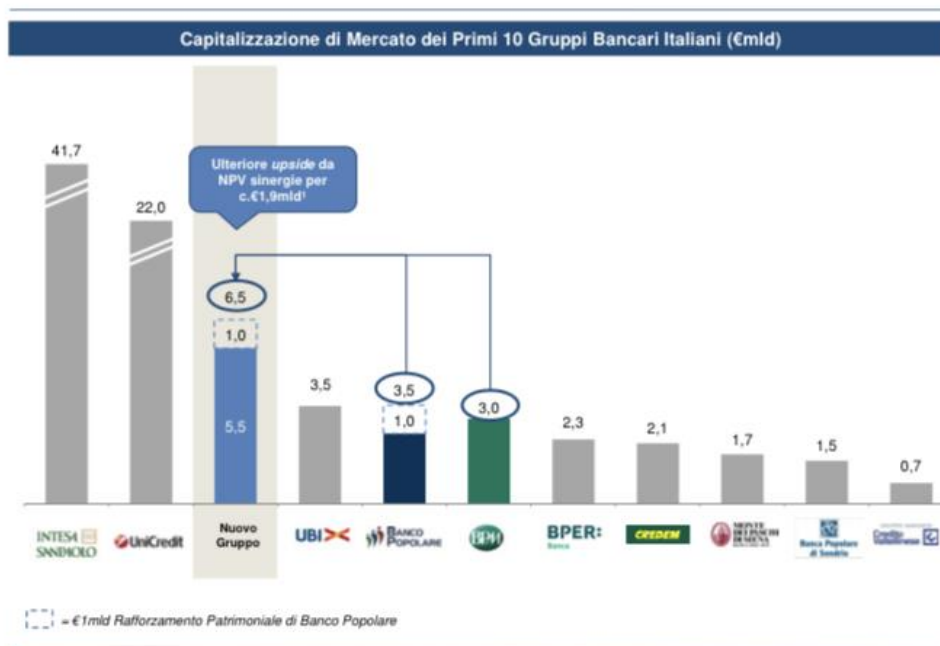
⁷ Il protocollo di Intesa e il Progetto di Fusione hanno avuto il bisogno di alcune autorizzazioni e/o nulla osta da parte delle competenti Autorità di Vigilanza e Regolamentari, ossia le autorizzazioni da parte Autorità di Vigilanza, Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato e CONSOB e Borsa Italiana S.p.A.

⁸ Si veda: “*Progetto di Fusione tra Banco Popolare-Società Cooperativa e Banca Popolare di Milano s.c. a r.l. mediante costituzione di una nuova società bancaria*”, 24 maggio 2016.

ricche, come in Lombardia, Veneto e Piemonte. L'operazione si mostra come una vicenda considerevole per il mercato bancario italiano ma anche per il sistema economico italiano, dal momento che si presenta come l'operazione di aggregazione più importante avvenuta negli ultimi anni nel Paese e la prima fusione dopo l'entrata in vigore della riforma sulle banche popolari del 2015. Il nuovo gruppo vanta l'accesso a oltre 4 milioni di clienti e un posizionamento di eccellenza in aree di *business* a elevata crescita e redditività tra cui *Asset Management, Private Banking, Corporate & Investment Banking*⁹.

⁹ “*Relazione illustrativa del Consiglio di Gestione di Banca Popolare di Milano s.c. a r.l. sul Progetto di Fusione tra Banco Popolare-Società Cooperativa e Banca Popolare di Milano s.c. a r.l. mediante costituzione di una nuova società bancaria*”, 24 maggio 2016, pag.10.

Terzo Gruppo Bancario Italiano



Fonte: FactSet. Capitalizzazione di mercato calcolata come numero di azioni (al netto delle azioni proprie= moltiplicato per prezzo di chiusura al 18 marzo 2016¹⁰).

1. Al netto degli oneri di integrazione

4.3.2 Le principali motivazioni che hanno stimolato l'implementazione dell'operazione

L'operazione di Fusione c.d. *propria* che ha permesso la nascita del terzo gruppo bancario domestico, ha avuto una spinta da vari fattori, riassumibili in quanto segue:

- rafforzamento competitivo;
- solida posizione patrimoniale;

¹⁰ Si fa riferimento a: https://gruppo.bancobpm.it/media/storico-documenti-ante-fusione/BP-%20BPM-%20Presentazione%20Analisti_vITA_v558c83.pdf

- ottime sinergie;
- miglioramento dei prodotti e ottimizzazioni delle capacità commerciali;
- livello di copertura dei crediti dubbi in linea con la *best practice* del mercato italiano.

Il rafforzamento competitivo ha avuto una spinta considerevole in virtù della globalizzazione, della liberalizzazione dei mercati finanziari, dell'armonizzazione delle regole; questi sono tutti elementi che rendono necessaria l'individuazione di strategie per mantenere e acquisire, appunto, una competitività maggiore.

Come spiegato poc'anzi l'aggregazione delle banche Banco Popolare e BPM ha permesso la creazione del terzo gruppo bancario domestico ed è proprio per tale motivo che lo stesso è stato dotato di un rafforzamento patrimoniale adeguato al ruolo che copre. Tale rafforzamento è una condizione che è stata richiesta dalla Banca Centrale Europea in sede di valutazione preliminare dell'operazione, in virtù proprio del ruolo che il nuovo Gruppo bancario andrà a svolgere nel settore bancario italiano. Il rafforzamento patrimoniale è un aspetto fondamentale e dunque, dovendosi presentare conforme alla *best practice* europea e italiana, è stato stanziato un aumento di capitale pari a un miliardo di euro. Quest'ultimo è stato approvato dall'assemblea straordinaria dei soci di Banco Popolare¹¹,

¹¹ Nello stesso momento che si stava procedendo alla stesura del Progetto di Fusione, Banco Popolare ha sottoscritto con Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A. e Bank of America Merrill Lynch un contratto di sottoscrizione, definito come *pre-*

concludendosi il 1° luglio 2016 con la sottoscrizione di 996.343.990,56 euro e l'emissione di 465.581.304 azioni Banco Popolare.

Tra le ulteriori motivazioni che hanno spinto le banche verso tale aggregazione vi sono le sinergie che permettono di ottenere una rilevante creazione di valore. L'operazione di aggregazione ha permesso di creare valore tramite delle sinergie di costo e di ricavo, dovute sia alla complementarità geografica delle banche oggetto di aggregazione, sia dalla natura domestica della stessa.

Per quanto concerne le sinergie di costo esse sono state ipotizzate di 320 milioni, divise in 14 milioni per la riduzione del personale, 110 milioni attese sui risparmi operativi provenienti dall'aver ridotto le duplicazioni di spesa, e 45 milioni facenti riferimento ai costi diretti e indiretti dovuti alla chiusura di alcune filiali.

Le sinergie di ricavo nette sono pari a 138 milioni, divise in: 105 milioni rivolte alle aree di eccellenza, 43 milioni nel *retail*, con lo scopo di trovare un equilibrio con le migliori risorse interne e un adeguato livello di produttività.

La creazione di valore derivante dall'operazione di aggregazione, oltre alle sinergie di costo e di ricavo, prevede dei benefici anche per gli *stakeholders*. In tale prospettiva si valorizza soprattutto la crescita umana e professionale cosicché i dipendenti possano aumentare la qualità e attrarre anche le nuove generazioni.

Le sinergie però non sono gli unici *motivi-chiave* dell'operazione di aggregazione, ma la nascita di Banco BPM ha previsto di voler espandere il

underwriting agreement, dove le due banche menzionate si assumono la responsabilità e a garantire la sottoscrizione dell'aumento di capitale.

campo delle attività andando a sostegno delle piccole e medie imprese e delle famiglie. Non solo le attività ma anche i prodotti e i servizi offerti fanno parte delle motivazioni che hanno spinto verso l'operazione di fusione. Pertanto si noteranno ulteriori miglioramenti dei prodotti mediante alcune modifiche e offrendo prodotti innovativi. In linee generali si può affermare che la fusione permette di affrontare progetti e iniziative di espansione, di sviluppare maggiore qualità e competenze del personale umano ed investire in nuova tecnologia¹².

Ma l'aggregazione tra BPM e Banco Popolare ha avuto un'ulteriore spinta derivante dalla riforma delle banche popolari che ha permesso di ridurre la frammentazione del sistema bancario. In tale prospettiva l'articolo 1 del Decreto Legge 24 gennaio 2015, n. 3, convertito con Legge 24 marzo 2015, n. 33, ha modificato alcune disposizioni del D. Lgs. n. 385/1993 ("TUB") in materia di banche popolari. Questa innovazione si inserisce in un più ampio processo di riordino e razionalizzazione del sistema bancario italiano, reso anche necessario dall'introduzione della nuova vigilanza unica europea. La riforma, che è stata accolta in modo favorevole dalla Banca Centrale Europea, prevede che la forma di banca popolare dovrà essere adottata solo dagli intermediari bancari il cui attivo non supera gli otto miliardi di euro. Pertanto le banche che oltrepassano tale soglia dovranno adottare alcune misure, come la riduzione dell'attivo nei

¹² Si veda: *“Relazione illustrativa del Consiglio di Gestione di Banca Popolare di Milano s.c. a r. l sul Progetto di Fusione tra Banco Popolare-Società Cooperativa e Banca Popolare di Milano s.c. a r.l. mediante costituzione di una nuova società bancaria”*, 24 maggio 2016, pag. 10 e seguenti.

limiti consentiti o la trasformazione in società per azioni o la liquidazione volontaria (articolo 29, commi 2–bis e 2–ter, TUB). La riforma poi ha previsto delle modifiche alla disciplina delle operazioni straordinarie societarie, come le trasformazioni e le fusioni, con lo scopo di introdurre una disciplina uniforme per tutte le banche popolari, sottraendo agli statuti la determinazione delle maggioranze previste per tali vicende societarie. Infine si prevede l'introduzione della possibilità di emettere strumenti finanziari¹³ con specifici diritti patrimoniali e di voto.

La suddetta normativa dispone per le banche popolari esistenti al momento dell'entrata in vigore del D.L. n. 33/2015, l'obbligo di adeguarsi a quanto stabilito dall'articolo 29, commi 2–bis e ter, entro 18 mesi dall'entrata in vigore delle disposizioni della Banca d'Italia.

Nelle operazioni di fusione è previsto inoltre che le banche redigano un piano strategico, quale strumento di rilievo fondamentale per delineare e progettare nel medio-lungo termine l'identità stessa dell'azienda, i suoi obiettivi di fondo e gli strumenti per raggiungerli. Tale piano deve prevedere che la nuova società si presenti con un'elevata competitività sia a livello nazionale che internazionale, andando a valorizzare soprattutto il capitale umano. Il *focus* dello stesso è rivolto alla clientela, permettendo di andarle a proporre nuovi prodotti e a migliorare i canali di accesso.

¹³Sono previsti dall'art. 2526 del codice civile la cui disciplina statutaria prevede caratteristiche finanziarie tali da permettere l'inclusione degli strumenti nel capitale di migliore qualità della banca CET1. Per migliori chiarimenti si veda la **Legge del 24 marzo 2015 n.33**

Altro punto fondamentale è dato dal mantenimento di un livello costante e solido dei coefficienti di patrimonializzazione e di liquidità così da riuscire a rimanere sulla stessa lunghezza d'onda degli altri operatori del settore, e conseguire economie di scala e di scopo attraverso la massimizzazione delle sinergie che crea la fusione¹⁴.

4.4 Rapporto di cambio e metodologie valutative

Dopo aver rammentato la struttura posta alla base di un'operazione di fusione, si analizza il rapporto di cambio, trattandosi di un elemento essenziale all'interno di una fusione. Il rapporto di cambio mira a determinare la quantità di azioni che la società risultante dalla fusione deve riconoscere alle società partecipanti alla fusione, in cambio delle «vecchie azioni» possedute.

Nella fusione in questione le due banche, BPM e Banco Popolare, sono ricorse ad analisti diversi per valutare il rapporto di cambio. Per la precisione BPM si è servita di *advisor* finanziari indipendenti ossia *Citigroup Global Markets Limited* e di *Lazard S.r.L.* Banco Popolare ha fatto ricorso alla consulenza di Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A. e Bank of America Merrill Lynch e Colombo & Associati¹⁵.

¹⁴ Si nota e si ricorda che la Fusione è stata approvata nel 2016 ed entrata in vigore il 1° gennaio 2017, quindi il piano strategico fa riferimento agli anni 2016-2019.

¹⁵ Si veda: “*Progetto di Fusione tra Banco Popolare-Società Cooperativa e Banca Popolare di Milano s.c. a r.l. mediante costituzione di una nuova società bancaria*”, 24 maggio 2016, pag. 31.

Le banche oggetto della fusione sono riuscite ad arrivare ad un accordo che stabilisce il rapporto di cambio, tenendo conto anche delle rispettive contribuzioni, dai seguenti rapporti di partecipazione:

- il ***Rapporto di partecipazione di BPM*** prevede che agli **azionisti di BPM** è assegnato il **45,374%** del capitale sociale della nuova Capogruppo;
- il ***Rapporto di Partecipazione di Banco Popolare*** prevede che agli **azionisti di Banco Popolare** è assegnato il **54,626%** del capitale sociale della nuova capogruppo.

Si osserva che i rapporti di partecipazioni sono stati calcolati tenendo conto dell'aumento di capitale totale, nel senso che non è stata effettuata nessuna rettifica e, inoltre, sono presi in esame i dividendi distribuiti ordinari in riferimento all'utile di esercizio chiuso al 31 dicembre 2015.

L'accordo raggiunto dalla BPM e Banco Popolare prevede che il rapporto di cambio relativo alla fusione deve essere indicato dopo che sono stati determinati il numero delle azioni che Banco Popolare deve emettere per l'aumento di capitale e nel rispetto dei rapporti di partecipazione¹⁶. Nel progetto di Fusione si è previsto che le azioni della Nuova Capogruppo che assegna in concambio alle azioni di BPM e Banco Popolare, le quali saranno annullate, siano determinate in tal modo:

¹⁶ Si veda: “*Progetto di Fusione tra Banco Popolare-Società Cooperativa e Banca Popolare di Milano s.c. a r.l. mediante costituzione di una nuova società bancaria*”, 24 maggio 2016, pag. 31

- *una azione* della nuova società bancaria per ogni azione del Banco Popolare in circolazione al momento dell'aggregazione, incluse le azioni emesse a servizio dell'aumento di capitale
- *una azione* della nuova società bancaria per X azioni di BPM in circolazione al momento dell'aggregazione, dove X è determinato in questo modo:

$$X = \frac{\text{Azioni BPM}}{(\text{Azioni BP post aumento capitale}) \times \frac{\text{Rapporto di Partecipazione BPM}}{\text{Rapporto di partecipazione BP}}}$$

dove:

- **Azioni BP post aumento capitale** si stima dalla seguente sommatoria: numero delle azioni del Banco Popolare che risultano emesse alla data del Protocollo di Intesa – numero azioni proprie BP + numero delle azioni del Banco Popolare emesse a servizio dell'aumento di capitale;
- **Azioni BPM** si stima dalla seguente sommatoria: numero delle azioni di BPM che risultano emesse alla data del Protocollo di Intesa – numero azioni proprie BPM.

Per puntualizzare, i rapporti di partecipazione si basano su queste informazioni e ipotesi: che il Banco Popolare detenga 94936 azioni proprie e che tutte le azioni

proprie vengono annullate; e che BPM detenga 1524259 azioni proprie e che le azioni proprie vengono annullate¹⁷.

La determinazione dei *rapporti di partecipazione* di BPM e Banco Popolare è stata effettuata attraverso l'uso di alcune metodologie valutative frequentemente usate nella prassi. Prima di enunciare le metodologie utilizzate, ci sono delle precisazioni da fare e alcuni limiti che gli analisti hanno riscontrato nell'applicare i metodi.

Prima di tutto le valutazioni che sono state utilizzate si riferiscono solo alla fusione medesima. Le stime pervenute riguardano il valore relativo della società e non in valore assoluto. L'obiettivo delle valutazioni è di descrivere i valori di BPM e Banco Popolare, i quali saranno confrontati per poi riuscire a raggiungere un intervallo di congruità dei rapporti di partecipazione¹⁸. Le valutazioni su base *stand alone* rivelano la situazione attuale e prospettica delle due banche, ma trascurano gli effetti propri della fusione, come per esempio le sinergie conseguibili.

Gli analisti hanno affrontato alcuni limiti nell'applicazione dei metodi. In tale prospettiva la prima difficoltà da menzionare è per quanto concerne i piani

¹⁷ Tutte le informazioni sono state estrapolate dal sito istituzionale di Banco BPM, per la precisione: “*Progetto di Fusione tra Banco Popolare-Società Cooperativa e Banca Popolare di Milano s.c. a r.l. mediante costituzione di una nuova società bancaria*”, 24 maggio 2016, pag. 43

¹⁸ Inoltre si precisa che le valutazioni raggiunte non si possono considerare come delle indicazioni di valore di prezzo di mercato attuale o prospettico, si veda “*Relazione illustrativa del Consiglio di Gestione di Banca Popolare di Milano s.c. a r.l. sul Progetto di Fusione tra Banco Popolare-Società Cooperativa e Banca Popolare di Milano s.c. a r.l. mediante costituzione di una nuova società bancaria*”, 24 maggio 2016, pag. 32.

industriali di BPM e Banco Popolare, dal momento che entrambi avevano un orizzonte temporale differente e, inoltre, si fondavano su ipotesi macroeconomiche non più coerenti al momento della valutazione.

Ulteriori limiti sono rinvenibili anche in relazione al capitale regolamentare e dei prezzi di borsa. Nel primo caso, dunque il capitale regolamentare, sono limiti constatati nel calcolo differente dei *ratio* patrimoniali delle due banche. Invece per i prezzi di borsa i limiti sono individuati in relazione al fatto che nei mesi antecedenti l'operazione di fusione, gli stessi sono stati caratterizzati da una notevole volatilità per l'influenza di temi macroeconomici e poi da alcuni argomenti speculativi che hanno riguardato la fusione.

Una ulteriore difficoltà la si ritrova nel fatto che nelle valutazioni si è tenuto conto degli accantonamenti incrementali annunciati dal Banco Popolare per raggiungere gli obiettivi di *asset Quality* concordati con l'Autorità di Vigilanza¹⁹.

Tenendo presente queste premesse, le valutazioni si basano su proiezioni estrapolate da alcuni *report* di analisti finanziari sia per Banco Popolare che per BPM, coerenti con le aspettative di medio periodo del *management* delle due banche.

¹⁹ Si veda “*Relazione illustrativa del Consiglio di Gestione di Banca Popolare di Milano s.c. a r. l. sul Progetto di Fusione tra Banco Popolare-Società Cooperativa e Banca Popolare di Milano s.c. a r.l. mediante costituzione di una nuova società bancaria*”, 24 maggio 2016, pag.33.

4.4.1 Metodologie valutative per i rapporti di partecipazione di BPM e Banco Popolare

A tal punto, dopo aver compreso le difficoltà riscontrate per applicare i criteri, si possono osservare le valutazioni applicate dagli analisti nella fusione in questione. Si può notare che gli analisti hanno utilizzato, per fini valutativi, le situazioni patrimoniali di entrambe le banche al 31 dicembre 2015.

Nel predisporre le valutazioni sono state usate alcune informazioni pubbliche e dei dati forniti da BPM. I vari documenti²⁰ utilizzati sono: le relazioni finanziarie annuali al 31 dicembre 2015, resoconti intermedi di gestione al 31 marzo 2016 e relativi comunicati stampa, presentazioni dei risultati alla comunità finanziaria di BPM e Banco Popolare. Inoltre gli analisti hanno fatto riferimento anche al Protocollo di Intesa approvato dagli organi amministrativi di BPM e Banco Popolare il 23 marzo 2016 e il Progetto di Fusione approvato dagli organi amministrativi delle due banche il 24 maggio 2016.

A tal punto si può procedere ad esaminare le metodologie valutative impiegate per la fusione. Il principio di base delle valutazioni di fusione consiste nello scegliere quei metodi che presentano la stessa logica valutativa così da esporre i valori confrontabili per determinare i rapporti di cambio²¹. Quindi i metodi sono:

²⁰ Fanno parte della documentazione utilizzata anche il *report* con i risultati della *due diligence*, ricerche pubblicate dagli analisti sia per BPM sia per Banco Popolare; per un campione di banche quotate italiane anche dati di mercato e informazioni relative a dati economici e patrimoniali attuali.

²¹ Dalla “*Relazione illustrativa del Consiglio di Gestione di Banca Popolare di Milano s.c. a r. l sul Progetto di Fusione tra Banco Popolare-Società Cooperativa e Banca*

- **metodo dei rapporti tra le quotazioni di mercato** dei titoli delle due banche;
- **metodo dei flussi di dividendo** attualizzati (cosiddetto *Dividend Discount Model* o DDM);
- **metodo dei multipli di mercato;**
- **l'analisi di regressione;**
- **l'analisi dei prezzi obiettivo** degli analisti di ricerca, considerato solo per scopo di controllo.

I criteri sono riferiti alle condizioni economiche e di mercato alla data del 18 maggio 2016. Invece le quotazioni di borsa e l'analisi si riferiscono ai prezzi di riferimento alla data del 22 marzo 2016, cioè l'ultima data di negoziazione dei titoli del Banco Popolare e BPM antecedente alle riunioni per autorizzare il protocollo di intesa.

4.4.2 Il metodo delle quotazioni di mercato

Tale metodo, che si è analizzato teoricamente nel terzo capitolo, può essere definito anche in quest'altro modo: *Market Price Method*. Esso permette di calcolare un valore dell'azienda pari a quello mediamente attribuito dal mercato azionario. Si tratta di un metodo solido dal momento che riesce ad assorbire tutte le informazioni pubbliche. Nonostante ciò, è un metodo che deve essere applicato

Popolare di Milano s.c. a r.l. mediante costituzione di una nuova società bancaria", 24 maggio 2016, pag. 33.

alle società che presentano un flottante ampio e i titoli delle stesse devono essere liquidi e negoziati in mercati che denotano un adeguato livello di efficienza.

L'orizzonte temporale che viene scelto per il metodo delle quotazioni di mercato è un elemento importante, perché ha il compito di eliminare eventi di carattere eccezionale, come le fluttuazioni di breve periodo ed eventuali tensioni speculative. Nel caso in esame, l'analisi delle quotazioni di mercato è risultata utile, dal momento che BPM e Banco Popolare sono quotate in borsa già da diverso tempo, mostrano una buona copertura della ricerca azionaria, rilevano un discreto numero di investitori istituzionali fra gli azionisti e presentano elevati livelli di liquidità. Per applicare tale metodo, nella fusione in questione, gli analisti hanno preso in riferimento i prezzi di mercato registrati fino alla data del 22 marzo 2016 (incluso) che consiste nell'ultimo giorno di borsa antecedente l'annuncio della fusione. Sono state considerate, in aggiunta, le medie delle quotazioni dei titoli di BPM e Banco Popolare relative a 1 mese, 3 mesi e 6 mesi antecedenti all'annuncio della Fusione. L'ampio orizzonte temporale, preso in considerazione per i titoli di BPM e Banco Popolare, presentava l'obiettivo di attenuare le fluttuazioni speculative di breve periodo. I prezzi successivi al 22 marzo 2016 non sono stati considerati, dal momento che non rappresentano più valori *stand alone*²².

²² Informazioni rinvenibili in “Relazione illustrativa del Consiglio di Gestione di Banca Popolare di Milano s.c. a r. l sul Progetto di Fusione tra Banco Popolare-Società Cooperativa e Banca Popolare di Milano s.c. a r.l. mediante costituzione di una nuova società bancaria”, 24 maggio 2016, pag.34

4.4.3 Il *dividend discounted model*

Il *Dividend Discounted Model* in tale sede valutativa è stato trattato nell'accezione cosiddetta *Excess Capital*. Quest'ultimo consiste nel *surplus* o nel *deficit* del patrimonio al momento della valutazione, rispetto al requisito richiesto dalla normativa inerente al capitale che la banca ha l'obbligo di detenere. Pertanto il metodo si basa sull'ipotesi che il valore di un'impresa sia pari al valore attuale dei flussi di cassa disponibili in futuro, ipotizzati pari al flusso dei dividendi distribuibili mantenendo una struttura patrimoniale adeguata, sulla base delle considerazioni relative alla normativa vigente e di natura economica per sostenere lo sviluppo futuro atteso, prescindendo quindi dalla politica dei dividendi prevista o adottata dal *management*²³.

Tale metodologia, che si è vista anche nel precedente capitolo, prevede il calcolo del valore dell'impresa in questo modo:

$$W = \frac{D}{(1 + K_e)^t} + \frac{TV}{(1 + K_e)^n}$$

dove:

$$Terminal Value = \frac{D_p(1 + g)}{(K_e - g)}$$

D_p = è il dividendo annuo distribuibile in modo perpetuo.

²³ Si veda: “*Relazione illustrativa del Consiglio di Gestione di Banca Popolare di Milano s.c. a r. l. sul Progetto di Fusione tra Banco Popolare-Società Cooperativa e Banca Popolare di Milano s.c. a r.l. mediante costituzione di una nuova società bancaria*”, 24 maggio 2016, pag.35-36.

K_e = è il costo del capitale cioè il tasso di attualizzazione dei dividendi, esprime la rischiosità specifica.

Con il metodo del DDM²⁴ si è assunto come orizzonte temporale il periodo 2016-2018 per stimare il valore dei flussi di dividendi; oltre tale lasso di tempo, il valore delle banche è stato calcolato con il *Terminal Value*. Si noti che il calcolo dei dividendi, nel periodo considerato, è stato effettuato con lo scopo di ottenere un livello minimo di patrimonializzazione ossia un CET1 *ratio* minimo al 12%, cosicché possa garantire lo sviluppo futuro delle banche.

4.4.4 Multipli di borsa

L'ulteriore criterio adoperato per la valutazione sono i cosiddetti *multipli di borsa*. Permettono di calcolare il valore dell'impresa mediante i prezzi che vengono forniti dal mercato regolamentato in relazione alle imprese che si presentano simili alla società oggetto di valutazione. I multipli di borsa sono dei rapporti tra prezzi di borsa e delle grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie. Ovviamente i multipli saranno adattati opportunamente per farli corrispondere alle grandezze delle società con lo scopo di stimarne un intervallo di valori.

²⁴ Si precisa inoltre che i risultati ottenuti con il metodo sono stati sottoposti anche ad un'analisi di sensitività. Tale analisi è finalizzata a verificare la sensibilità dei risultati al variare dei principali parametri di stima all'interno di intervalli. L'analisi ha confermato la significatività dei risultati. “*Relazione illustrativa del Consiglio di Gestione di Banca Popolare di Milano s.c. a r. l. sul Progetto di Fusione tra Banco Popolare-Società Cooperativa e Banca Popolare di Milano s.c. a r.l. mediante costituzione di una nuova società bancaria*”, 24 maggio 2016, pag.37.

Per applicare questo bisogna seguire alcune fasi²⁵:

1. Definire il campione di imprese confrontabili. La scelta del campione è una fase che bisogna svolgere con accuratezza, perché la scelta del campione deve essere adeguata affinché i dati possano presentarsi significativi. Comunque, nel caso specifico per la valutazione sono state prese queste società per il confronto: **Intesa Sanpaolo, UBI, BPER, Credem, Banca Popolare di Sondrio e Credito Valtellinese.**
2. La seconda fase consiste nel calcolare i multipli ritenuti significativi. I multipli saranno stimati per ogni società del campione di riferimento. Gli analisti, dopo avere osservato le banche e adattato al caso specifico hanno scelto questi multipli:
 - Prezzo/ Utili Netti;
 - Prezzo/ Patrimonio Tangibile.
3. Una volta calcolati i multipli si individua l'intervallo per applicarli. Si deve osservare che sia il calcolo dei multipli, sia la scelta dell'intervallo, avviene dopo aver preso in considerazione alcuni aspetti qualitativi in relazione alla significatività dei multipli ottenuti e le peculiarità reddituali e patrimoniali della società oggetto di valutazione.

²⁵ Si veda: “*Relazione illustrativa del Consiglio di Gestione di Banca Popolare di Milano s.c. a r. l sul Progetto di Fusione tra Banco Popolare-Società Cooperativa e Banca Popolare di Milano s.c. a r.l. mediante costituzione di una nuova società bancaria*”, 24 maggio 2016, pagg. 37-38

4. Ed infine, si applicano i multipli selezionati ai valori reddituali e patrimoniali della società oggetto di valutazione al fine di conseguire un intervallo di valori per la stessa.

4.4.5 L'analisi di regressione e risultati finali

L'analisi di regressione, osservata anche nel precedente capitolo, permette di definire il valore del capitale usando la correlazione statistica tra una misura della redditività e un multiplo di borsa. Gli analisti, nella fusione in questione, hanno preferito utilizzare la redditività prospettica del capitale proprio, cosiddetto **ROATE atteso** e il rapporto tra **Prezzo di borsa e patrimonio netto tangibile**. L'applicazione dell'analisi di regressione richiede alcuni passaggi essenziali. *In primis* bisogna ricercare un campione di banche quotate, le quali devono presentare alcune caratteristiche simili alla banca oggetto di valutazione. Il campione di banche quotate deve presentare una correlazione significativa tra il rapporto P/PNT e il ROATE atteso. Lo svolgimento dell'analisi di regressione prevede la stima dei parametri della retta interpolante, sulla base di questi si determina il valore del capitale dell'azienda.

L'ultima analisi è stata effettuata dagli analisti di ricerca ed è stata realizzata per uno scopo di controllo. Essi hanno sintetizzato le proprie raccomandazioni su società quotate in relazione ai titoli della società oggetto di valutazione con lo scopo di ricercare un *target price* dei titoli stessi che permetta di offrire delle informazioni sul valore delle società nel medio termine. Con tale metodo il valore dell'impresa viene stimato sulla base della media dei prezzi obiettivo

individuati dagli analisti di ricerca. Nel caso della fusione tra Banco Popolare e BPM il metodo dei prezzi obiettivo per BPM e Banco Popolare come base è stata considerata la media di un campione di *target price* di analisti finanziari nazionali e internazionali, antecedenti l'annuncio dell'operazione.

Nella tabella sono previsti i risultati a cui gli analisti sono giunti in virtù dei criteri utilizzati e pertanto sono i valori di BPM e Banco Popolare ai fini del calcolo dei Rapporti di Partecipazione.

Colonna1	Colonna2	Colonna3	Colonna4	Colonna5	Colonna6
Criterio			Rapporto di partecipazione		
			Minimo		Massimo
Quotazione di mercato			41,00%		45,70%
DDM			42,80%		48,00%
Multipli di borsa			39,80%		49,80%
Analisi di regressione			41,70%		50,50%
Prezzi obiettivo			41,50%		46,00%

Fonte: Relazione illustrativa Relazione illustrativa del Consiglio di Gestione di Banca Popolare di Milano s.c. a r. l sul Progetto di Fusione tra Banco Popolare-Società Cooperativa e Banca Popolare di Milano s.c. a r.l. mediante costituzione di una nuova società bancaria”, 24 maggio 2016.

A tal punto, dopo tutta la disamina, si può affermare che dal Primo gennaio 2017 i due *ex* gruppi Banco Popolare e Banca Popolare di Milano hanno creato il terzo gruppo bancario italiano: **Banco BPM**, con oltre 4 milioni di clienti, circa 2300 sportelli e situato in una posizione molto ricca del Paese, permettendo una creazione di valore notevole. Osservando l'operazione di rapporto di cambio, che sicuramente rappresenta la parte più importante e tecnica di un processo di fusione, si è provato a far comprendere come nella prassi esso venga determinato, così come avviene per i rapporti di partecipazione.

Conclusioni

Le operazioni di *Merger and Acquisition* costituiscono la strategia più utilizzata per fronteggiare un mercato mutevole come quello delle banche. Sono strategie che permettono, di aggregarsi con altre imprese bancarie muovendosi con il fine ultimo di avere maggiore espansione territoriale, di acquisire nuovi clienti e di riuscire ad affrontare la competitività sia a livello domestico e sia a livello europeo e internazionale.

Con la panoramica fornita da tutto il presente lavoro si è cercato di comprendere i vari motivi che spingono gli intermediari creditizi ad implementare le operazioni di M&A. Motivi, appunto, che non dipendono solo da fattori esogeni come la maggiore competitività, ma anche da determinanti interne come per esempio la volontà di aumentare la *performance* e creare valore per gli azionisti, quindi la ricerca di una maggiore efficienza, di riuscire a diversificare i rischi, oppure si riferisce a motivi riconducibili ad obiettivi ed interessi del *management*.

La domanda principale che ha mosso tutto il lavoro è quella di capire quali metodi valutativi gli analisti finanziari utilizzano per, appunto, valutare un'operazione di M&A. Infatti, nel corso dell'elaborato si sono osservati svariati metodi valutativi frequentemente attuati nella prassi per riuscire a stimare il valore di una banca e per le operazioni di acquisizione e fusione. Infatti, la valutazione di una banca avrà bisogno di alcuni adattamenti dei criteri valutativi,

dal momento che non si possono applicare metodi *standard* utilizzati per le imprese commerciali/industriali.

Mediante la disamina effettuata, si giunge ad un caso studio di una fusione bancaria, ossia la fusione *propria* che prevede la costituzione di una nuova entità.

La fusione propria che si è analizzata è quella avvenuta tra Banca Popolare di Milano e Banco Popolare dando vita a **Banco BPM**. L'operazione ha creato il terzo gruppo bancario italiano *leader* nelle regioni più ricche del Paese. Con questo caso studio si è cercato di comprendere come avviene una fusione bancaria e soprattutto i vari criteri valutativi che usano gli esperti quando bisogna andare a valutare un'operazione di M&A.

Bibliografia

BAGNA E., *Valutazione delle banche*, Egea, Milano, 2012

BALDUCCI D., *La valutazione d'azienda*, Edizioni Fag, Milano, 2006

BANCA CENTRALE EUROPEA, *EU structural financial indicators: End of 2016 (preliminary results)*

BANCA CENTRALE EUROPEA, *Report on Financial Structures*, October 2017

BANCA D'ITALIA, *“Banche e istituzioni finanziarie: articolazione territoriali”*

BANCA D'ITALIA, *Economia, mercato finanziario, banche*”, in Intervento del Governatore della Banca d'Italia (Mario Draghi), Roma, 12 luglio 2006

BANCA D'ITALIA, *Rapporto annuale della banca d'Italia sul 2017*

BANCA D'ITALIA, *Rapporto annuale della banca d'Italia sul 2018*

BANCA POPOLARE DI MILANO, *Relazione Finanziaria annuale Esercizio 2015*

BANCA POPOLARE DI MILANO, *Relazione Finanziaria annuale, Esercizio 2016*

BANCO BPM, *“Relazione illustrativa del Consiglio di Gestione di Banca Popolare di Milano s.c. a r. l sul Progetto di Fusione tra Banco Popolare-Società Cooperativa e Banca Popolare di Milano s.c. a r.l. mediante costituzione di una nuova società bancaria”*, 24 maggio 2016

- BANCO BPM, *Progetto di Fusione tra Banco Popolare-Società Cooperativa e Banca Popolare di Milano s.c. a r.l. mediante costituzione di una nuova società bancaria*”, 24 maggio 2016
- BANCO POPOLARE, *Bilancio Sociale, Banco Popolare Esercizio 2016*
- BANCO POPOLARE, *Relazione Finanziaria annuale Esercizio 2015*
- BARAVELLI M., *Il recepimento della seconda direttiva comunitaria e il modello della banca universale in Italia*, in “Il Risparmio”, n. 4, 1993
- BARAVELLI M., *Strategia e organizzazione della banca*, Egea, 2003
- BIRINDELLI G., DEL PRETE S., *La creazione di valore nelle banche italiane*, FrancoAngeli, Milano, 2000
- BIRINDELLI G., FERRETTI P., TUTINO F., *Basilea 3*, Milano, Egea, 2011
- BISONI C., OLIVETTI S., ROSSIGNOLI B., VEZZANI P., *Il bilancio della banca e l'analisi della performance*, Bancaria editrice, Roma, 2012
- BOCCHINO U., GIOVANDO G., OSSOLA G., VENUTI F., *Il bilancio delle banche*, Giuffrè, Milano, 2014
- BOFFELLI G., *Valutare l'impresa. Come creare e misurare valore. Dalla pianificazione dei flussi di cassa alla stima del valore economico*, Maggioli editore, Rimini, 2008
- BONGINI-ì P., DI BATTISTA M.L., NIERI L., PATARNELLO A., *Il sistema finanziario*, Bologna, il Mulino, 2004

- BP-BPM, *Comunicato Stampa Congiunto, Nasce il Terzo Gruppo Bancario*
- BP-BPM, *Presentazione del Progetto di fusione Finale*
- CAPARVI R., *L'impresa bancaria, Economia e tecniche di gestione*, Milano, FrancoAngeli, 2006
- CARRETTA A., *La gestione dei servizi bancari*, Milano, Giuffrè, 1981
- CASTALDI G., *Il Testo Unico Bancario, tra innovazione e continuità*, Giappichelli, Torino, 1997
- CASTELLETT M., (a cura di), *Marketing Management. Teorie e politiche di gestione di marketing*, FrancoAngeli, Milano, 2006
- CAVALIERI E., FERRARIS FRANCESCHINI R., *Economia Aziendale vol. I*, Giappichelli Editore, Torino, 2005
- CHIARAMONTE L., *Le concentrazioni bancarie in Europa e i processi di integrazione Cross-Border, Il caso UNICREDIT-HBV*, Giuffrè editore, Milano, 2008
- COMANA M., *La concentrazione del sistema bancario italiano*, Cacucci, Bari, 2003
- COMOLI M., *Il bilancio secondo gli IAS/IFRS nel settore bancario: principi e modalità applicative*, Milano, Giuffrè, 2006

- D'AMICO E., *La valutazione delle banche: modelli per la determinazione del rischio, del tasso di sconto e del valore del capitolo economico*, Giappichelli editore, Torino, 1995
- DELL'AMORE G., *Economia delle aziende di credito, vol. II, I sistemi bancari*, Giuffré, Milano, 1974
- DESARIO V., *Dalla legge bancaria del 1936 al Testo Unico: profili operativi, in Il Testo Unico Bancario: Esperienze e prospettive*, ABI, Roma, 1996
- DESARIO V., *Il nuovo ordinamento del credito e il suo impatto organizzativo sulle banche*, in *Rivista Bancaria*, n. 6, 1993
- DESARIO V., *Il Testo Unico Bancario: esperienza e prospettive, Dalla legge bancaria del 1936 al Testo Unico: profili operativi*, in ABI, Roma, 1996
- FRANCESCHINI L.F e COMI L., *Modelli finanziari per la valutazione d'azienda, La stima del valore del capitale delle imprese industriali, delle utilities, delle aziende bancarie e assicurative*, EDUCatt, Milano, 2015
- FUSA E. e GUATRI G., *La valutazione del capitale economico*, Ilsole24ore, Milano, 1999
- GALEOTTI M., *La finanza nel governo d'impresa*, Apogeo, Milano, 2008
- GRUPPO BPM, *Assemblea straordinaria, 14-15 ottobre 2016*
- GRUPPO BPM, *Report sostenibilità 2016*
- GUALTIERI P., *Le aggregazioni tra banche in Europa*, il Mulino, Roma, 2008

- LOCATELLI R., MORPURGO C., ZANETTE A., *L'integrazione tra banche e compagnie di assicurazione e il modello dei conglomerati finanziari in Europa*, in "Quaderni di ricerche", n. 33, 2002
- MALAVASI R., *Ristrutturazione del sistema bancario: aggregazione e fusioni tra intermediari*, FrancoAngeli, Milano, 1996
- MANCA F., *Lezioni di economia aziendale*, Cedam, Verona, 2004
- MANKIW G., *Principles of Economics Vol I*, Cengage Learning, USA, 2009
- MARVIN H. KOSTERS, MELTZER A.H., *International Competitiveness in Financial Services: A Special Issue of the Journal of Financial Services Research*, Springer, Netherlands, 1991
- NAPOLITANO M.R., *La gestione dei processi di acquisizione e fusione di imprese*, FrancoAngeli, Milano, 2003
- ONADO M., *Mercati e intermediari finanziari*, il Mulino, Bologna, 2000.
- PINES M., *L'evoluzione dell'attività bancaria*, Giappichelli, Torino, 1997
- PROFUMO G., *Le strategie di crescita nei servizi del trasporto aereo*, Giappichelli editore, Torino, 2017
- RESTI A., *Il risparmio gestito in Europa: assetti comportamento dei global player e servizio al risparmiatore*, in "Bancaria", n. 1, 2004
- RESTI A., *Le fusioni bancarie. Lezioni di esperienza*, Bancaria Editrice, Roma, 2006

- RICCIO G., *La valutazione della performance nelle banche*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2002.
- RODRIGUEZ-PINERO M. BRAVO-FERRER Y., (a cura di Mario Napoli), in *Globalizzazione e rapporti di lavoro*, Vita e pensiero, Milano, 2006
- ROMANI M.A., *La banca dei milanesi. La storia di Banca Popolare di Milano*, Laterza, Roma, 2005
- RUOZI R., BOTTIGLIA R., DELL'ATTI S., FERRARI P., CURUCAGLI P.A., *Economia della banca*, Egea, Milano, 2011
- RUOZI R., *Nuove storie di concentrazioni bancarie*, Egea, Milano, 2002
- RUSSO A., *Gestire un'acquisizione: programmazione, controllo e finanziamento*, Egea, Milano, 2008
- RUTIGLIANO M., *Il bilancio della banca e degli altri intermediari finanziari*, Egea, Milano, 2020
- RUTIGLIANO M., *La valutazione delle banche e degli altri intermediari finanziari*, Egea, Milano, 2018
- SARCONE S., *Le fusioni societarie. Aspetti economico-aziendali, civilistici, contabili e fiscali*, Giuffr , Milano, 1996
- SATTA G., *Strategie di crescita mediante l'acquisizione nelle imprese higt tech*, Giappichelli editore, Torino, 2017

SCOGNAMIGLIO PASINI C., *Economia Industriale. Economia dei mercati imperfetti*, Luiss University Press, Roma, 2016

SCOTT G.W. (a cura di), *Manuale di marketing bancario*, Utet Libreria, Torino, 1995

SHELDON M. ROSS, *Introduzione alla statistica*, Maggioli Editore, Rimini, 2014

TANCREDI B., *La valutazione delle banche*, ICEB, Milano, 1985

TUTINO F., BASTIANINI G., PARASCANDOLO M., *La performance delle banche. Flussi informativi, analisi di gestione, valutazione*; Bancaria editrice, Roma, 2005

Sitografia

http://www.consob.it/documents/46180/46181/dlgs58_1998.pdf/e15d5dd6-7914-4e9f-959f-2f3b88400f88

http://www.ildirittodegliaffari.it/upload/articoli/20140721092649_Impresa_bancaria.pdf

https://gruppo.bancobpm.it/media/storico-documenti-ante-fusione/BP-%20BPM-%20Presentazione%20Analisti_vITA_v558c83.pdf

<https://www.bancaditalia.it/chi-siamo/storia/istituzione/index.html>

<https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/compiti-vigilanza>

<https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/intermediari/Testo-Unico-Bancario.pdf>

https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/circolari/c262/IL_BILANCIO_BANCARIO_1agg.pdf7

https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/banche-istfin/2018-banche-istfin/statistiche_STATER_30032018.pdf

https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/banche-istfin/2019-banche-istfin/statistiche_STATER_29032019.pdf

<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2016/index.html>

<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2017/index.html>

<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2018/index.html>

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2017/html/ecb.pr170530.en.html>

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.pr190604~03b3c570c5.en.htm>

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/reportonfinancialstructures201710.en.pdf>

https://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/150701_ssi_table.pdf?48b4080c4997af740d2e9e6fa1b6c16f

Ilsole24ore, La “lira forte” voluta dal fascismo e la crisi del '29, 27 novembre 2013.

www.bancaditalia.it

www.borsaitaliana.it

www.ecb.europa.eu

Ringraziamenti

Mi è doveroso dedicare questo spazio per tutte quelle persone che mi sono state accanto in questi anni e di supporto per la realizzazione di tale lavoro. Mi sento di ringraziare tutte le cose che ho *perso* e alle cose che ho *preso*, perché il bilancio sembra non essere mai in pari, ma ogni volta imparo sempre qualcosa. Ed in questi anni ho imparato tanto, e ho dovuto cambiare molte abitudini che richiede volontà e fatica... ma anche il più lungo dei viaggi inizia sempre con un piccolo passo. Perciò iniziate, cambiate adesso, prima ciò che è necessario e poi ciò che è possibile. E all'improvviso, senza nemmeno accorgervene, vi sorprenderete a fare l'impossibile!

Inizio con il ringraziare di cuore il mio Professore, nonché relatore, *Guido Paolucci*, che con i suoi preziosi consigli, con le sue correzioni, la sua guida so di certo che questo lavoro non avrebbe vita. Posso solo dirle GRAZIE, per la gentilezza con cui mi ha trattata, per la pazienza e per essermi stata accanto!

Ai miei genitori, *Papà Franco e Mamma Giovanna* a cui dedico, ovviamente, la tesi. Senza il loro sostegno e l'aver creduto sempre in me non avrei mai potuto affrontare questi anni universitari. Siete il mio porto sicuro, la casa dove sentirmi protetta. Grazie per avermi permesso di vivere in un'altra città, di viaggiare e di studiare, in modo tale che posso poggiare su basi solide e per poter diventare un giorno quella Donna che spero di essere. GRAZIE!

A mia sorella *Sabrina*. Sei presenza costante anche a 600km di distanza e non hai mai fatto sentire sola. Grazie per le correzioni, per la tanta pazienza che hai posto nei miei riguardi, spero un giorno di riuscire a ringraziarti non solo con le parole ma anche con i fatti. Se avessi dovuto scegliere una sorella avrei scelto sicuramente TE!

A *Nicola, didi*... forse per te dovrei stendere altre 100 pagine di ringraziamenti perché tu sei l'unico che ha dovuto sopportare i miei sbalzi di umore i miei

piagnistei e i miei periodi no. Hai sempre provato comprendermi sei stato accanto a me in ogni momento in questi quattro anni e hai davvero, ma davvero creduta sempre in me. Grazie didi... grazie per avermi insegnato ad amare me stessa, perché sono sicura di poter amare il resto. ***“Amami, perché, senza te, niente posso, niente sono!”***

A *Elisabetta*...penso che la vita universitaria, ma la vita in generale, non avrebbe mai potuto regalarmi persona migliore di te. Mi sei stata accanto, hai capito così bene come sono fatta che non ho dovuto mai darti una spiegazione per qualche mio atteggiamento strano. Ti dedico la tesi perché senza i tuoi consigli, senza le tue correzioni, la tua pazienza infinita, la tua bontà io non so come avrei fatto. Sei quell'amica che ti scuote e poi ti riporta di nuovo sulla dritta via; hai creduto più tu in me stessa che io. Ti chiedo scusa se qualche volta posso esserti sembrata strana ma ti assicuro che sei, ormai, un'Amica fondamentale nella mia vita. Mi hai sostenuta in questi due anni come se fossi tua sorella... sei speciali Eli! Anche se siamo lontane so che sei presente come nessun'altro ha mai saputo fare. Chi non capisce realmente com'è la tua essenza si perde un mondo dolce e grazioso. Sono sicura che saremo l'una la spalla dell'altra anche dopo la vita universitaria. Sei speciale patata pelosa e fritta. GRAZIE LOVE!

Mariangela, sei la base di piombo a cui faccio riferimento da più di 10 anni, sei la figura e il mio porto sicuro quando torno a casa. So bene che anche se prenderemo strade diverse nella nostra vita continueremo a sentirci e il nostro rapporto non cambierà! Grazie per non essere mai stata assente in questa mia piccola parte di vita. Grazie per l'amicizia e per avermi supportato in questi anni universitari.

Zia Monica, ovvio che avrei scritto due parole anche per te, so che ti fa bene al cuore! Sei state e sarai una zia sempre presente nella mia vita, hai sempre rispettato il mio essere riservata ed è per questo che ti ringrazio, per avermi capita e per aver creduta in me. Ti voglio bene.

Ai miei amici della triennale, *Daniel, Samad, Antonio, Ester, Candida, Andrea, Antonella (sorella di didi), Tony, Luigi, Pepus, Federico*. Vi voglio ringraziare perché alla triennale non l'ho fatto; e tengo a dirvi che la vita universitaria ha deciso di farmi un regalo meraviglioso facendomi conoscere voi. Grazie perché so benissimo che voi ci sarete sempre e so che, qualsiasi ingiuria del tempo, non cambierà la nostra amicizia. Farete sempre parte di me perché, nel vostro piccolo, avete contribuito nella mia crescita personale. Grazie cuoricini miei.

Non scrivo una frase per tutti, perché ho già consumato un pacco intero di fazzoletti e non riesco più a respirare. Quindi concludo con un ringraziamento altrettanto speciale a tutti voi *Marialucia, Alessia, Maria Cugina, Valeria, Vito* e gli altri che sicuro sto dimenticando e che, se state leggendo questi ringraziamenti, vuol dire che avete fatto parte della mia vita e in qualche modo mi avete reso una persona migliore. GRAZIE, con tanto immenso cuore.

Con affetto

05/06/2020