Università
Ca'Foscari
Venezia

Corso di Laurea magistrale
in Amministrazione, Finanza e Controllo

Tesi di Laurea

Ca' Foscari
Dorsoduro 3246
30123 Venezia

La stratificazione del valore nell'esperienza delle acquisizioni bancarie

Relatore
Ch. Prof. Giorgio Stefano Bertinetti

Correlatore
Ch. Prof. Ugo Rigoni

Laureanda
Alessandra Gasparotto
Matricola 821701

Anno Accademico
2012 / 2013

INDICE

Introduzione 5

CAPITOLO 1.

IL MODELLO DI STRATIFICAZIONE DEL VALORE NELLA PROSPETTIVA BANCARIA

1.1 Considerazioni iniziali 11
1.2 Il valore di acquisizione. I flussi rilevanti 12
1.3 Dal valore *stand alone* al *fair market value* 18
1.4 Il valore creato dall'acquisizione 20
1.5 Il modello di stratificazione del valore 25
1.6 Le partecipazioni di controllo. Alcuni cenni 29
1.7 La formazione del prezzo di acquisizione. Considerazioni finali 31

CAPITOLO 2

IL PROCESSO DI CONCENTRAZIONE BANCARIA IN ITALIA

2.1 Il business di riferimento 35
2.1.1 I Gruppi bancari 39
2.2 La panoramica storica del settore 41
2.2.1 Gli anni '70 e gli shock petroliferi 43
2.2.2 Dagli anni '80 alla Legge del 1990 45
2.2.3 Dagli anni '90 ad oggi. Il Testo Unico Bancario. 50
2.2.4 La situazione attuale 53
2.3 La composizione del settore. Le attività svolte. 56
2.4 Il processo di acquisizione 61
2.4.1 Le fasi del processo 66
2.4.2 I soggetti coinvolti: la società *bidder* 71
2.4.3 I soggetti coinvolti: la società *target* 76
2.4.4 Gli altri soggetti coinvolti 78
2.4.5 Le sinergie ricercate 81
2.5 Tendenze, dimensioni e prezzi 88
2.6 Gli effetti delle acquisizioni bancarie. Alcune evidenze empiriche 98
2.7 Osservazioni finali 107

CAPITOLO 3

MONTE DEI PASCHI E L'ACQUISIZIONE DI ANTONVENETA

3.1 Alcune precisazioni introduttive 109
3.2 La *bidder*: Banca Monte dei Paschi di Siena 111
3.3 La *target*: Banca Antonveneta 115
3.4 Le caratteristiche dell'operazione 116
3.4.1 La banca *target* e la banca *bidder* nel pre-acquisizione 116
3.4.2 L'analisi di alcuni parametri 129
3.4.3 I momenti salienti 131
3.5 Caratteristiche, dinamiche, sinergie ottenibili 133
3.6 L'applicazione del *modello di stratificazione del valore* 136
3.6.1 Stima del valore *stand alone* 146
3.6.2 Stima del valore dei flussi incrementali 150
3.6.3 Stima del valore del differenziale di rischio 155
3.6.4 Stima del valore del differenziale di struttura finanziaria e di un tasso di crescita compatibile 160
3.6.5 Un confronto tra il valore di acquisizione stimato e il prezzo pagato 164
3.7 Gli effetti dell'acquisizione 166
3.8 Osservazioni finali 169

Conclusioni 173

Bibliografia 177

Ringraziamenti 183

INTRODUZIONE

Il presente lavoro nasce dalla volontà di indagare il complesso fenomeno della stratificazione del valore in tema di acquisizioni bancarie, con particolare attenzione all'ambito italiano. Ciò che ci si propone di studiare, partendo dal modello teorico della cosiddetta *"stratificazione del valore*[1]*"*, sono le scelte, le implicazioni, gli effetti, le motivazioni e le valutazioni sottese alle logiche che muovono le grandi operazioni di acquisizione e fusione nel mondo bancario.

L'idea ha iniziato a prendere forma in seguito allo scandalo scoppiato all'inizio del 2013 riguardante Monte dei Paschi di Siena, pietra miliare del panorama bancario italiano ed in particolare alle vicende in merito al controverso acquisto di Antonveneta, altro prestigioso istituto di credito del nord-est Italia. Tale evento ha, infatti, a parere di chi scrive, portato alla luce e soprattutto reso manifesto al pubblico, anche più inesperto, un tema così delicato come quello delle operazioni di concentrazione bancaria. Si tratta di una tematica di grande rilevanza, soprattutto in epoca recente, e che, in Italia, trova una declinazione del tutto particolare data dalle tendenze che tradizionalmente hanno caratterizzato le dinamiche del settore nella nostra penisola. In ambito italiano il 1990 funge da spartiacque: fino a quel momento, infatti, il sistema bancario risultava pressoché immutato da oltre cinquant'anni, caratterizzato da una bassa concentrazione, inefficienze e un livello di concorrenza assai ridotto. Il 1990 è l'anno della riforma nota come "Legge Amato – Carli[2]", essa segnò una svolta nel sistema che fu travolto da un'ondata di rinnovamento, a partire in primo luogo dalla natura

[1] M. Massari, *Finanza aziendale. Valutazione*, McGraw-Hill, Milano, 1998, p. 166.

[2] Si fa riferimento alla Legge n. 218 del 1990, detta "legge Amato - Carli" dal nome dal ministro del governo italiano Giuliano Amato, promotore e relatore della stessa. Essa concerne disposizioni in materia di ristrutturazione e integrazione patrimoniale degli istituti di credito di diritto pubblico.

degli istituti di credito che da enti pubblici diventarono veri e propri enti privati, da qui la trasformazione in società per azioni e la creazione si un sistema che attribuì un potere sempre crescente alle, tanto contestate, fondazioni. Fu solo l'inizio di un periodo di forte fermento che, dal mondo bancario, si ripercosse, inevitabilmente, anche negli altri settori. Questi furono gli anni delle grandi operazioni di acquisizione e fusione guidate, soprattutto inizialmente, dalla frenesia di accaparrarsi quote di mercato e aree non ancora battute dalla concorrenza, dalla volontà di aumentare dimensione e prestigio della propria società, oltre che da logiche più propriamente strategiche e di ricerca della massima efficienza.

Dal 1998 al 2006 le operazioni di M&A in ambito bancario, a livello mondiale, ammontavano a circa 2.057, per un valore complessivo stimato di circa 848.943 milioni di euro[3]. Negli anni 2000 il fenomeno non si è arrestato, anzi, per subire un'inevitabile flessione in seguito alla crisi del 2008, ma riprendendo vigore già negli ultimi anni. Studi condotti dalla Banca Centrale Europea stimano che fusioni e acquisizioni bancarie nell'area dell'euro, nel quadriennio 2000-2004, abbiano raggiunto quota 485 per un controvalore di 182 miliardi di euro circa; dati relativi al periodo 2005-2008 registrano 275 operazioni, in calo dunque rispetto agli anni precedenti, tuttavia il valore di tali operazioni ha raggiunto i 269 miliardi di euro[4]. Una ricerca promossa invece da Banca d'Italia[5], che analizza il fenomeno relativamente agli anni 1995-1999, ha individuato un numero di acquisizioni nella nostra penisola all'epoca pari a 267 (escluse casse di risparmio, banche straniere, istituzioni di credito a lungo termine) per un valore mediano degli *asset* che complessivamente si aggira intorno a 840 milioni di euro. Secondo Thomson Financial, infine, le operazioni di concentrazione avvenute tra 1997 e 2001 tra intermediari bancari italiani hanno rappresentato, con un valore totale di 70

[3] Si veda A. Carretta, P. Schwizer, *Le fusioni in banca. Gestire l'integrazione per creare valore*, Bancaria editrie, 2008c, p.33.

[4] Fonti: Zephyr, Bureau van Kijk ed elaborazioni della BCE.

[5] Si veda a tal proposito la ricerca effettuata dal Servizio Studi di Banca d'Italia (a cura di A. De Vincenzo, C. Doria and C. Salleo), "*Efficiency vs. agency motivations for bank takeovers: some empirical evidence*", n. 587, maggio 2006.

miliardi di euro, ben il 22 per cento delle operazioni bancarie avvenute all'interno dell'Unione Europea, esso rappresenta inoltre il valore cumulato più elevato registrato rispetto agli altri paesi europei[6].

L'elaborato si articola in tre capitoli.

Il primo capitolo si occupa di tracciare il quadro teorico di riferimento: il *modello della stratificazione del valore*. Tale approccio dev'essere, tuttavia, analizzato tenendo presente sin da subito la prospettiva da adottare in questa sede, ovvero quella bancaria. Si tratta di una chiave di lettura fondamentale per comprendere al meglio le dinamiche e le logiche sottese alle diverse operazioni; il capitolo in questione funge, infatti, da guida, nonché da premessa all'intero lavoro. In particolare s'indagherà il processo che porta all'individuazione del valore cosiddetto di 'acquisizione'. Partendo dal valore *stand alone,* approfondendo il concetto di *fair value* e analizzando il maggior valore conferito (almeno teoricamente) dalle sinergie ottenibili, sarà possibile capire i meccanismi insiti nel processo di determinazione del valore ed enucleare così il problema cardine dell'intero elaborato: come si giustifica e si esplica l'attribuzione di un dato valore in una particolare operazione interbancaria. L'assunzione di questa metodologia offre una prospettiva di analisi particolare, esistono, infatti, anche altri metodi che consentono di giungere a valutazioni anche molto diverse, ma la scelta è ricaduta su questa per una serie di motivi: innanzitutto si tratta di un approccio ampio che ha il pregio di valutare l'intera banca *target* considerando altresì la *bidder*; si basa su dati contabili, tuttavia consente di dare valore alle prospettive future – non espressamente contenute nei dati di bilancio –; tale metodo permette inoltre di valorizzare singolarmente i diversi 'strati' creati dalle sinergie potenzialmente ottenibili; infine consente una visione oggettiva, nella soggettività dell'approccio (come verrà spiegato meglio nel prosieguo), in quanto non si basa su valori di mercato.

Il secondo capitolo ha l'obiettivo di analizzare il fenomeno entro il quale ci si colloca così com'è osservabile dall'esterno, nelle sue peculiarità e caratteristiche

[6] Banca d'Italia, *Relazione Annuale 2002*, 31 maggio 2003, p. 344.

portanti. In questa sezione, dopo aver delineato brevemente le tendenze storicamente perseguite, ci si soffermerà sulla natura delle operazioni, le sinergie ricercate, le modalità di scelta di un'operazione piuttosto che di un'altra, l'analisi delle tipiche banche *target* e *bidder*. Si analizzeranno, anche empiricamente, gli effetti che il fenomeno ha avuto sulle performance, i connotati, la natura degli istituti in oggetto. Tutto ciò sarà utile ad avere più chiaro il quadro che nella realtà si prospetta quotidianamente quando si affrontano simili tematiche e nello specifico per avere tutti gli strumenti utili per affrontare il caso proposto dell'ultima parte della trattazione.

Il terzo capitolo si propone, appunto, di fornire uno sviluppo applicativo alla questione finora studiata. Il caso preso in esame è l'acquisizione, da parte di Monte dei Paschi di Siena, di Banca Antonveneta annunciata nel 2007, esso è stato scelto proprio per il clamore delle vicende in cui recentemente l'istituto toscano è risultato coinvolto. Si è optato per l'analisi di tale operazione poiché, proprio per la sua portata e le sue apparenti contraddizioni, è parsa ideale per scandagliare il problema in tutte le sue sfaccettature, nonché per dimostrare, o meno, in che misura l'impianto teorico di riferimento riuscisse effettivamente ad illustrare e chiarire i valori che l'evidenza empirica rende manifesti. Pertanto oltre alla delineazione dei tratti principali dei soggetti coinvolti, all'individuazione delle peculiarità e delle modalità di attuazione dell'acquisizione in questione, ci si soffermerà sull'applicazione vera e propria del modello di cui al primo capitolo, provvedendo, innanzitutto, a una stima del flusso *stand alone* di Antonveneta, per poi stimare le possibili sinergie di cui l'acquirente avrebbe ipoteticamente goduto, calcolare quindi i vari flussi differenziali potenzialmente ottenibili e concludere l'analisi interpretando l'evidenza alla luce delle stime. Sarà cura di chi scrive, infine, interpretare i dati stimati tenendo in debita considerazione le caratteristiche delle due realtà, entrambe assai importanti anche a livello storico per la nostra penisola, nonché in relazione al quadro macroeconomico congiunturale e gli effetti che si sono in seguito manifestati.

Tale tesi si auspica pertanto di dare una delle differenti e possibili interpretazioni a una problematica di tale portata; non è nell'interesse di chi scrive dare alcun

giudizio di merito, si tratta, invero, di un lavoro di analisi e stima in base ai dati disponibili, utile a comprendere e indagare al meglio la questione suddetta. Concludendo, si vuole sottolineare ancora una volta la natura di tale trattazione, ovvero un lavoro di ricerca e approfondimento, che non ha, per ovvi motivi, la pretesa di esaurire una questione così complessa e articolata.

CAPITOLO 1.

IL MODELLO DI STRATIFICAZIONE DEL VALORE NELLA PROSPETTIVA BANCARIA

1.1 Considerazioni iniziali

Prima di addentrarci nello studio puntuale del modello teorico, appare opportuno compiere delle considerazioni preliminari. Fino al 1980 gli studi incentrati sulla valutazione delle banche in Italia appaiono quanto mai scarsi e arretrati; la prima monografia, *La valutazione delle banche in ipotesi di cessione* (S. Preda), risale proprio al 1980, tuttavia a questa non seguirono numerosi altri interventi, almeno fino agli anni '90. Il motivo di un così scarso interesse è da attribuire, innanzitutto, alla presenza di enti creditizi dalla natura giuridica, struttura e obiettivi assai variegati; il peso esercitato dallo Stato nel settore creditizio fu sicuramente un altro elemento decisivo, così come le finalità non sempre propriamente economiche alla base delle operazioni di concentrazione e infine, l'immobilismo degli assetti proprietari caratterizzante il panorama bancario di quegli anni, dominato da istituti prevalentemente di natura pubblica. Un altro elemento degno di nota è rappresentato dall'ordinamento vigente, il quale poneva forti limitazioni ai processi di integrazione[7]. Sarà, come già annunciato, solo con la legge n. 218 del 1990[8] che la situazione subirà un progressivo mutamento. Il fermento provocato da quella che sarà chiamata *cold privatization,*

[7] A tal proposito si veda G. Birindelli, *Variabili e metodi nel processo di valutazione delle imprese bancarie*, Giuffrè, Milano, 1999.

[8] Si tratta della legge 30 luglio 1990, n.218, meglio nota come "Legge Amato - Carli" (vedi nota n. 2).

consentirà di rinnovare l'interesse in merito alla valutazione degli istituti di credito; seguiranno diversi studi e ricerche, resi possibili dai maggiori dati e modelli pervenuti, in continuo adeguamento con i mutamenti subiti dal settore. Ciò nonostante, molti degli strumenti usati appaiono oggi ancora rudimentali e alterati da vizi logici. In particolare, Zanetti afferma che esiste una *"distonia tra valutazioni strategiche ex ante e misurazioni economico finanziarie ex post"*[9]. Ciò si verifica, in primo luogo, perché gli effetti positivi di un'operazione di acquisizione, piuttosto che di fusione, non si manifestano in via immediata, anzi, il più delle volte sono osservabili solo a distanza di un certo intervallo di tempo; d'altro canto le sinergie ottenibili non necessariamente si ripercuotono immediatamente sulla redditività o sul valore di mercato delle azioni, anche se quest'ultima ipotesi è solitamente più probabile. Molto spesso i vantaggi sono latenti, almeno inizialmente, e si traducono, per esempio, in una diminuzione del livello di rischio, oppure nella razionalizzazione dell'organizzazione, o ancora nella possibilità di sfruttare i così detti *intangibles* (*know-how*, marchio, reti comuni, etc.).

Sono queste le motivazioni che rendono necessario un approccio valutativo ampio ed integrato, focalizzato, non solo sull'analisi dell'azienda oggetto della valutazione, ma anche sul contesto in cui essa è inserita, il suo *modus operandi*, la sua capacità di relazionarsi con l'ambiente circostante e in particolare con l'azienda acquirente.

1.2 Il valore di acquisizione. I flussi rilevanti.[10]

Le operazioni di acquisizione sono, insieme a fusioni e incorporazioni, i meccanismi più rapidi di crescita per un'azienda, in particolare in questi casi si

[9] Si veda L. Zanetti, *La valutazione delle acquisizioni. Sinergie, rischio e prezzi*, Giuffrè, Milano, 2000, p. 9.

[10] Per il paragrafo che segue cfr. M. Massari, L. Zanetti, *Valutazione – Fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario*, McGraw-Hill, Milano, 2008, §12.2.

parla di 'crescita per linee esterne', diversamente si avrà una 'crescita per linee interne' se essa avverrà tramite strumenti propri dell'azienda esistenti o meno.
Ciò detto, le tipologie di acquisizione sono molteplici e pertanto in relazione al fine che si intenderà perseguire si parlerà di espansione pura, piuttosto che di integrazione verticale o diversificazione; tuttavia in una prospettiva bancaria questa distinzione risulta poco significativa. La Torre, infatti, parla delle concentrazioni bancarie come di operazioni di *"diversificazione"*, utilizzando tale termine con un'accezione ampia e alquanto peculiare: intendendo una diversificazione non solo in termini di prodotti offerti, ma anche geografica e di rischio[11]. Si avrà modo di considerare nel dettaglio tali aspetti nei prossimi paragrafi, ora è volontà di chi scrive porre l'attenzione sul concetto cardine del presente lavoro: il valore di acquisizione.
Esso può essere definito come la grandezza attribuibile *ex ante* all'azienda target, nel caso di acquisizione da parte di uno specifico acquirente, il quale avrà caratteristiche e capacità tali da portare l'azienda a raggiungere il valore suddetto. I valori di acquisizione sono alla base della formazione dei prezzi nel cosiddetto 'mercato del controllo', cioè il mercato delle acquisizioni e cessioni d'azienda, che si contrappone al mercato dei beni e servizi, sono inoltre fondamentali per la determinazione dei *fair market value*, ovvero i valori equi (detti anche 'prezzi di consenso') attribuibili alle imprese. Perché esistono varie configurazioni di valore attribuibili ad una stessa entità? Ebbene, tale quesito trova una spiegazione plausibile innanzitutto se ci si sofferma sul concetto di efficienza informativa dei mercati. Fama, uno dei maggiori teorici in merito, negli anni '70 definì i mercati efficienti, quei mercati i cui i prezzi riflettono pienamente e correttamente tutte le informazioni disponibili. In particolare Fama introdusse il concetto di "*strong form efficency*[12]": configurazione in cui i prezzi che si formano nel mercato incorporano tutte le informazioni storiche, pubbliche e private. Evidentemente i mercati efficienti in forma forte nella realtà non esistono, semmai si può arrivare

[11] M. La Torre, *Le concentrazioni tra banche: riflessi gestionali e dinamiche di mercato*, Utet libreria, Torino, 2000, p. 61.
[12] Si veda E. Fama "*Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*", in "Journal of Finance", 1970, pp. 383-417.

ad un'efficienza 'debole', intendendo con essa la situazione in cui i prezzi assorbono solo le informazioni desumibili dai prezzi storici. Nel panorama che si sta analizzando, si potrebbe pensare che spesso non vi sia nemmeno un'efficienza in forma debole, perché innanzitutto i soggetti coinvolti nei *deal* non dispongono delle stesse informazioni (asimmetria informativa); in secondo luogo le varie configurazioni di valore non sempre rispecchiano – anzi, difficilmente ciò accade – le informazioni storiche, pubbliche e private; in terzo luogo i valori che si creano e i relativi prezzi hanno una fortissima connotazione soggettiva, a dimostrazione del fatto che i mercati, oltretutto, non sono perfetti. Solo partendo da questo presupposto è possibile giustificare, dal punto di vista logico, l'esistenza di più grandezze rappresentative di una stessa realtà. Un altro aspetto da considerare è quello della soggettività dei valori, ne esistono di molteplici perché diverse sono le stime soggettive effettuate, di questo si avrà modo di parlare in seguito.

Prima di analizzare il processo che porta all'individuazione della grandezza oggetto di analisi, appare necessario soffermarsi sul concetto di valore *stand alone*. Innanzitutto con quest'espressione di fa riferimento a un'astrazione, a differenza del valore di acquisizione e delle varie tipologie di prezzo, che invece si riferiscono ad apprezzamenti concreti del valore. Massari definisce il valore *stand alone* come *"quel valore che potrebbe essere attribuito a un'impresa nelle sue attuali condizioni di gestione, senza cioè considerare gli effetti degli interventi dei potenziali acquirenti né la valorizzazione di eventuali 'benefici privati'*[13]*"*. Il valore *stand alone,* secondo un'altra visione, non sarebbe altro se non il valore dell'impresa dal punto di vista del classico investitore finanziario, cioè di colui che normalmente si limita ad acquistare partecipazioni azionarie non particolarmente rilevanti dal punto di vista del controllo e risulta, quindi, non direttamente coinvolto nell'attività gestionale. Un altro approccio fa coincidere il valore *stand alone* con il valore del 'capitale economico', esso rappresenterebbe il valore dell'azienda inteso nella sua capacità di produrre reddito, in

[13] M. Massari, *Finanza aziendale. Valutazione,* McGraw-Hill, Milano, 1998, p. 183.

contrapposizione al cosiddetto 'capitale contabile', ritenuto non sufficientemente rappresentativo[14].

Generalmente i flussi di cassa prodotti dalle aziende sono stimati *on stand alone basis*, ciò significa che sono calcolati prendendo come riferimento i piani aziendali elaborati dall'*incumbent management* (il management che gestisce l'impresa in quel momento), i flussi così ottenuti rappresentano il valore dell'azienda così com'è osservabile in quell'istante, considerandola un'entità autonoma e a sé stante. È questo il punto di partenza utilizzato anche dagli analisti quando utilizzano l'approccio *Discounted Cash Flow* per valorizzare le società quotate, ai flussi così ottenuti si andranno a sommare le opportunità di crescita. Risulta, pertanto, alquanto ovvio partire da questa grandezza per comprendere come si sviluppi il processo di elaborazione di quello che sarà il valore di acquisizione vero e proprio. Lo *stand alone value* può essere considerato una sorta di grandezza di base, è a questa grandezza che giunge, per esempio, il perito quando gli viene richiesto di stimare il valore di una determinata società in vista di una possibile operazione d'integrazione. Esso, tuttavia, non appare sufficientemente rappresentativo se ci si pone in una prospettiva di acquisizioni, fusioni, o anche semplicemente di trasferimenti di pacchetti azionari di rilievo, poiché, in simili ipotesi, la configurazione proposta non è in grado di racchiudere tutta una serie di potenzialità e di benefici aggiuntivi che l'operazione potrebbe generare. Le operazioni di concentrazione, infatti, vengono poste in essere, generalmente, con le finalità di ottenere vantaggi che altrimenti non sarebbe possibile, o quantomeno molto più difficile, raggiungere. Facendo particolare riferimento alle aziende di credito (ma non vale solo per esse), tali operazioni, solitamente, hanno luogo laddove il territorio in cui è inserita la società *target*, i segmenti di clientela serviti, il grado di diversificazione dei servizi finanziari, offrono possibilità di sviluppo interessanti per la società *bidder*. Diventano le sinergie, le variabili guida dei processi di

[14] Si veda a tal proposito L. Guatri, "*Verso una nuova sistemazione concettuale della varietà pratica dei metodi di valutazione delle imprese*", in "La valutazione delle aziende", 7/1997, pp. 3-13.

integrazione e proprio per questo motivo appare inevitabile che godano di un'opportuna ponderazione.

A questo punto è possibile illustrare quali siano i flussi che entrano nel processo che porterà alla formazione dei *fair market value* e dei prezzi nel mercato del controllo. Per semplicità di analisi si divideranno innanzitutto in:

- Flussi rilevanti per il venditore;
- Flussi rilevanti per il potenziale acquirente.

Si tratta di flussi soggettivi, nel senso che fanno riferimento alla sfera di quel particolare soggetto, mentre se si trattasse di un altro, i valori potrebbero essere anche sostanzialmente differenti. È importante sottolinearlo, poiché lo stesso valore di acquisizione è una grandezza strettamente correlata alle caratteristiche dello specifico *deal* ed è ottenuto valorizzando i flussi riferiti a quel particolare acquirente e venditore. Inoltre è sempre opportuno ricordare la prospettiva in cui ci si colloca, ovvero quella bancaria, con tutte le peculiarità e particolarità del caso. Tornando ora ai flussi riferibili al venditore, essi a loro volta si articolano in:

- Flussi *stand alone* (F_{sa});
- Flussi riferibili ai benefici privati che decurtano il valore *stand alone* (F_{bp}), come per esempio le remunerazioni a favore di manager superiori agli standard, l'uso privato di beni aziendali. In particolare si potrebbe verificare il caso in cui, tra consociate, l'una imponga all'altra condizioni di finanziamento, molto vantaggiose per chi lo concede, meno per l'altra. Sempre nel caso di un gruppo, potrebbe accadere che i prezzi di trasferimento, per servizi di varia natura (quali consulenze o servizi finanziari), siano superiori a quelli di mercato con la conseguente decurtazione dei flussi ottenibili;
- Flussi riferibili ai benefici privati che non decurtano il valore *stand alone* (F_{bp^*}), ineriscono principalmente alla possibilità di utilizzare risorse intangibili dell'impresa (marchio, reputazione, *know-how*), reti di relazioni, informazioni aziendali.

Per quanto concerne i flussi rilevanti nella prospettiva dell'acquirente essi si possono suddividere, similmente, in:

- Flussi *stand alone* (F_{sa}) (relativi all'*incumbent management)*;
- Flussi riferibili alle migliori capacità di gestione di un nuovo management e allo sviluppo delle cosiddette *take over synergy* [15] (F_d). Queste ultime dipendono dalla tipologia di acquirente: è possibile che si creino delle sinergie operative, se l'acquirente opera nello stesso settore industriale o in settori correlati; le sinergie di carattere finanziario saranno conseguibili, invece, quando, ad esempio, l'acquirente ha la possibilità di realizzare operazioni di integrazione industriale, oppure gode di una posizione finanziaria solida che potrebbe consentire alla *target* di ottenere finanziamenti a condizioni più vantaggiose. Nel caso di integrazioni interbancarie le sinergie operative possono essere più o meno marcate, il problema, infatti, non è tanto il settore di appartenenza (essendo il medesimo), quanto piuttosto il rischio di possibili 'cannibalizzazioni', di accrescere le inefficienze, disperdere i costi, questo perché talvolta può accadere di non essere in grado a gestire adeguatamente la nuova realtà. Ciononostante, pare che più spesso le concentrazioni bancarie offrano sviluppi positivi da questo punto di vista, consentendo innanzitutto di sfruttare economie di scala e di scopo, reti di clienti ed rendere maggiormente efficiente organizzazione e funzioni societarie. Le sinergie finanziarie, declinate in ambito bancario, possono essere ricollegate ad un'attenuazione dei rischi, alla possibilità di ottenere più facilmente finanziamenti o, grazie alle risorse della *bidder,* di effettuare investimenti di ampia portata, così come di operare a livello interazionale o disporre delle risorse utili per servire in modo più adeguato grandi clienti. Esistono, infine, vere e proprie sinergie fiscali che consistono sostanzialmente nella possibilità di operare delle compensazioni tra le perdite di una società e gli utili dell'altra.

[15] Le *take over synergy*, ovvero le sinergie da compravendita, fanno riferimento ai benefici che possono essere colti e sfruttati grazie alla sostituzione dell'*incumbent management* con professionisti più capaci ed alle sinergie che operazioni di questo tipo possono creare a livello industriale e commerciale.

- Flussi riferibili ai benefici privati che decurtano il valore *stand alone* (F_{bp}), simili a quelli visti per il venditore;
- Flussi riferibili ai benefici privati che non decurtano il valore *stand alone* (F_{bp*}), simili a quelli incontrati parlando del venditore. Tali flussi concernono oltre alla possibilità di utilizzare i beni intangibili visti, lo sfruttamento di rapporti già instaurati con i clienti, informazioni aziendali, cultura aziendale, l'intero sistema di procedure esistente e così via.

Concludendo, i flussi coinvolti nella determinazione dei prezzi nel mercato del controllo se la cessione riguarda l'intero capitale, sono i seguenti:

- Per i VENDITORI: $(F_{sa} - F_{bp}) + F_{bp} + F_{bp*}$
- Per i COMPRATORI: $(F_{sa} - F_{bp}) + F_d + F_{bp} + F_{bp*}$

Semplificando i flussi relativi ai benefici privati F_{bp} si ottiene:

- Per i VENDITORI: $F_{sa} + F_{bp}^*$
- Per i COMPRATORI: $F_{sa} + F_d + F_{bp}^*$

1.3 Dal valore *stand alone* al *fair market value*

L'analisi proposta nel paragrafo precedente permette di comprendere meglio come si possa giungere, partendo da un valore piuttosto oggettivo quale quello *stand alone*, in prima battuta ai *fair market value*, in seconda ai valori di acquisizione e, infine, ai prezzi che si generano nel mercato del controllo.

Il valore *fair* non è altro se non il 'prezzo equo', ovvero il prezzo che con tutta probabilità si dovrebbe formare nel mercato. Il *fair value* viene assimilato al prezzo massimo che dovrebbe essere disposto a pagare un investitore finanziario o un intermediario, un soggetto cioè che di per sé non riuscirebbe ad ottenere

sinergie particolari, operative o strategiche che siano, ma solo quelle dirette, cioè non specifiche, a cui chiunque potrebbe giungere. Si tratta di una situazione in cui, però, non vi è solo un basilare *efficientamento* dell'azienda, ma un ulteriore sforzo come ad esempio: il cambiamento del management e l'inserimento di professionisti più capaci, la ristrutturazione del passivo o la ricerca di sinergie di carattere generale. La determinazione dei 'prezzi di consenso' (come vengono anche definiti i *fair value*) è condizionata principalmente da due fattori:

- il numero dei potenziali acquirenti interessati realmente a presentare un'offerta in assenza di alcun tipo di accordo tra questi;
- la simmetria motivazionale tra i cosiddetti *willing bidder*[16].

Il primo aspetto attiene al grado di concorrenza presente, esso fino agli anni '90, era molto basso nel mercato bancario italiano, sarà solo in seguito agli eventi già resi noti che la situazione subirà un modesto cambiamento. D'altra parte, l'offerta limitata rispetto alla domanda in ambito di operazioni interbancarie (se ne parlerà più approfonditamente nel prosieguo della trattazione), rende tale settore molto più competitivo, tendendo a far aumentare il 'valore equo' e di conseguenza il prezzo effettivamente pagato.

Il secondo fattore può essere meglio compreso analizzando i benefici attesi e le cosiddette *takeover synergy*. A tal proposito, si è già accennato alle sinergie che un acquirente può conseguire mediante simili operazioni parlando dei flussi rilevanti, tali vantaggi non sono raggiungibili da chiunque e allo stesso modo. Questa disuguaglianza nel perseguimento e nell'ottenimento di determinati risultati influenza il valore considerato equo che si attribuisce a una realtà aziendale[17].

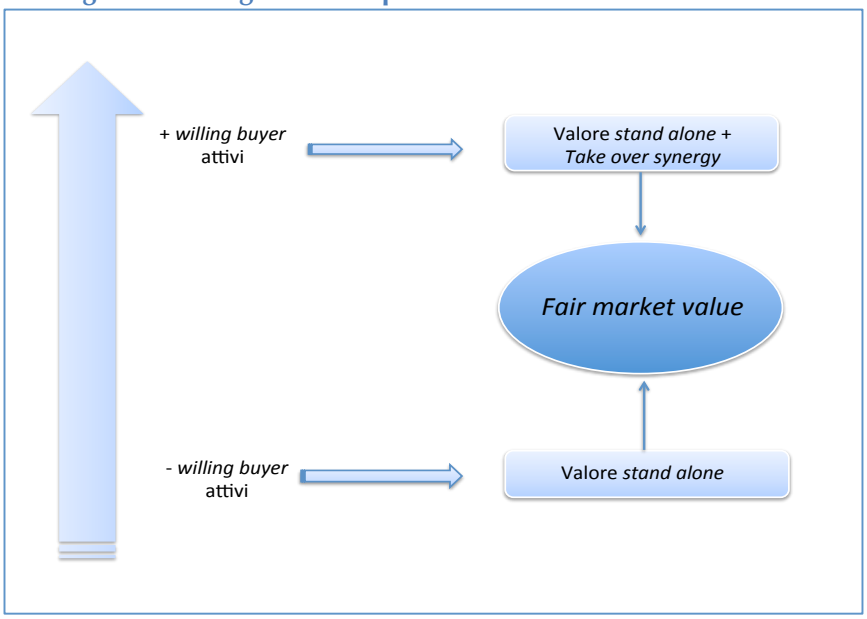
Infine, come mostra la *figura 1.1*, il *fair value* si muoverà verso un valore allineabile a quello *stand alone*, nel momento in cui i possibili acquirenti siano scarsi o perlomeno scarsi siano quelli realmente interessati all'acquisto; viceversa, quando questi sono presenti in misura maggiore, il valore attribuito, almeno in via

[16] Per *willing bidder* si intendono possibili acquirenti realmente motivati all'eventuale acquisto. A tal proposito si veda M. Massari, L. Zanetti, op. cit., 2008, p. 402.

[17] Cfr. G. Birindelli, op. cit., Giuffrè, Milano, 1999, § 1.2, 1.3.

teorica, all'impresa sarà più elevato e conseguentemente esso si avvicinerà ad un valore *stand alone* maggiorato della quota riferibile alle *takeover synergy*[18].

Figura 1.1 *Range* in cui si può collocare il *fair market value*.



Fonte: nostra elaborazione da Massari, Zanetti, op.cit., 2008, p. 405.

1.4 Il valore creato dall'acquisizione[19]

Sino a questo momento si sono poste le basi per capire quali elementi entrino in campo laddove si voglia intraprendere un'operazione di acquisizione aziendale. Nel corso del secondo capitolo l'analisi del ruolo delle sinergie e di altri fattori, consentirà di approfondire lo studio del fenomeno e di come esso si articoli nel mercato interbancario. In questa sede l'attenzione si concentrerà sul processo di creazione del valore e sui principali effetti che tali operazioni comportano a livello di valutazione. Il miglior modo per comprendere la creazione di valore riuscendo a cogliere l'interezza del fenomeno, è quella di considerare, come affermano Massari e Zanetti, il caso di un "*acquirente strategico*[20]". Con questa espressione si

[18] A tal proposito si veda M. Massari, L. Zanetti, op. cit., 2008, cap. 13.

[19] Per la redazione del seguente paragrafo si è preso come punto di riferimento M. Massari, L. Zanetti, op. cit., 2008, § 12.4.

[20] M. Massari, L. Zanetti, op. cit., 2008, p. 372.

fa riferimento ad un soggetto che opera nello stesso settore industriale dell'azienda *target* o in settori strettamente correlati, si tratta pertanto di una società che può sfruttare sinergie operative oltre a quelle raggiungibili da un qualsiasi investitore. Nell'ambito di acquisizioni interbancarie quest'ipotesi è insita nel campo di analisi, a scanso di equivoci è bene precisare che in questa sede si farà riferimento prevalentemente a istituti di credito propriamente detti. Un'altra ipotesi importante attiene al fatto che l'acquisizione riguardi l'intero capitale aziendale.
Delineato l'ambiente in cui ci si colloca, è possibile ora dare una sintetica definizione di 'valore netto creato dall'acquisizione': esso può essere fatto coincidere con la differenza tra il valore di acquisizione e il prezzo pagato.

$$NPVacq = Wacq - P$$

dove:

$NPVacq$ = *Net Present Value* di acquisizione

$Wacq$ = Valore di acquisizione

P = Prezzo pagato dall'acquirente

In particolare, il valore di acquisizione corrisponde al valore attuale della somma, non solo, dei flussi di cassa *stand alone*, ma anche di quelli derivanti dalle sinergie che ci si attende di realizzare con l'operazione. Può essere individuato dalla formula che segue:

$$Wacq = Ws + Wd$$

dove:

Wacq = valore di acquisizione

Ws = valore dei flussi di cassa *stand alone*

Wd = valore dei flussi differenziali prodotti dalle sinergie attese ottenibili

Tornando al *Net Present Value*, la sua entità dipenderà, come si è già accennato, da diverse variabili, primi fra tutti il potere contrattuale degli acquirenti interessati e la concertazione nel settore. Nel caso del settore bancario la situazione è ancor più peculiare, in quanto, proprio per i motivi precedentemente enunciati di scarsità dell'offerta rispetto alla domanda, i prezzi risultano particolarmente

elevati. Di questo e altri aspetti si discuterà approfonditamente nel secondo capitolo.

In vista del modello di valutazione che si applicherà in seguito, appare, a questo punto, utile soffermarsi sugli effetti che un'operazione di acquisizione può generare. Quando si mettono in atto forme di crescita per via 'esterna', infatti, si deve tenere in debita considerazione tutta una serie di mutamenti sistemici che coinvolgeranno l'intera azienda, ma spesso anche l'ambiente circostante ed il suo relazionarsi con esso. Tre sono i principali effetti che si vogliono considerare; essi possono essere intesi, se vogliamo, come tre grandi raggruppamenti in cui far confluire i vari risultati particolari. Elencandoli brevemente essi sono:

- Effetto quantità;
- Effetto qualità;
- Effetto finanziario.

EFFETTO QUANTITÀ

L'effetto quantità inerisce alle ripercussioni dell'acquisizione sui flussi incrementali di risultato portati a casa dall'acquirente. Come si è visto, normalmente non si genera una semplice addizione tra i flussi dell'impresa *bidder* e quelli della *target*, bensì quello che si dovrebbe generare è ulteriore valore. Questo valore addizionale non è altro che il frutto dei processi di integrazione messi in atto dall'acquirente, volti al raggiungimento delle cosiddette *take over synergy*. I flussi ottenibili da tali sinergie possono essere suddivisi, per praticità, in tre tipologie:

- flussi incrementali riferibili al potere di mercato derivano dall'accrescimento o dal consolidamento della propria quota di mercato, con conseguenze spesso rilevanti a livello di ricavi, concorrenza, prezzi; sono difficili da stimare *ex ante*, ma tenuti in grandissima considerazione. Molte delle acquisizioni interbancarie hanno come movente proprio la ricerca di questo tipo di risultati, l'obiettivo è spesso quello di rafforzare il proprio potere e

quindi puntare a zone limitrofe, o addirittura cercare di accaparrarsi aree di mercato ancora poco battute dalla concorrenza.

- Flussi incrementali riferibili alla razionalizzazione aziendale e riguardanti la sfera strutturale e organizzativa, essi nascono dalla maggiore efficienza raggiunta nelle diverse funzioni aziendali. Il più dei casi, in seguito a processi di integrazione, le funzioni aziendali che risultano duplicate convoglieranno in un'unica struttura contenete ciascun'unità funzionale necessaria, evitando il più possibile sprechi, duplicazione di costi e razionalizzano al massimo l'organizzazione;
- Flussi incrementali riferibili agli *intangibles,* essi concernono la possibilità di sfruttare e utilizzare il capitale immateriale dell'acquisita, *know-how*, reputazione, marchio, rapporti con i clienti, procedure, cultura aziendale, 'capitale umano' e così via. Nella realtà in oggetto il portafoglio clienti è essenziale, così come l'aspetto reputazionale, ereditare beni intangibili di questo tipo, saperli sfruttare ed utilizzare al meglio significa non solo aver fatto un buon affare, ma soprattutto aver incrementato il valore della propria banca.

EFFETTO QUALITÀ

L'effetto denominato 'qualità' inerisce principalmente al profilo di rischio, spesso ci si auspica che le integrazioni apportino, grazie all'aumento delle dimensioni generato, maggiore solidità e dunque una percezione di rischio inferiore da parte del mercato, nonché un'effettiva situazione di minore rischiosità interna, questo è quello che spesso accade. Le acquisizioni e fusioni possono quindi avere ripercussioni significative sia a livello di rischio 'specifico', si tratta cioè del rischio legato alle caratteristiche delle singole attività aziendali; sia per quanto attiene al rischio 'sistematico', che non può essere eliminato, indipendentemente da quanto gli investitori diversifichino il loro portafoglio. In entrambi i sensi la diminuzione della rischiosità aziendale presuppone evidentemente che le operazioni siano adeguatamente ponderate e abbiano una solida logica strategica, in assenza di questo oltre a problematiche che si potrebbero

manifestare internamente, il mercato non reagirà positivamente, anzi. Nel mondo bancario (e finanziario in genere), tuttavia, non è raro si verifichi il contrario. Può accadere che, per stime errate, l'operazione si riveli deleteria da questo punto di vista, poiché per esempio va ad intaccare equilibri ormai consolidati, o a esplorare nuovi mercati in cui la *bidder* non riesce a inserirsi al meglio, provocando l'insorgere di fragilità e debolezze che altrimenti non si sarebbero verificate. In una prospettiva bancaria il profilo di rischio è un aspetto assai rilevante, basti pensare al *rating*, alle ripercussioni sulla fiducia, sull'affidabilità e sulla credibilità non solo nei confronti dei clienti (consumatori o imprese che siano), ma anche degli altri istituti di credito, società di assicurazione e intermediari in genere. La percezione di un rischio più elevato può, infatti, tradursi in una spirale molto pericolosa, fino a portare, all'estremo, la banca al collasso. Si tratta, pertanto, di un aspetto da tenere in debita considerazione e la cui attenta stima si rende indispensabile in tema di integrazioni.

EFFETTO FINANZIARIO

L'effetto finanziario è strettamente correlato all'effetto qualità in quanto, di norma, il miglioramento del profilo di rischio si traduce nell'ottenimento più agevole di finanziamenti. Tuttavia tale effetto non si esaurisce qui, comprendendo anche la possibilità di aumentare il *debt equity ratio* e, in questo modo, di godere dei benefici fiscali che comporta la deducibilità degli interessi passivi. Spesso poi tra due o più banche che intendono integrarsi, si instaurano rapporti che consentono di ottenere altri benefici collaterali quali condizioni di finanziamento, servizi e prodotti finanziari a condizioni più vantaggiose.

Alla luce di queste considerazioni il valore dell'impresa *target* può essere anche calcolato con la seguente formula:

$$Wacq(B) = W(A+B) - W(A)$$

Wacq = valore di acquisizione dell'impresa *target*

W (A + B) = valore della nuova società creata dall'unione di A e B

W (A) = valore dell'acquirente (considerato singolarmente).

È proprio *W* (A + B) a contenere al suo interno tutti gli effetti sopra citati e le sinergie eventualmente conseguite.

1.5 Il modello di stratificazione del valore[21]

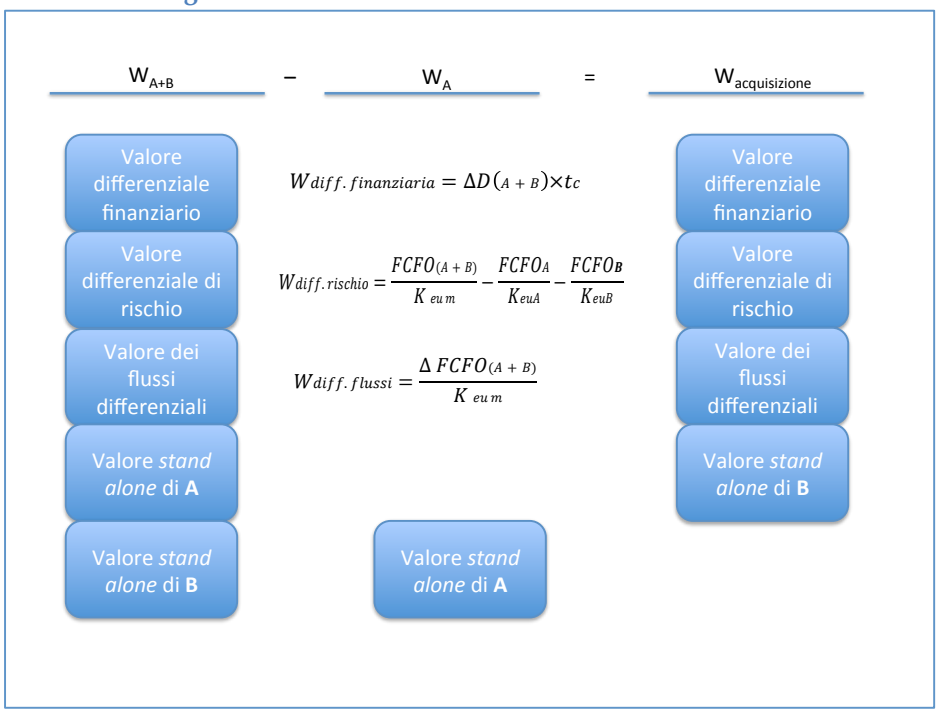
Enucleati i principali effetti che un'acquisizione dovrebbe consentire di raggiungere, si opterà per una loro analisi puntuale piuttosto che sintetica: Massari e Zanetti denominano tale approccio *modello di stratificazione del valore*. Come affermano i loro ideatori, i vantaggi di un modello simile consistono, innanzitutto, in una migliore comprensione delle logiche giustificative del fenomeno, aspetto che le stime analitiche non riescono a garantire; in secondo luogo esso consente di individuare con maggiore accuratezza le aree di rischio. Il termine 'stratificazione' esprime in maniera efficace come si realizza, in termini figurati, la creazione del valore di acquisizione, offrendo l'immagine di una serie di strati che si appoggiano e sedimentano l'uno sull'altro per creare la struttura finale. La *figura 1.2* richiama l'idea appena esposta, illustrando quali valori entrano in gioco nella stratificazione. Il modello proposto viene suddiviso in varie fasi, ognuna delle quali ha l'utilità di valorizzare un singolo 'strato', appunto.

Le ipotesi sottese a tale modello sono:

1) i flussi utilizzati sono *unlevered*, si tratta cioè dei flussi riferibili all'azienda in assenza di indebitamento;
2) separatamente vengono considerati gli scudi fiscali - queste prime due ipotesi rendono maggiormente efficace l'analisi - ;
3) per semplicità di calcolo si assume che i flussi siano rendite perpetue;
4) per lo stesso motivo si considera che il debito rimanga costante nel periodo considerato.

[21] Per la redazione del seguente paragrafo si veda M. Massari, L. Zanetti, op. cit., 2008, § 12.5; si veda inoltre M. Massari, op.cit., 1998, §5-2.

Figura 1.2 Modello della stratificazione del valore.



Fonte: Massari, Zanetti, op. cit., 2008, p. 376.

Fase 1: Determinazione dei valori *stand alone* di A e B

$$W stand\ alone = \frac{FCFO_A}{K_{euA}} + D_A \times t_c + \frac{FCFO_B}{K_{euB}} + D_B \times t_c$$

In cui:

FCFO = flussi di cassa operativi al netto delle imposte prodotti autonomamente da A e da B;

K_{eu} = tassi di attualizzazione per A e B, in assenza di debito;

D = indebitamento finanziario netto;

t_c = aliquota dell'imposta societaria.

La formula proposta rappresenta il primo passo di una serie di fasi che porteranno alla definizione del valore di acquisizione. Si tratta del valore *stand alone* delle due realtà congiuntamente considerate, ottenute sommando ai flussi di A e di B attualizzati, i valori degli scudi fiscali relativi ($D \times t_c$). Evidentemente, il calcolo presentato necessita degli opportuni affinamenti, dal momento che esso consente

di ottenere un valore aggregato di A e B, considerandole come entità separate e quindi in un'ottica in ogni caso *stand alone*. Il computo effettuato, infatti, identifica un risultato rappresentante l'unione delle due banche considerate come realtà a se stanti l'una dall'altra, non contempla ancora tutte le sinergie che si potranno generare. Questa è la ragione per cui si rendono necessari i successivi passaggi. Un'altra precisazione necessaria fa riferimento al fatto che la formula proposta utilizza l'approccio dell'*Adjusted Present Value*, che consiste nel valorizzare in maniera distinta la società considerata in una prospettiva *unlevered* e i risparmi di imposta dovuti alla deducibilità degli interessi passivi, procedendo con la somma di W_u e $D \times t_c$ si otterrà il valore cercato. Quest'approccio giustifica l'utilizzo di K_{eu}, ovvero il costo del capitale per l'impresa non indebitata, quale tasso di attualizzazione per i flussi generati dai rispettivi istituti, infatti, in una prospettiva *unelvered* tale configurazione eguaglia il tasso *WACC* (*Weighted Average Cost of Capital*) che sarebbe più coerente utilizzare a fronte di flussi operativi. Tale prospettiva ha il pregio di consentire la valutazione separata delle due componenti, volendo procedere poi all'individuazione del valore del capitale netto basterà sottrarre al valore così ottenuto l'indebitamento finanziario netto.

Fase 2: Determinazione del valore relativo all'effetto rischio

$$W_{diff.rischio} = \frac{FCFO_{(A+B)}}{K_{eu\,m}} - \frac{FCFO_A}{K_{euA}} - \frac{FCFO_B}{K_{euB}}$$

dove:

$FCFO_{(A+B)}$= flusso di cassa operativo al netto delle imposte prodotto da A e B;

$K_{eu\,m}$ = tasso di attualizzazione modificato per tenere conto del minor rischio patito dalla società grazie all'acquisizione.

$K_{eu\,m}$ può essere stimato a partire dai tassi relativi ad A e B, calcolando la media ponderata di questi pesata in relazione ai valori attuali dei flussi generati dalle due società. Il tasso medio ottenuto dovrà quindi essere corretto in relazione all'attenuazione o meno del rischio della nuova realtà. Un'attenuazione del

rischio consentirà di ottenere un valore positivo, un suo aumento, viceversa, un valore negativo.

Fase 3: Determinazione del valore dei flussi incrementali dovuti alle sinergie

$$W_{diff.\,flussi} = \frac{\Delta\, FCFO_{(A\,+\,B)}}{K_{\,eu\,m}}$$

In questo modo viene stimato il valore dei flussi incrementali generati dalla nuova realtà aziendale e dovuti essenzialmente ai fenomeni sinergici che hanno preso forma. In questa fase si renderà necessaria la stima e la redazione di assunzioni tali per cui sarà possibile capire le effettive ripercussioni in termini di flussi che l'acquisizione porterà con sé.

Fase 4: Determinazione del valore relativo all'effetto finanziario

$$W_{diff.\,finanziaria} = \Delta D_{(A\,+\,B)} \times t_c$$

per $\Delta D_{(A+B)}$ si intende l'indebitamento netto incrementale che la nuova realtà aziendale può sopportare grazie all'integrazione di A e B.

Ecco dunque che una volta ottenute le risultanti di ogni fase, sarà possibile procedere all'aggregazione dei relativi strati e alla conseguente individuazione del valore di acquisizione. In particolare l'*output* della prima è rappresentato dal valore di B in un'ottica *stand alone*, a questo sarà sommato il valore derivante dal decremento (incremento) della rischiosità, il valore dei flussi incrementali ottenibili dal *deal*, il valore derivante dalla possibilità di incrementare l'indebitamento finanziario netto, si otterrà in questo modo il valore di acquisizione della banca *target*.
Si tratta, come detto, di un modello basato su ipotesi di una certa rilevanza (quali per esempio la rendita perpetua prodotta dai flussi di cassa), ma in ogni caso

molto utile a fornire una stima di valutazione dettagliata e in grado di cogliere gli apporti delle singole aree che concorrono alla formazione del valore finale.
Esiste una versione semplificata del modello che nasce da esigenze di carattere non solo pratico, ma anche prudenziale. Essa conserva la somma dei valori *stand alone* delle due imprese e il valore derivante dalle sinergie generate (valore dei flussi incrementali), ma esclude i differenziali di rischio e finanziari in quanto molto più difficili da calcolare con un adeguato grado di certezza[22].

1.6 Le partecipazioni di controllo. Alcuni cenni

L'articolo 2359 del Codice Civile stabilisce che sono da considerarsi società controllate le società in cui un'altra *"dispone della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria"* oppure *"di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria"*. Le partecipazioni di controllo sono dunque quelle quote sufficienti a garantire il controllo di una data società.
La presenza di un mercato per l'acquisto e la vendita dei cosiddetti 'pacchetti di controllo' ha fatto sì che l'attenzione si focalizzasse non solo sul valore di acquisizione inteso nel senso tradizionale, ma anche sul valore di acquisizione delle cosiddette 'partecipazioni di controllo'. La peculiarità della loro valorizzazione è data dal fatto che normalmente a queste viene riconosciuto un valore che non è esattamente equo rispetto alla quota di capitale che rappresentano, ma è di solito maggiore. Ciò avviene poiché il controllo di una realtà aziendale, pur non essendo totale, ha indubbiamente i suoi vantaggi e consente di sfruttare risorse, occasioni, sinergie di cui diversamente non si potrebbe godere.
Nel valore riconosciuto a tali partecipazioni rientrano quindi:

- i flussi di cassa *stand alone*;
- i flussi differenziali prodotti dalle sinergie ottenibili dall'acquisizione del pacchetto;

[22] Si veda a tal proposito M. Massari, L. Zanetti, op. cit., 2008, capitolo 12.

- i flussi riferibili ai benefici privati, sia quelli che decurtano che quelli che non decurtano i flussi aziendali.

La formula che può rappresentare il valore così individuato sarà:

$$W_\alpha = (W_S + W_D)\times\alpha + W_{PB} * +(1-\alpha)\times W_{PB}$$

dove:

α = quota di controllo;

W_S = valore *stand alone*;

W_D = valore delle sinergie;

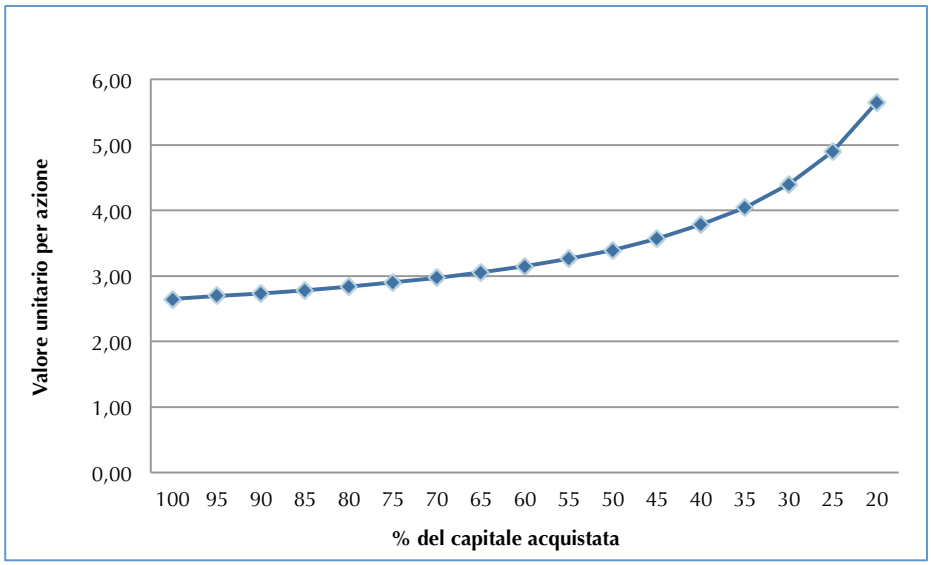
W_{PB}*= valore dei benefici privati che non decurtano i flussi aziendali;

W_{PB} = valore dei benefici privati che decurtano i flussi *stand alone*.

Il valore *stand alone* e quello riferibile alle sinergie peseranno in rapporto alla quota che effettivamente si andrà a detenere (α), in misura, dunque, proporzionale. Il valore relativo ai benefici privati che non decurtano i flussi aziendali rappresentano una costante, che non dipende dalla quota detenuta; diversamente i benefici che sottraggono valore all'azienda peseranno in misura decrescente rispetto ad α. Tutto ciò per porre l'accento sul fatto che il valore delle partecipazioni di controllo, pur dipendendo proporzionalmente dal W_S e W_D, deve tenere in debita considerazione il peso dei benefici privati. In particolare i benefici privati che non decurtano i flussi aziendali sono presenti in maniera costante, indipendentemente, cioè, dalla quota di controllo ed è proprio questo che giustifica il pagamento di una somma più che proporzionale anche se la quota di controllo diminuisce, perché in ogni caso si è certi della possibilità di sfruttare appieno i benefici relativi. In *figura 1.3* viene illustrata questa dinamica: al diminuire della percentuale di capitale acquistata, il valore unitario per azione, in effetti, invece che diminuire aumenta, proprio a dimostrazione di quanto appena esposto. Tale ragionamento chiarisce, inoltre, l'esistenza del cosiddetto 'premio di maggioranza', ovvero il corrispondere un valore più che proporzionale per l'acquisto di una partecipazione simile che consente di controllare la maggioranza dei voti. In questo modo si ha la certezza di poter avere un peso non indifferente nel governo della società, decidendo gli indirizzi di carattere

strategico e non solo. Questo ruolo, nel panorama bancario italiano, è spesso svolto dalle fondazioni, enti privati, con una forte connotazione sociale e spesso legati alla sfera politica, si avrà modo di affrontare la tematica nel prossimo capitolo, qui basti ricordare che sono stati proprio questi enti che per molto tempo (in alcuni casi anche tuttora) hanno svolto un ruolo assai rilevante all'interno della compagine bancaria nazionale.

Figura 1.3 Andamento del valore unitario di acquisizione delle azioni al variare della frazione di capitale acquistata.



Fonte: M. Massari, L. Zanetti, op. cit., 2008, p. 388.

1.7 La formazione del prezzo di acquisizione. Considerazioni finali.

La panoramica che si è fin qui tracciata dovrebbe aver reso piuttosto chiare le premesse e le peculiarità del fenomeno che stiamo affrontando e aver posto le basi per cercare, nei limiti del possibile, di comprendere il processo di formazione dei prezzi nel mercato del controllo. Non si pretende in questa sede di esaurire l'argomento, essendo un tema alquanto spinoso, il tentativo è quello, piuttosto, di trarre delle considerazioni conclusive in merito a quanto finora esposto. Si è fatto riferimento ai valori analizzati come a grandezze soggettive e

strettamente circostanziali, legati al settore e ancor più ai soggetti coinvolti. Così come per il valore di acquisizione, anche il prezzo che ne deriverà sarà condizionato dal venditore, quanto dall'acquirente, ma in particolar modo dai progetti futuri che quest'ultimo spera di attuare all'interno dell'azienda che si accinge ad acquistare. È necessario sottolineare ancora una volta che, nella realtà, i prezzi di acquisizione si possono discostare anche di molto dai valori originariamente stimati; come si era precedentemente accennato parlando del *fair market value,* essi, infatti, dipendono anche da fattori esterni alle valutazioni teoriche relative strettamente all'azienda *target*.

Qui, in particolare, l'attenzione volta al mondo bancario – già di per sé settore peculiare, specialmente se si considera il contesto italiano – porta ad ulteriori, inevitabili considerazioni. Si è tratteggiato il mercato di riferimento come una realtà, soprattutto prima degli anni '90, estremamente chiusa e piuttosto controllata, anche dal punto di vista normativo; in seguito alle riforme di quegli anni la situazione subì un graduale mutamento, ciononostante i tratti tipici del sistema, dominato nel nostro paese da pochissimi grandi gruppi e molte banche minori, la chiusura nei confronti del panorama internazionale, la forte presenza dello Stato, portarono alla delineazione di un mercato in cui ad un'elevata domanda non corrispondeva un'adeguata offerta. Tutto ciò si tradusse in prezzi di acquisizione, evidentemente, molto elevati, giustificati dalla difficoltà di compiere operazioni di integrazione, le cui ripercussioni sono visibili ancor oggi.

Proseguendo, i prezzi sono condizionati in larga misura, si è detto, dalle intenzioni dell'acquirente: la possibilità di avviare nuove strategie, di addentrarsi in nuovi mercati, di ampliare la gamma di prodotti e i servizi offerti, di operare interventi futuri al verificarsi di determinate condizioni (c.d. valore delle opportunità di crescita[23] e *Real Option Value*[24]) incideranno in misura maggiore sul prezzo rispetto alla semplice volontà di compiere una ristrutturazione basilare.

[23] Il 'valore delle opportunità di crescita' inerisce al valore attribuibile alle aspettative di crescita aziendali, considerate le caratteristiche del settore, dell'azienda, dei *competitor*, ma a questo potremmo aggiungere considerate anche le caratteristiche dell'acquirente stesso, del management che intende inserire e dei suoi progetti futuri.

Se da una parte l'acquirente riveste un ruolo fondamentale nella definizione del prezzo, non bisogna sottovalutare la controparte, il venditore può possedere, infatti, un potere negoziale che gli consente di spuntare un prezzo maggiore. Nel mercato bancario, si è detto, che il numero di potenziali acquirenti è elevato, di conseguenza alto sarà il *bargaining power*[25] del venditore. Il *bargaining power* dipende non solo dal numero di acquirenti, ma soprattutto dalla quantità di quelli che realmente sono motivati e intenzionati ad acquistare; in aggiunta, maggiore sarà la simmetria tra le motivazioni, maggiore il potere del venditore. È proprio a tal proposito che venne coniata l'espressione "*mercato del venditore*", intendendo con essa la situazione di elevata forza contrattuale della parte cedente che, in un mercato come quello bancario, dove avvengono scambi di beni scarsi e praticamente non riproducibili, è ancor più marcata. Fondamentali risultano, in una simile prospettiva, le cosiddette 'condizioni soggettive di negoziazione', le quali secondo Ferrero[26] ineriscono alla forza contrattuale e all'abilità negoziale delle parti contraenti, ma comprendono anche le caratteristiche stesse della negoziazione: asimmetrie informative tra le parti, effettiva differenza di posizioni e di interessi dei due contraenti, interessi personali e non dei soggetti economici coinvolti nella negoziazione.

Ampliando ora la prospettiva, i prezzi vengono a dipendere, sempre più frequentemente, da fattori totalmente esterni quali l'andamento risparmio nazionale, le preferenze della collettività, l'efficienza dei mercati. Non è più sufficiente, dunque, la sola analisi previsionale sui flussi aziendali, la considerazione delle diverse prospettive di crescita e dei vari effetti precedentemente analizzati. A parere di chi scrive, la visione dovrebbe essere il più possibile ampliata, cercando di cogliere il minimo segnale di cambiamento o distonia rispetto alle stime effettuate per tentare di capire *ex ante* ciò che si

---

[24] Per *Real Option Value* si intende il valore delle opzioni reali, vale a dire il valore delle opportunità che l'azienda potrà cogliere al verificarsi di un particolare evento. Ad esempio la possibilità di tardare la realizzazione di un progetto in attesa di avere nuove e migliori informazioni sulle prospettive di successo dell'iniziativa.

[25] In una negoziazione, è la capacità di una parte di dominare l'altra attraverso la sua influenza, forza, dimensione, condizione o mediante la combinazione di differenti tattiche persuasive.

[26] Si veda G. Ferrero, *La valutazione economica del capitale d'impresa*, Giuffrè, Milano, 1966.

potrebbe prospettare nel panorama di riferimento e attuare in tempo le possibili correzioni. Non è sicuramente semplice, soprattutto se si pensa che le stime dei diversi effetti finanziari e di rischio, trattati in precedenza, sono estremamente difficili da calcolare, dal momento che risentono di una serie di elementi spesso fuori dal controllo degli agenti; oltre a ciò, talvolta, vengono valorizzati attentamente i benefici, ma non si presta altrettanta attenzione agli oneri che operazioni simili comportano o al fatto che sia possibile, alle volte, che i tempi necessari all'ottenimento di certi risultati siano più lunghi del previsto. Come si vedrà nel corso del terzo capitolo con un caso pratico, non si tratta di problematiche inconfutabili e di facile risoluzione neanche dal punto di vista dell'applicazione vera e propria, in quanto i calcoli non portano sempre a risultati univoci e certi. Si tratta appunto di stime, previsioni e valutazioni che seppur accurate e ponderate nei minimi dettagli possono manifestare sempre un certo grado di errore. Nel corso del capitolo si è cercato di offrire la chiave di lettura tecnico-matematica al problema, nel capitolo che seguirà si delineerà il fenomeno partendo dal contesto di riferimento, analizzandolo nei suoi tratti principali, per capire come esso si sviluppi nel contesto reale individuandone i principali effetti.

CAPITOLO 2

IL PROCESSO DI CONCENTRAZIONE BANCARIA IN ITALIA

2.1 Il business di riferimento[27]

Il settore creditizio può apparire in prima analisi facilmente inquadrabile come quel settore attinente al business bancario e finanziario, facente riferimento prevalentemente alla raccolta di denaro e concessione di credito a svariati soggetti. Tuttavia la questione non è di così semplice risoluzione, si tratta, infatti, di una realtà composita e peculiare, innanzitutto per due ordini di motivi. Il primo attiene al fatto che i beni in questione non sono scarsi, diversamente da altri settori dove è proprio tale caratteristica a conferire valore al bene stesso. In questo caso l'oggetto di scambio è il denaro, per antonomasia un bene fungibile, e proprio in virtù di questo facilmente scambiabile con qualsivoglia oggetto, ciò gli consente di bypassare i tradizionali limiti cui sono sottoposti i beni economici. Il secondo ordine di ragioni inerisce alla volontà da parte delle autorità in materia, in virtù di quanto detto, di disciplinare il settore in maniera stringente: l'ordinamento stabilisce espressamente quali siano i soggetti autorizzati a produrre tali beni e offrirli alla clientela. I soggetti garanti del buon funzionamento e del rispetto della normativa vigente sono dunque:

- Banca d'Italia, stabilisce quali istituti possano esercitare l'attività bancaria propriamente detta;

[27] Per gli argomenti trattati in questo paragrafo cfr. P. Biffis, *Il settore bancario*, III edizione, EIF-e.Book, Venezia, 2009; S. Miani, A. Proto, U. Rigoni, F. Zen, C. Baldan, M. Polato, (a cura di) P. Biffis, *Le operazioni e i servizi bancari* ,V edizione, Giappichelli editore, Torino, 2012.

- Consob (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) insieme a Banca d'Italia si occupa della vigilanza in materia di servizi di investimento;
- Ministero del tesoro, preposto al controllo delle attività di intermediazione finanziaria;
- Isvap (Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni private e di interesse collettivo) è l'istituto vigilante in materia di attività assicurativa;
- Covip (Commissione di vigilanza sui fondi pensione), si occupa della supervisione in ambito previdenziale[28].

Gli organi menzionati collaborano tra loro mediante scambio di informazioni e confronti al fine di garantire lo svolgimento delle attività nel rispetto delle norme e con maggior rigore possibile.

Addentrandoci ora nel cuore del sistema, è possibile identificare due grandi gruppi di attività ben distinte: bancaria e finanziaria. L'attività bancaria coincide con il nucleo centrale del processo produttivo delle aziende di credito, essa si identifica come "*la raccolta di risparmio tra il pubblico e l'esercizio del credito*[29]". Si tratta di un'attività cosiddetta 'riservata', essendo la Banca d'Italia a stabilire chi possa esercitarla. In particolare se tali operazioni sono offerte tramite la forma tecnica del conto corrente bancario, esse possono essere svolte esclusivamente da banche, le sole aventi facoltà di raccogliere risparmio presso il pubblico a vista. Proprio per i motivi suddetti, le banche (e Poste Italiane S.p.A.) sottostanno ad una disciplina specifica che regola i rapporti con la clientela. Oltre a questa tipologia esistono anche banche che non si avvalgono dello strumento del conto corrente bancario, ma si occupano della raccolta a medio lungo e termine. La necessaria autorizzazione da parte di Banca d'Italia rappresenta un aspetto non trascurabile: ciò sta a significare, *in primis*, che non tutti i soggetti possono fare parte del sistema e, conseguentemente, non avviene ciò che accade in tutti gli altri settori aperti a *newcomer*, con i limiti e le problematiche del caso; invero il

[28] Art. 4-bis, *Individuazione dell'autorità competente ai fini del regolamento (CE) n. 1060/2009, relativo alle agenzie di rating del credito*, D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, "Testo Unico della Finanza".

[29] Secondo quanto affermato dall'art. 10, comma 1, D.lgs. 1 settembre 1993, n. 385, "*Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*".

loro ingresso è fortemente regolato e limitato dalla vigilanza della Banca stessa, che in un certo qual modo si sostituisce (e inasprisce, se vogliamo) alle classiche barriere in entrata tanto care a Porter[30]. Seppur l'ingerenza, e talvolta anche le pressioni, da parte delle autorità siano andate affievolendosi nel tempo, questo particolare aspetto permane, rendendo quello bancario un settore tutt'altro che standard e dominato dalle tradizionali regole di mercato.

L'altra area d'interesse è rappresentata dall'attività finanziaria, sotto questa denominazione ricadono le operazioni ed i servizi "*ammessi al mutuo riconoscimento*[31]". A sua volta questo raggruppamento congloba le attività aventi ad oggetto servizi di pagamento, strumenti finanziari e attività economiche ad essi assimilabili. Le operazioni riguardanti strumenti finanziari e prodotti assimilabili si riferiscono a due possibili categorie: servizi e attività d'investimento e servizi accessori. Con i primi s'intendono operazioni di "*negoziazione per conto proprio; esecuzione di ordini per conto dei clienti; sottoscrizione e/o collocamento […]; gestione di portafogli; ricezione e trasmissione di ordini; consulenza in materia di investimenti; gestione di sistemi multilaterali di negoziazione*[32]". I servizi accessori comprendono, invece, secondo quanto affermato dall'art. 1, D.lgs. n. 164 del 17-9-2007:

"*a) la custodia e amministrazione di strumenti finanziari e relativi servizi connessi;*

b) la locazione di cassette di sicurezza;

---

[30] Ulteriori e classiche barriere in entrata al settore bancario sono costituite, in primo luogo, dagli ingenti investimenti richiesti per l'ingresso nel sistema, come ad esempio la creazione di una rete di sportelli (si tratta di un tipico *sunk cost*); un'altra barriera è rappresentata dalla tradizionale inelasticità della domanda del settore, che non permette alla clientela di cambiare banca così agevolmente a causa di costi di transazione (penali, per esempio) non indifferenti.

[31] Si vedano gli art. 1 lettera *f),* D.Lgs. 1-9-1993 n. 385 e art. 1 D.Lgs. 24-2-1998, n. 58. Con quest'espressione si intende che banche, o altri intermediari finanziari, aventi sede legale e amministrazione centrale in uno Stato membro della Comunità Europea, possono esercitare tutte quelle operazioni bancarie, finanziarie o assicurative autorizzate nel Paese d'origine anche in ciascuno degli Stati della Comunità. È chiaro che tali istituti rimangono tuttavia soggetti alla normativa del Paese d'origine, fatte salve alcune limitazioni.

[32] Per la definizione di servizi e attività d'investimento si è riportata quella prevista dall'art. 1, D.lgs. n. 164 del 17-9-2007. Anche in questi casi sarà responsabilità della Banca d'Italia autorizzare i soggetti che ne facciano richiesta. Normalmente si identificano quali soggetti specializzati proprio in tali attività: imprese di investimento, società di intermediazione mobiliare, società di gestione del risparmio, società di gestione armonizzate, società di investimento a capitale variabile, organismi di investimento collettivo del risparmio, fondi comuni di investimento.

c) la concessione di finanziamenti agli investitori per consentire loro di effettuare un'operazione relativa a strumenti finanziari;

d) la consulenza alle imprese;

e) i servizi connessi all'emissione o al collocamento di strumenti finanziari;

f) la ricerca in materia di investimenti, l'analisi finanziaria o altre forme di raccomandazione generale riguardanti operazioni relative a strumenti finanziari;

g) l'intermediazione in cambi, quando collegata alla prestazione di servizi d'investimento."

Tali servizi sono esercitabili dai soggetti che rientrano nel novero degli 'intermediari finanziari'. Sin qui si sono esposte le attività che rientrano a pieno titolo in quello che inizialmente è stato definito come settore creditizio, a queste dobbiamo aggiungere tuttavia altre attività annoverate tra quelle ammesse al mutuo riconoscimento: *leasing* finanziario, rilascio di garanzie e impegni di firma (i.e. credito al consumo, *factoring*, credito con garanzia ipotecaria, *forfaiting*, etc.).

Si può sicuramente affermare che negli anni l'ambito di attività si sia gradualmente ampliato, per accogliere nuove possibilità di servizi e prodotti da offrire alla clientela. Se da un lato la concorrenza è aumentata grazie alle nuove possibilità offerte dalle normative (saranno analizzate più dettagliatamente in seguito) e dalla creazione di un mercato sempre più internazionale e globale, dall'altra il continuo sviluppo e la crescente ricerca di strumenti in grado di adattarsi sempre meglio alle esigenze del cliente hanno offerto la possibilità di ingresso al sistema ad un numero sempre maggiore di istituti. Tuttavia, per molti aspetti, permane ancora la tipicità di tale realtà, caratterizzata da un'evidente chiusura dal punto di vista del controllo normativo imposto dalle autorità.

Infine, rimarrebbero escluse, l'attività assicurativa e quella previdenziale, che ai fini del nostro esame non possono essere trascurate, trattandosi sempre più di business interessanti per le aziende di credito in una prospettiva di integrazione più ampia. Si tratta di attività peculiari rispetto a quelle precedentemente citate e, per molti aspetti, profondamente differenti, ad incominciare dall'aleatorietà di un contratto d'assicurazione, in quanto esso dipende (o meglio, è la

controprestazione che viene a dipendere) dal verificarsi di un determinato evento, che può accadere o meno. Ciò necessita, oltretutto, della predisposizione di una struttura e di mezzi adeguati per affrontare un simile grado di incertezza, questo è il motivo per cui sempre più spesso fusioni o acquisizioni avvengono tra banche e società specializzate in tal senso, in quanto un simile connubio consente alle prime di poter ampliare la propria gamma di prodotti e il portafoglio clienti senza investire in nuove strutture e in un nuovo sistema organizzativo, ma semplicemente usufruendo di quelli della società acquisita creando delle alternative sinergie operative. Un simile ragionamento può essere effettuato anche per l'attività previdenziale (tipicamente offerta dai fondi pensione), mediante la quale il cliente accantona una parte del suo reddito per ricevere in una data futura una congrua e pattuita corresponsione.

Quanto finora illustrato, ha lo scopo di inquadrare il panorama di riferimento e rendere più agevoli i ragionamenti che di seguito si compiranno, cercando di comprendere sin da ora quali siano le motivazioni che possono portare un'azienda di credito ad acquisirne un'altra e, per esempio, pagare un prezzo anche molto elevato pur di ottenere uno sperato ritorno economico, e non solo, futuro. Giustificazioni in merito potrebbero inerire al potenziamento della propria attività, all'ampliamento della rete clienti, alla copertura di quote di mercato inesplorate o l'acquisizione di quote concorrenti, ad una maggiore razionalizzazione della propria struttura e così via; ma vedremo che spesso, l'ombra delle autorità, insieme alle normative e la loro evoluzione da un lato, un contesto in continuo mutamento dall'altro, non hanno consentito agli istituti di credito di compiere decisioni sempre guidate da logiche strettamente economiche.

2.1.1 I Gruppi bancari

Sempre più frequentemente, le banche fanno parte di gruppi bancari, questi possono avere dimensioni variegate e svolgere attività più o meno omogenee, ciononostante la struttura di riferimento è di norma la medesima e simile ai gruppi

aziendali tradizionali: le attività svolte sono gestionalmente e strategicamente collegate, ma le società risultano, dal punto di vista giuridico, perfettamente autonome. Un gruppo bancario è un insieme di società tra loro connesse tramite rapporti di controllo (o possesso di partecipazioni rilevanti) - solitamente detenuti da una società detta appunto capogruppo - che svolgono attività bancarie, finanziarie, accessorie e strumentali a queste, tra loro correlate attraverso un piano strategico comune e spesso anche dal punto di vista gestionale, organizzativo e strutturale. Ai fini della trattazione sarà sufficiente soffermarsi sulla definizione di gruppo bancario propriamente detto, ben diverso dalla configurazione di banca capogruppo di imprese, in cui la banca impiega il denaro raccolto nell'acquisto di partecipazioni di imprese[33] e banca di gruppo, in cui la situazione si capovolge ed è una società industriale a detenere le partecipazioni di alcune banche per utilizzare e far fruttare il denaro da queste raccolto. L'art. 60 del "*Testo unico bancario*" prevede che in Italia il gruppo bancario possa essere composto alternativamente:

"*a) dalla banca italiana capogruppo e dalle società bancarie, finanziarie e strumentali*[34] *da questa controllate;*

b) dalla società finanziaria capogruppo italiana e dalle società bancarie, finanziarie e strumentali da questa controllate, quando nell'insieme delle società da essa controllate vi sia almeno una banca e abbiano rilevanza determinante (secondo quanto stabilito dalla Banca d'Italia in conformità alle deliberazioni del CICR) quelle bancarie e finanziarie".

La normativa vigente prevede inoltre che, come per le società bancarie, il gruppo debba essere iscritto in un apposito albo tenuto presso la Banca d'Italia; in aggiunta, la capogruppo ha l'onere di vigilare sull'operato delle controllate, comunicando alla Banca d'Italia possibili variazioni nella composizione del gruppo.

---

[33] Tale pratica venne limitata dalla riforma dell'IRI del 1933-1936 che aveva l'obiettivo di far estinguere il fenomeno.

[34] Con *società strumentali* si intendono le società che esercitano attività ausiliari rispetto alle società del gruppo, come ad esempio l'amministrazione di immobili, gestione di servizi vari (anche di natura informatica). La puntuale definizione è fornita dall'art. 1, comma 1, lett. c), n. 2, D.L. 27-12-2006, n. 297, convertito, con modificazioni, dalla L. 23 febbraio 2007, n. 15.

Del significato di controllo si è discusso nel capitolo precedente[35], in questa sede basti ricordare che l'articolo 2359 del Codice Civile oltre al controllo su base azionaria, menziona l'"*influenza dominante*" che si manifesta nei casi in cui ci siano vincoli contrattuali o statutari tra la banca, in questo caso, e la potenziale capogruppo. Il Codice prevede espressamente si possano verificare dei casi in cui il controllo si presume esista, anche se non palesato: ciò avviene quando è possibile individuare un soggetto che, tramite accordi con i soci o detenzione di partecipazioni, ha il potere di esercitare un'"*influenza notevole*" in assemblea, consentendogli di partecipare attivamente alle scelte amministrative e gestionali. Avremo, infine, a capo di un gruppo bancario una *holding* pura se la capogruppo non eroga prodotti e servizi, in questo caso specifico se non svolge attività bancaria; diversamente la capogruppo viene definita *holding* mista se essa stessa è una banca.

Il processo di integrazione in Italia ha vissuto un vero e proprio boom negli anni novanta vedendo la configurazione di gruppo guadagnare sempre maggiore terreno, soprattutto perché si trattava della via più agevole per competere a livello internazionale. Dalle prime acquisizioni e fusioni, si è giunti alla creazione di veri e propri gruppi che, adottando dimensioni sempre più rilevanti, hanno assunto un peso crescente a livello nazionale e non solo.

2.2 La panoramica storica del settore

Preliminare all'esposizione delle vicende che si sono susseguite nell'ultimo mezzo secolo, è la delineazione dei tratti caratterizzanti tradizionalmente il panorama bancario italiano, i quali, in un certo qual modo, hanno tracciato un sentiero, che seppur con qualche deviazione, ha guidato il settore nel corso degli anni. Onado connota il sistema bancario in Italia come focalizzato sul *"momento finanziario",* con particolare attenzione agli intermediari e ancor più

[35] Si veda § 1.6.

specificamente alle banche[36]. Tali peculiarità lo portano a prendere le distanze sia dal modello anglosassone, profondamente orientato al breve periodo e al mercato dei capitali, che dal modello renano maggiormente proiettato al medio-lungo termine, al sociale e alla personalizzazione dei servizi e dei prodotti offerti[37].

Il settore, oltretutto, è tratteggiato in misura forte dalle famiglie, in Italia sempre molto inclini al risparmio, quest'ultimo coincidente prevalentemente con i depositi nei conti corrente bancari in un primo momento; per divenire, dopo la metà degli anni '70, risorsa da investire anche in titoli e azioni. Similmente le imprese, aventi anch'esse un peso estremamente rilevante, hanno aumentato negli anni la quota di capitale di rischio, mentre le passività depositate in banca sono gradualmente diminuite. Quanto detto è illustrato in *figura 2.1* dove sono presenti le attività delle famiglie (suddivise in liquidità e depositi, titoli e azioni) partendo dal 1977 e arrivando, ad intervalli diversi, sino agli ultimi dati disponibili relativi al 2011. Si nota immediatamente la graduale diminuzione dell'incidenza percentuale dei depositi sulla ricchezza delle famiglie, la quale, almeno sino agli inizi degli anni 2000, ha trovato un sostituto nell'impiego in titoli e azioni, tendenza smorzata successivamente con l'avvicinarsi della crisi del 2008. Nel 2011 tale andamento, seppur attenuato, è confermato nonostante la quota relativa alle azioni sia più contenuta del 2005. In tabella sono riportate, inoltre, le passività relative alle imprese, in particolare i dati si riferiscono a società non finanziarie. Anche in questo caso si conferma il *trend* decrescente riferito alla percentuale di debiti bancari, il debole aumento del 2011 è probabilmente da collegarsi alle difficili situazioni finanziarie in cui versavano molte imprese in seguito alla crisi. La stessa motivazione potrebbe essere alla base dell'aumento della percentuale rappresentata dalle obbligazioni. Il capitale di rischio vede, invece, un ridimensionamento in termini percentuali nel periodo recente, dopo la grande espansione degli anni '80 e '90.

---

[36] Si veda M. Onado, *Il sistema finanziario italiano: I circuiti di distribuzione del* credito 1964-1978, Il mulino, Bologna, 1980, p. 17.

[37] Cfr. M. Sarcinelli, *Capitalismo, mercati, banche. Esiste una via finanziaria, bancaria, imprenditoriale per accelerare la trasformazione dell'Italia?*, Guerini e Associati, Milano, 1997, p. 15.

Figura 2.1 Evoluzione delle attività delle famiglie e delle passività delle imprese in Italia dal 1977 al 2011 (valori percentuali).

	1977	1987	1996	2005	2011
Attività delle famiglie					
liquidità e depositi	84,3	49,4	37,9	26,9	31,4
titoli	14,9	38,8	38,3	20,3	20,3
azioni	0,8	11,8	23,8	24,2	19,8
Passività delle imprese					
debiti bancari	75,2	39,1	45,4	23,6	26,3
capitale di rischio	16,5	57,6	52,8	49,5	40,6
obbligazioni	8,3	3,3	1,8	2,2	2,7

Fonte: M. Affinito, E. Reviglio, *Banche d'Italia- la genesi dei conglomerati della finanza e la nuova mappa delle relazione banca-impresa*, Mondo economico 24, 1998 ed elaborazioni di dati Banca d'Italia.

I tratti fin qui evidenziati serviranno a comprendere appieno l'evoluzione del business nel tempo, iniziando, in particolare, dal periodo in cui il settore, ormai maturo, dovette affrontare crisi importanti e alla luce delle quali le scelte da parte delle autorità portarono a veri e propri cambiamenti strutturali: si parla degli anni '70.

2.2.1 Gli anni '70 e gli shock petroliferi

Cesarini[38] ben schematizza gli avvenimenti che si sono susseguiti in questo decennio partendo dal primo shock petrolifero del 1973. Il brusco rialzo del prezzo del petrolio, la conseguente caduta del cambio con il contestuale aumento dei prezzi in lire dei beni importati e il breve vantaggio in termini di saldo della bilancia dei pagamenti, portarono ad una rapida successione di eventi che incrinarono l'economia italiana e non solo. Gli effetti immediati furono la diffusione e l'ampliamento dell'inflazione interna, dovuti ai meccanismi di indicizzazione presenti nel sistema, ciò provocò una graduale perdita di competitività a livello internazionale; a risentirne fu in primo luogo la bilancia dei pagamenti e il rapporto di cambio, generando un vero e proprio circolo vizioso.

[38] F. Cesarini, *Le aziende di credito italiane: Aspetti strutturali e lineamenti di gestione*, Il Mulino, Bologna, 1981.

L'intervento della Banca d'Italia si rese dunque inevitabile, fu proprio in questo periodo che, per la prima volta, essa ricorse all'utilizzo di strumenti come il vincolo del portafoglio[39] e il massimale all'espansione degli impieghi[40], con l'obiettivo di risollevare le sorti dell'economia. Gli anni Settanta furono caratterizzati dal fenomeno della cosiddetta 'bancarizzazione', espressione volta a sottolineare il processo di diffusione o di potenziamento della propria rete nel territorio che si vuole servire; in particolare, in questa sede, ci si riferisce al fenomeno caratterizzante gli anni fino a qui considerati, dominati dalla straordinaria espansione dei depositi e attività liquide richieste dal consumatore medio da una parte, e gli strumenti di medio e lungo termine detenuti dalle imprese (e dalla Pubblica Amministrazione) dall'altra, che evidenziò il ruolo sempre più centrale assunto dalla banca.

Il periodo tra la fine 1973 e la fine 1979 (secondo shock petrolifero) vide un aumento molto sostenuto dei depositi delle aziende di credito rispetto al PIL: si parla di un'espansione dell'11,9% nel 1977 e dell'11,6% nel 1978[41]. Il divario tra strumenti sempre più liquidi, anche per via della forte inflazione, richiesti dal consumatore e le passività delle grandi imprese (e non solo), incrementarono l'importanza degli istituti di credito quale collegamento essenziale tra le due realtà. Le autorità, consce di tutto ciò e per alleviare le problematiche di carattere monetario e congiunturale, iniziarono a modulare la loro azione cercando di guidare il comportamento del settore bancario. Il vincolo del portafoglio e il massimale all'espansione degli impieghi consentirono di controllare nella loro incidenza le principali poste dell'attivo bancario, in aggiunta rispondevano ad una duplice esigenza: quella di assicurare che una quota del credito bancario si

[39] Il 'vincolo del portafoglio', uno degli strumenti di controllo diretto e selettivo del credito, si concreta nell'obbligo, imposto alle banche dalle autorità monetarie, di acquistare una certa quantità minima di titoli da detenere nel proprio portafoglio, in relazione alla consistenza o all'incremento dei depositi.

[40] Altro strumento di controllo diretto del credito, il 'massimale di espansione degli impieghi' consente di fissare un tetto massimo all'espansione degli impieghi bancari. Il massimale opera a tutti gli effetti soltanto nel caso in cui vi sia una domanda di crediti tale per cui le banche sarebbero disposte a soddisfarla, ma non possono a causa del limite imposto dal massimale stesso. Le autorità possono decidere di fissarle questa soglia sia per il totale degli impieghi bancari, che per categorie specifiche. Nel primo caso le banche saranno portate impiegare il loro denaro in titoli, provocando una diminuzione dei tassi di interesse sul mercato finanziario rispetto a quelli del mercato monetario.

[41] F. Cesarini, op. cit., 1981, p. 13.

indirizzasse verso un determinato settore (nel periodo specifico il finanziamento ai c.d. istituti di credito speciale) e quella di influire sull'andamento dei tassi d'interesse, armonizzando quelli dei depositi e dei titoli a breve termine con i tassi delle obbligazioni a più lunga scadenza[42]. Non solo, Banca d'Italia obbligò le banche ad istituire le riserve obbligatorie quasi esclusivamente con contanti. Secondo Cesarini, tuttavia, questo fu anche il momento in cui si avviò una *"razionalizzazione del sistema finanziario volto a migliorare le sue capacità di trasmettere al settore reale gli impulsi della politica economica e […] renderlo meccanismo più orientato a rispondere con prontezza e duttilità alle esigenze delle imprese*[43]*"*. In effetti, questa fase se da un lato portò un grande fermento in senso positivo (nel settore aumentarono occupazione e profitti), dall'altro provocò una minore attenzione alla crescita dei costi e alle inefficienze; in sostanza la convinzione che gli istituti bancari fossero, più che enti economici, istituti controllati e salvaguardati 'dall'alto', la scarsità di concorrenza e l'ingerenza dell'autorità crearono un sistema collusivo, le cui inefficienze venivano scaricate sugli utilizzatori: risparmiatori e imprese.

2.2.2 Dagli anni '80 alla Legge del 1990

Nel corso degli anni '80, l'inflazione in continua discesa, la contestuale diminuzione dei tassi di interesse nominali e la stabilizzazione dei tassi di cambio (il 1979 è l'anno di ingresso dell'Italia nello SME) portarono l'economia a risollevarsi e godere di un rapido sviluppo, furono gli anni della crescita dei mercati mobiliari, dell'innovazione finanziaria, dell'utilizzo di nuovi strumenti soprattutto di raccolta, non solo in Italia, ma caratterizzanti l'intera economia occidentale. Malgrado ciò, le aziende di credito italiane videro i depositi subire un graduale ridimensionamento, principalmente a causa del processo di

[42] Cfr. M. Affinito, E. Reviglio, op. cit., cap. 2.
[43] F. Cesarini, op.cit., 1981, p.14.

'disintermediazione'[44] che si stava diffondendo ad un ritmo sempre più sostenuto; decisero a questo punto di rispondere offrendo nuove tecniche e strumenti, sia per soddisfare i risparmiatori, che per aggirare i vincoli imposti dalle autorità. A tutto questo si sommò la concorrenza estera, che spinse le società di credito a migliorare in fretta la scarsa efficienza; inoltre, l'affievolirsi delle differenze tra una categoria di istituti e l'altra, portò a un inevitabile incremento della competitività. Nonostante gli stimoli ad aprire il sistema italiano, esso rimase alquanto protetto e isolato sul piano internazionale. In molti altri Paesi, in aggiunta, la normativa bancaria era già stata rinnovata negli anni ottanta, dovremo aspettare il 1990 per avere qualcosa di simile nella nostra penisola.

Se gli anni ottanta sono connotabili come un periodo di cambiamenti più che altro strutturali, gli anni novanta sono caratterizzati, invece, da evoluzioni principalmente sotto il profilo normativo. L'emblema è rappresentato dalla legge Amato-Carli[45] del 1990, finalizzata a favorire la trasformazione delle banche in società per azioni e attuare il processo per la loro privatizzazione. Tale riforma succede la celebre Legge bancaria del 1936[46], figlia della Grande Depressione e di un periodo in cui la svalutazione delle principali monete, la deflazione presente in Italia, il salvataggio delle maggiori banche sull'orlo del tracollo da parte di Banca d'Italia, la sospensione dell'obbligo della riserva aurea, resero indispensabile una presa di posizione forte. Alla vigilia della Seconda Guerra Mondiale tale testo, di cui una parte tuttora in vigore, definì Banca d'Italia come "*istituto di diritto pubblico*", affidandole la funzione di emissione e la gestione delle stanze di compensazione. La seconda sezione della legge si concentrava

[44] Con il termine 'disintermediazione' si intende il processo per cui i flussi finanziari intermediati dagli istituti bancari iniziano a diminuire per effetto di nuovi sistemi e prodotti offerti dal mercato, conseguentemente i depositi iniziano a contrarsi e così l'attività bancaria propriamente detta. In Italia il fenomeno ha iniziato a prendere forma negli anni '80, grazie anche al fermento degli anni precedenti appena analizzato. (Fonte: www.bankpedia.org).

[45] Si fa riferimento alla Legge n. 218 del 1990, detta "legge Amato - Carli" (si veda nota n. 2) ed i relativi decreti attuativi del 20 Novembre 1990 n. 356 (in materia di gruppi creditizi), n. 357 (riguardante la previdenza degli enti pubblici creditizi) e n. 358 (concernente la ricapitalizzazione degli enti creditizi pubblici).

[46] La Legge bancaria del 1936 fa riferimento al Regio decreto-legge 12 marzo 1936, n. 375, convertito in legge 7 marzo 1938, n. 141, concernente le "*Disposizioni per la difesa del risparmio e per la disciplina della funzione creditizia*".

sulla vigilanza finanziaria, la definizione dell'attività bancaria come *"attività di interesse pubblico"*, la difesa del risparmio, ma la novità principale fu la distinzione tra *"aziende di credito"* (ovvero banche che si occupavano della raccolta di risparmio ed emissione di credito a breve termine) e *"Istituti di credito speciale"*, i quali oltre a raccogliere risparmio erogavano finanziamenti a medio e lungo termine. Gli evidenti limiti imposti, la concezione di banca molto vicina a quella di un ente di natura pubblico, l'atteggiamento restrittivo nei confronti della concorrenza, la segmentazione temporale e settoriale dell'attività creditizia, vennero superati grazie alle leggi del 1990 e del 1993.

La legge n. 218 del 30 luglio 1990, riguardante le "*disposizioni in materia di ristrutturazione e integrazione patrimoniale degli Istituti di credito di diritto pubblico*", era tesa a favorire un processo di ricapitalizzazione del sistema bancario e promuovere la crescita dimensionale degli istituti di credito grazie ad incentivi e ad una normativa chiara e certa per i gruppi bancari. L'obiettivo era l'attuazione della privatizzazione del settore attraverso la creazione di società per azioni, pur concedendo alle banche facoltà di scegliere anche altre forme giuridiche. In particolare, il legislatore si era riproposto di favorire il processo di privatizzazione e l'ingresso di nuovi soci all'interno delle realtà così rinnovate, al fine ultimo di creare un ambiente favorevole per la creazione di concentrazioni. Si parla a tal proposito di 'privatizzazione fredda', poiché quello che accadde fu piuttosto peculiare: in molti casi gli istituti di credito furono trasformati in società per azioni e i pacchetti azionari conferiti alle fondazioni. Lo scopo iniziale fu quello di dividere l'attività bancaria dagli scopi sociali, e talvolta filantropici, che la legislazione precedente aveva, in un certo senso, insinuato nel sistema; quello che in realtà avvenne fu l'adozione di un modello gestionale privatistico, non accompagnato da un'innovazione dal punto di vista sostanziale. L'attributo 'fredda', fa proprio riferimento al fatto che, pur modificandosi la veste giuridica degli istituti, essi erano destinati, secondo tale Decreto, a rimanere sotto il controllo pubblico: la maggioranza delle azioni con diritto di voto nell'assemblea ordinaria doveva, infatti, appartenere a enti pubblici, società finanziarie o

bancarie; era prevista, inoltre, una particolare vigilanza da parte del Ministro del Tesoro. Due furono i modelli applicativi:

a) nel caso delle fondazioni, si realizzò lo scorporo delle aziende bancarie che furono inglobate in nuove società per azioni create *ad hoc* e il cui capitale rimaneva di proprietà delle fondazioni stesse (fu quello che accadde per le Casse di Risparmio e le Banche del Monte tra cui la stessa Banca Monte dei Paschi);
b) le aziende di credito di natura associativa e, come tali, aventi una struttura proprietaria preesistente, poterono essere trasformate agevolmente in società per azioni.

La soluzione, originariamente ideata come transitoria, non fece altro se non insediare ancor più un soggetto che per natura e prerogative avrebbe dovuto essere estraneo (almeno teoricamente) alle logiche dell'attività in questione: le fondazioni, appunto.

LE FONDAZIONI

Le fondazioni si configurano come soggetti con una propria personalità giuridica, dotati di un patrimonio il cui utilizzo è destinato ad un particolare scopo, esplicitato nell'atto costitutivo. Il Codice Civile sancisce che le fondazioni debbano contenere nel loro atto costitutivo, oltre ai requisiti normalmente richiesti, i *"criteri e le modalità di erogazione delle rendite*", le eventuali norme relative all'*"estinzione dell'ente e alla devoluzione del patrimonio, e […] quelle relative alla loro trasformazione"*[47]. Non essendo presente un organo preposto alla supervisione sull'operato degli amministratori, il legislatore, inoltre, predispose che fosse l'autorità governativa ad esercitare controllo e vigilanza, provvedendo, per esempio, *"alla nomina o sostituzione degli amministratori o dei rappresentati"*[48]. Altre disposizioni vennero poi espressamente previste per le

[47] Art. 16, "Atto costitutivo e statuto. Modificazioni", Codice civile.
[48] Art. 25, Controllo sull'amministrazione delle fondazioni, Codice civile.

fondazioni bancarie[49], circoscrivendo i settori di attività, i limiti nella composizione dell'organo di vigilanza, nella detenzione di partecipazioni bancarie e così via. Le fondazioni bancarie si distinguono, per semplicità, in due tipologie: esse possono controllare direttamente la banca oppure no, in questo secondo caso, il controllo è indiretto perché s'inserisce, per esempio, una *holding*, controllata a sua volta dalla fondazione, che controlla la banca stessa. Oltretutto non è sempre detto che la fondazione detenga l'intero capitale azionario, in quanto, proprio anche grazie alla riforma Amato, il tentativo fu quello di incentivare l'ingresso di capitali, anche esterni.

L'apparente contraddittorietà tra la configurazione dell'ente e l'attività bancaria è rappresentata dal fatto che si tratti di "*organizzazioni non a scopo di lucro*[50]" con il fine ultimo di reinvestire i profitti, se presenti, e non di distribuirli. Oltretutto, la vigilanza da parte dell'autorità governativa assume un ruolo non di poco conto relativamente all'autonomia decisionale dell'ente stesso, da qui la questione sull'incertezza della natura pubblica o privata[51] delle fondazioni, nonché le problematiche legate alle possibili ingerenze politiche in merito al loro operato. Spesso, infatti, chi ne è a capo o le gestisce, soprattutto se esse hanno diretto controllo sull'istituto di credito, può manovrare le scelte dell'istituto stesso a vantaggio, spesso, di un ristretto gruppo di soggetti. È la classica situazione rappresentata dalla 'teoria dell'agenzia' nel rapporto principale-agente, dove il principale è, in questo caso, la fondazione che detiene le azioni, mentre il management dell'istituto di credito corrisponde all'agente. In una simile situazione, però, l'attenzione ricade, diversamente da quanto avviene solitamente, non tanto sui comportamenti opportunistici messi in atto dal management – che possono tuttavia verificarsi –, quanto su quelli potenzialmente praticabili dal principale. La breve digressione proposta sarà utile, infatti, in

[49] D. M. 18 maggio 2004, n. 150, Regolamento ai sensi dell'art. 11 della legge 28 dicembre 2001, n. 448, in materia di disciplina delle fondazioni bancarie.

[50] Art. 2, D.lgs. 17 maggio 1999, n. 153.

[51] Cfr. art. 2, D.lgs. 17 maggio 1999, n. 153. Pur essendo esplicitata nell'articolo la natura privata di tali enti, così come la loro autonomia statutaria e gestionale, a causa di connessioni di carattere politico, conflitti di interessi e simili situazioni, il confine non fu sempre così netto tra attività pubblica e quella svolta dalle fondazioni.

seguito, quando si affronterà la tematica relativa a Monte dei Paschi di Siena, tradizionalmente e interamente posseduta dalla Fondazione omonima.

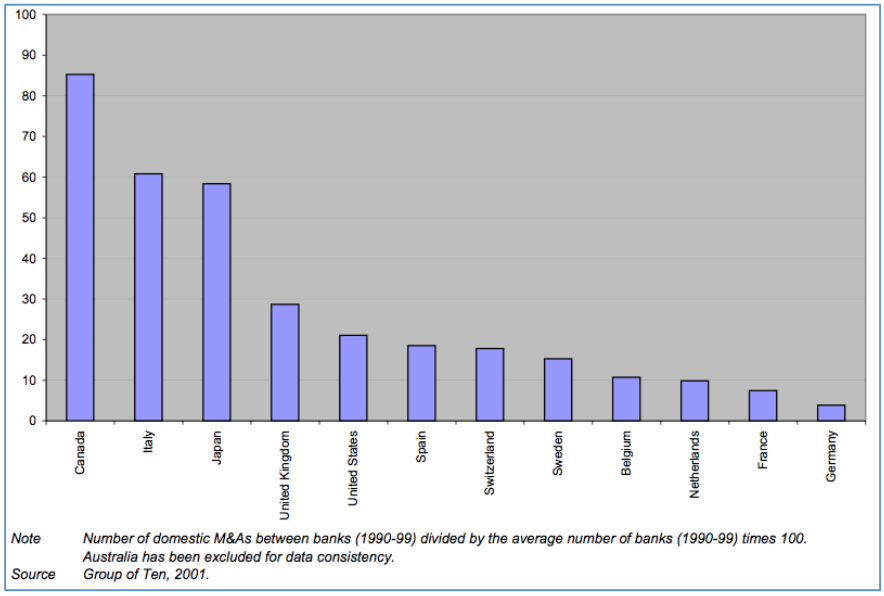
2.2.3 Dagli anni '90 ad oggi. Il Testo Unico Bancario.

La fine del secolo scorso fu dominato da cambiamenti legislativi di ampia portata, da ricordare è sicuramente il D.lgs. dell'1 settembre 1993 n.385, noto come "*Testo unico bancario*" (o TUB)[52], che proseguì la scia di riforme già avviata con la legge del 1990. Il testo unico aprì la strada alla reale emancipazione del settore creditizio dal controllo statale: scindendo drasticamente le due aree di competenza, definendo in modo chiaro quella bancaria e obbligando gli istituti di credito a costituirsi soltanto in forma di società di diritto privato. La maggiore autonomia concessa alle banche fu controbilanciata da un rafforzamento della vigilanza, ciò creò un sistema molto più complesso del precedente. Per tale motivo, ma anche per la più intensa concorrenza estera e le problematiche apportate dalla crisi valutaria del 1992[53], le aziende di credito italiane vennero spinte ad organizzarsi in gruppi per fronteggiare meglio una situazione in così rapida evoluzione. I fattori citati e quelli di carattere congiunturale misero nelle condizioni di non avere più ampi margini di manovra, se non quello dell'apertura internazionale. Fu proprio in questo decennio che i fenomeni di integrazione proliferarono e le banche italiane si videro costrette a fronteggiare le proprie inefficienze, non potendole più scaricare a valle. Di seguito il grafico (*figura 2.2*) mostra una panoramica delle concentrazioni nazionali del settore nel periodo che va dal 1990 al 1999 nei paesi maggiormente sviluppati. L'analisi mostra il numero medio delle operazioni di M&A (moltiplicate per cento) effettuate all'interno dei territori nazionali.

[52] Si tratta del "Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia", esso abrogò la legislazione precedente in merito alla disciplina bancaria (i vari regi decreto legge del 1926 e del 1936 e successive leggi), circoscrivendo l'area di attenzione alla sola attività bancaria, creditizia e di vigilanza.

[53] Il 1992 fu un anno di forte crisi per il nostro Paese, l'indebolimento della lira costrinse all'uscita dal Sistema Monetario Europeo, gli elevati tassi d'interesse e lo spread bancario non aiutarono la situazione già di per sé complessa.

Figura 2.2 Il processo di consolidazione bancaria nei Paesi industrializzati (1990-1999)



Fonte: BCE, "*Bank Mergers, Competition And Liquidity*", Working Paper No. 292, novembre 2003, p. 42

Come si può facilmente notare Canada, Italia e Giappone presentano una media più elevata rispetto agli altri paesi nel periodo considerato[54]. Inevitabile conseguenza del fenomeno, non solo nella nostra penisola, sarà un forte aumento della concentrazione nel settore, tale aspetto verrà approfondito in seguito.

Altra riforma degna di nota è rappresentata dal D.lgs. del 17 maggio 1999, n. 153[55], la quale si occupò principalmente di delineare e stabilire vincoli in tema di fondazioni bancarie. Con l'obiettivo di conferire maggiore omogeneità al sistema Europa, in seguito anche alla nascita dell'Unione Monetaria e di un mercato integrato europeo, vennero redatti, oltre alle leggi finanziarie, appositi decreti attuativi delle direttive europee, con una simile finalità nascono gli accordi di Basilea[56] aventi il principale scopo di offrire regolamentazioni maggiormente

[54] Si veda BCE, "*Bank Mergers, Competition And Liquidity*", Working Paper No. 292, November 2003.

[55] Nota anche come "riforma Ciampi-Amato" e concernente la "*Disciplina civilistica e fiscale degli enti conferenti di cui all'articolo 11, comma 1, del decreto legislativo 20 novembre 1990, n. 356, e disciplina fiscale delle operazioni di ristrutturazione bancaria, a norma dell'articolo 1 della legge 23 dicembre 1998, n. 461*" in materia principalmente di fondazioni bancarie.

[56] Gli Accordi di Basilea sono il frutto del lavoro del comitato di Basilea formato dai governatori delle banche centrali dei dieci paesi più industrializzati (G10), esso fu istituito nel 1974 con il principale obiettivo di stilare requisiti patrimoniali comuni cui le banche dovevano attenersi. Nel 1988 venne redatto il testo conosciuto come Basilea I che prevedeva la fissazione di una serie di requisiti patrimoniali in merito al

omogenee, standardizzate e stringenti in tema di attività finanziaria nei principali paesi sviluppati.

Nel frattempo il progresso dell'Information Technology, i nuovi sviluppi che essa poté apportare, e apportò, a livello di servizi e beni offerti, così come la nascita dell'*home banking*, l'*e-commerce*, il *trading online* diedero nuovo impulso e maggiore possibilità di perseguire l'efficienza in un settore ormai maturo.

Nel pieno dell'era della *new economy*, il 2000 fu l'anno in cui si registrerò, a livello europeo, il più altro numero di concentrazioni[57], successivamente, con la bolla speculativa del 2001, il fenomeno, pur continuando a crescere, subì un rallentamento; la ripresa effettiva avvenne solo nel 2003 grazie alle politiche espansive dei governi che iniettarono liquidità nel sistema finanziario, concedendo una tregua e maggiori speranze per il futuro. Fino a circa la metà del 2007, coincidente con il manifestarsi dei primi sentori di quella che sarebbe poi divenuta la crisi dei mutui *sub-prime*, le grandi banche e istituti finanziari negli Stati Uniti, in Europa ed, in misura ridimensionata, in Italia – l'acquisizione che si intende analizzare nell'ultimo capitolo si colloca, se vogliamo, proprio in quest'ondata –, avevano dato origine alle grandi operazioni di *merger and acquisition* che portarono alla creazione dei colossi che conosciamo. Lo scoppio della crisi intaccò fortemente i bilanci della gran parte delle società bancarie e non solo, creando la drammatica spirale ormai nota. Gli anni che seguirono furono caratterizzati da un forte contenimento delle operazioni di concentrazione, da una parte per il clima di sfiducia che si era generato all'interno del mondo finanziario, e conseguentemente anche tra gli stessi operatori; dall'altra, proprio la situazione critica in cui versavano la maggior parte degli istituti non rendeva agevole la messa in atto di simili operazioni; tuttavia non si può parlare di uno stallo, dal momento che esse continuarono ad avere luogo anche per salvare o liquidare istituti in crisi. Negli ultimi anni il fenomeno sembra aver trovato nuovo slancio, seppur con le cautele del caso.

---

rischio di credito; del 2004 è Basilea II volto ad inasprire i vincoli e la regolamentazione precedente in modo tale da orientarsi verso un sistema maggiormente prudente e trasparente verso l'esterno.

[57] Si veda A. Carretta, P. Schwizer, *Le fusioni in banca. Gestire l'integrazione per creare valore*, Bancaria editrice, Roma, 2008, p. 45.

2.2.4 La situazione attuale

La *Relazione Annuale del 2012* di Banca d'Italia afferma che le banche operanti nel territorio nazionale, a fine anno, erano 706, 34 in meno rispetto al 2011 (*figura 2.3*), una simile diminuzione è spiegata dalle 35 operazioni d'incorporazione, fusione o riorganizzazione interna che hanno avuto luogo nel corso del 2012. Anche i gruppi bancari hanno risentito di questo fenomeno passando dai 77 del 2011 ai 75 del 2012. A fine anno i cinque maggiori gruppi bancari: UniCredit, Intesa SanPaolo, Banca Monte dei Paschi di Siena, Banco Popolare e Unione di Banche Italiane, possedevano quasi il 50% delle attività bancarie e finanziarie italiane (nel 2002 la quota era del 51,5%). Il grafico presente in *figura 2.4* offre un confronto tra 2002 e 2012 in merito ad una prima analisi della concentrazione del settore. Se la quota detenuta da banche di una certa dimensione risulta essere diminuita nel tempo, si può osservare, d'altra parte, come le piccole realtà e le succursali estere abbiano incrementato la loro quota di mercato, a dimostrazione probabilmente che, da un lato, furono proprio le realtà più contenute a risentire in misura minore della crisi, dall'altro che l'apertura internazionale sembra si stia finalmente facendo strada anche nella nostra penisola.

Figura 2.3 La struttura del sistema finanziario italiano per tipologia di istituto.

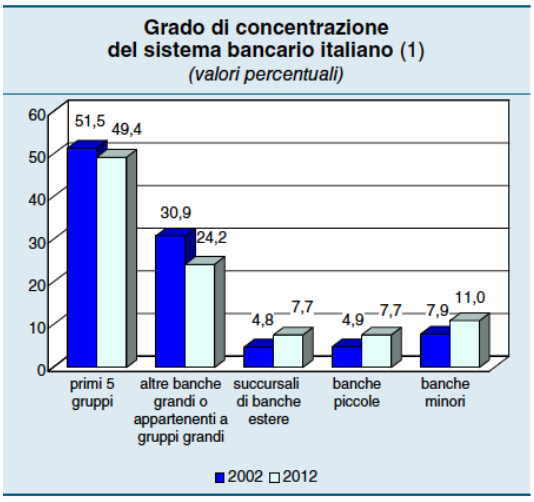
Struttura del sistema finanziario italiano

TIPO INTERMEDIARIO	31 dicembre 2011				31 dicembre 2012			
	Numero intermediari				Numero intermediari			
	Inclusi nei gruppi bancari (1)	Inclusi nei gruppi di SIM	Non inclusi nei gruppi	Totale	Inclusi nei gruppi bancari (1)	Inclusi nei gruppi di SIM	Non inclusi nei gruppi	Totale
Gruppi bancari	–	–	–	77	–	–	–	75
Gruppi di SIM	–	–	–	20	–	–	–	19
Banche	189	–	551	740	169	–	537	706
di cui: *banche spa*	*162*	–	*52*	*214*	*141*	–	*56*	*197*
banche popolari	*18*	–	*19*	*37*	*18*	–	*19*	*37*
banche di credito cooperativo	*8*	–	*403*	*411*	*9*	–	*385*	*394*
succursali di banche estere	*1*	–	*77*	*78*	*1*	–	*77*	*78*
Società di intermediazione mobiliare	8	23	71	102	9	24	68	101
Società di gestione del risparmio e Sicav	31	6	153	190	26	7	139	172
Società finanziarie iscritte nell'elenco speciale ex art. 107 del TUB	65	–	123	188	58	–	128	186
Società finanziarie iscritte nell'elenco generale ex art. 106 del TUB	36	1	745	782	33	1	624	658
Istituti di moneta elettronica (Imel)	–	–	3	3	–	–	3	3
Istituti di pagamento	9	–	25	34	8	–	36	44
Altri intermediari vigilati (2)	–	–	2	2	–	–	2	2

Fonte: albi ed elenchi di vigilanza.
(1) Di proprietà italiana o sottogruppi nazionali con impresa madre estera; sono comprese le banche e le SIM capogruppo. – (2) Banconposta e Cassa depositi e prestiti.

Fonte: Banca d'Italia, *Relazione Annuale 2012*, Roma, 31 maggio 2013, p. 207.

Figura 2.4 La concentrazione nel settore, 2002 e 2012 a confronto.

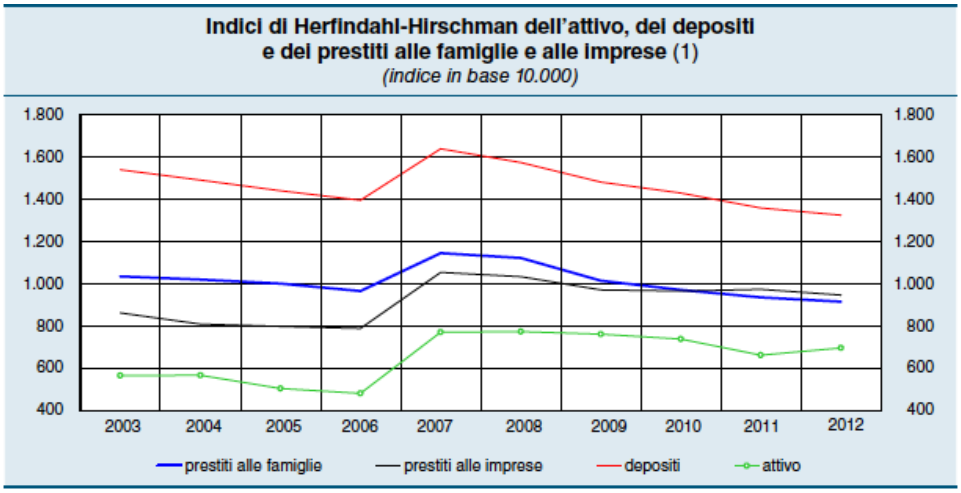


Fonte: segnalazioni di vigilanza.
(1) Quote di mercato sul totale dell'attivo, calcolate utilizzando per i gruppi bancari il dato consolidato (limitatamente alle componenti italiane) e per le banche non appartenenti a gruppi il dato individuale.

Fonte: Banca d'Italia, *Relazione Annuale 2012*, Roma, 31 maggio 2013, p. 208.

La *figura 2.5* illustra il grado di concentrazione del sistema bancario misurato dall'indice di Herfindahl-Hirschman[58], prendendo in considerazione la linea verde, il cui andamento è calcolato sul totale dell'attivo dei bilanci consolidati delle realtà operanti nel nostro Paese, è evidente come l'indice al 2012 sia lievemente aumentato rispetto al 2011, come atteso; inoltre, se si effettua un confronto rispetto agli anni precedenti, ed in particolare con il 2003, il valore dell'indice nel 2012 appare comunque superiore. Osservando gli andamenti del mercato dei depositi (linea rossa) si noti come l'indice assume livelli molto elevati con un picco nel 2007, stesso picco che ritroviamo nell'andamento della concentrazione dei prestiti alle famigli e alle imprese.

Figura 2.5 L'indice di Herfindahl-Hirschman.



Fonte: segnalazioni di vigilanza.
(1) L'indice per l'attivo è calcolato su base nazionale; l'indice per il mercato dei prestiti alle imprese è calcolato su base regionale; gli indici per i mercati dei depositi e dei prestiti alle famiglie (limitatamente alle unità consumatrici) sono calcolati su base provinciale. Indice mediano per i mercati dei depositi e dei prestiti.

Fonte: Banca d'Italia, *Relazione Annuale 2012*, Roma, 31 maggio 2013, p. 208.

Infine, i dati raccolti da Banca d'Italia riportano che ben 67 fondazioni detenevano nel 2012 quote di capitale di istituti di credito, possedendo

[58] L'indice di Herfindahl-Hirschman è un misuratore della concentrazione di un certo mercato, è spesso utilizzato in ambito bancario per stimare il grado di concentrazione del sistema. Il valore dell'indice si ottiene sommando i quadrati delle quote di mercato (in valori percentuali) detenute dai vari *players*, in particolare nel settore creditizio vengono utilizzate le 'quote sportelli'. L'indice può oscillare all'interno di un *range* di valori solo positivi che può arrivare sino a 10.000 (massima concentrazione). Se l'indice si colloca tra 1.500 e 2.500 il mercato viene considerato moderatamente concentrato, al di sotto poco concentrato, al di sopra la concentrazione sarà considerata elevata.

congiuntamente più del 50% delle quote in 16 intermediari. Nei casi di Monte dei Paschi di Siena e Banca Carige partecipazioni comprese tra il 20% e il 50% sono detenute da una sola fondazione. Passando, infine, all'internazionalizzazione del settore, essa è rilevante se si considera l'area euro con circa 121 filiali, mentre la presenza nel resto del mondo rimane ancora bassa. La tendenza si conferma anche con riferimento all'azionariato estero, prevalente è infatti quello comunitario[59].

2.3 La composizione del settore. Le attività svolte.

In Italia negli ultimi vent'anni il numero delle banche è sceso drasticamente: da circa 1200 a poco più di 700, con un tasso medio annuo che, nel periodo compreso tra il 1990 e il 2001, ha raggiunto quasi il 3% e una riduzione complessiva del 36% dal 1990 al 2011. La tabella di *figura 2.6* mostra come il processo d'integrazione abbia modellato il settore dal 1990 al 2006, in particolare oltre alle unità presenti di anno in anno e il numero di operazioni compiute, separatamente vengono considerate le Banche di Credito Cooperativo il cui andamento, in termini di presenza numerica e concentrazioni effettuate, ha seguito una sorte simile. Viene quindi spontaneo chiedersi: quali sono le logiche sottese ad un processo che sembra ormai inarrestabile? Si è parlato del settore creditizio come di una realtà composita e formata da differenti soggetti e aree di attività, la *figura 2.3* può aiutare a capire quali siano gli attori principali, ma per comprendere meglio quali sono stati effettivamente le attività che hanno dominato la scena nel corso dell'ultimo secolo, come queste si sono integrate e con quali modalità è stata perseguita la crescita, è necessario compiere un'indagine più accurata.

[59] Fonte dati: Banca d'Italia*, Relazione Annuale 2012*, Roma, 31 maggio 2013.

Figura 2.6 L'evoluzione del sistema bancario italiano (1990-2006)[60].

Anno	numero banche	di cui: BCC	Fusioni e incorporazioni [1]				Acquisizioni della maggioranza del capitale	
			numero di opera-zioni	di cui BCC	fondi intermedi ati [2]	di cui BCC	numero di opera-zioni	fondi intermediati
1990	1.156	715	19	10	1,06	0,02	4	0,37
1991	1.108	708	33	22	0,45	0,03	5	0,37
1992	1.073	700	20	9	3,04	0,01	1	0,01
1993	1.037	671	38	25	0,63	0,05	6	1,5
1994	994	643	42	25	1,59	0,05	10	1,9
1995	970	619	47	28	1,57	0,1	19	4,5
1996	937	591	37	25	0,47	0,05	19	1,08
1997	935	583	24	12	0,8	0,05	18	3,42
1998	921	562	27	18	2,65	0,08	23	11,02
1999	876	531	36	23	0,39	0,06	28	14,35
2000	841	499	33	22	1,5	0,09	24	4,86
2001	830	474	31	21	0,08	0,06	9	1,55
Tot. 1990-2001			**387**	**240**	**14,23**	**0,65**	**166**	**44,93**

Anno	Fusioni e incorporazioni				Acquisizioni di banche italiane		Acquisizioni di banche estere da parte di gruppi bancari italiani	
	Nume-ro di opera-zioni	di cui BCC	Attivo	di cui BCC	numero di operazio-ni	attivo	numero di operazio-ni	attivo
Tot. 1997-2001	153	98	5,44	0,35	104	32,79	21	2,06
2002	18	16	0,06	0,05	12	5,06	3	0,41
2003	20	14	0,2	0,05	9	1,53	4	0,19
2004	10	7	0,04	0,02	7	0,35	4	0,06
2005	4	3	0,02	0	7	2,32	4	22,94
2006	6	3	10,5	0,01	4	3,29	10	0,13
Tot. 2002-2006	58	43	10,82	0,13	39	12,55	25	23,73

Fonte: nostra elaborazione da "*Serie storiche di contabilità nazionale dell'Italia, 1861-2011*", dati Banca d'Italia

[60] Note: 1) Le operazioni di concentrazione fanno riferimento a *deal* nazionali, compresi quelli tra banche italiane e soggetti esteri, sono escluse le operazioni infragruppo. Cessioni di attività o passività sono considerate operazioni rilevanti.
2) I fondi intermediati sono considerati in percentuale rispetto all'intero sistema. Nell'attivo viene individuato l'attivo individuale delle banche considerate come percentuale sul totale delle attività delle banche operanti in Italia (i dati considerati fanno riferimento al dicembre dell'anno precedente).
3) Se vi sono state più operazioni coinvolgenti la stessa banca viene considerata solo la prima.
Si veda Banca d'Italia, "Relazione Annuale - E. L'ATTIVITÀ DI VIGILANZA SULLE BANCHE E SUGLI INTERMEDIARI NON BANCARI", Roma, annate varie.

Dati relativi agli anni '70, reperibili grazie agli archivi storici di Banca d'Italia, mostrano una realtà molto diversa da quella attuale. Tale periodo fu connotato dalla forte espansione dei depositi e congiuntamente delle richieste di finanziamento da parte delle imprese, fu dunque l'intermediazione creditizia vera e propria ad occupare la scena in quegli anni, aspetto pienamente confermato dalla tabella in *figura 2.7*, la quale offre una visione generale dalle varie componenti di ricavo. In particolare il margine d'interesse, come atteso, pesa per ben l'89% sul margine di intermediazione a riconferma di quanto detto. Nel corso degli anni, sembra che questa abbia ceduto il passo ad un'altra, inversa, tendenza. Gli anni '80 sono, infatti, caratterizzati da una consistente diminuzione dei depositi, oltre all'ingresso di nuovi strumenti finanziari. Questi due mutamenti hanno avuto un'evidente influenza sui bilanci bancari: le altre componenti di ricavo (negoziazione, servizi, ecc.) sono cresciute passando da 10,90% del 1970 a 22,35% nel 1980, in termini di percentuale sul margine di intermediazione, nel frattempo il margine di interesse ha iniziato a subire una lieve flessione.

Concorrenza estera, ricerca di maggiore efficienza, ripresa furono i tratti principali caratterizzanti gli anni novanta. In questo periodo la diminuzione dei depositi da parte delle famiglie venne, in parte, compensata dall'aumento dei crediti concessi alle imprese, sia con estensione delle linee di credito, sia grazie all'abbassamento dei tassi di interesse sui prestiti. L'aumento della ricchezza delle famiglie iniziò a riversarsi su quote di fondi comuni, azioni, obbligazioni, attività all'estero. Dal 1996 in poi si verificò un incremento nella diffusione degli strumenti di risparmio gestito (collocati soprattutto presso sportelli bancari), delle attività di negoziazione e da servizi, che riuscirono a controbilanciare il basso margine di interesse conseguito (nel 1995 il rapporto tra margine di interesse e fondi intermediati arrivava al 2,69%). D'altro canto divenne evidente, in misura sempre maggiore, la forte incidenza dei costi sui bilanci bancari italiani, ben lontani da quelli registrati nel resto d'Europa. I costi operativi e relativi al personale raggiunsero nel 1996 un peso rispettivamente del 69 e al 43% sul margine di intermediazione[61].

[61] Si veda Banca d'Italia, *Relazione Annuale 1997*, 30 maggio 1998, p. 301.

Figura 2.7 Banche: voci di Conto Economico (1970-2012)

(importi fino al 1997 in miliardi di Lire, poi in milioni di Euro)

Anno	Voci	a) margine di interesse	b) altri ricavi netti	di cui:		c) margine di intermedia-zione (a+b)	Per memoria: Fondi intermedia-ti o attività*
				Negozia-zione	*Servizi*		
1970	Valori assoluti	1.043	128	n.d.	n.d.	1.170	n.d.
	valori %	89,10%	10,90%	n.d.	n.d.	100,00%	
	% sui fondi intermediati	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	
1980	Valori assoluti	8.116	2.336	n.d.	n.d.	10.452	n.d.
	valori %	77,65%	22,35%	n.d.	n.d.	100,00%	
	% sui fondi intermediati	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	
1990	Valori assoluti	26.735	9.922	n.d.	n.d.	36.657	
	valori %	72,93%	27,07%	n.d.	n.d.	100,00%	
	% sui fondi intermediati	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	
1995	Valori assoluti	64.893	20.796	6.081	6.596	85.689	2.408.554
	valori %	75,73%	24,27%	7,10%	7,70%	100,00%	
	% sui fondi intermediati	2,69%	0,86%	0,25%	0,27%	3,56%	
2000	Valori assoluti	34.373	31.429	2.558	14.528	65.802	1.785.475
	valori %	52,24%	47,76%	3,89%	22,08%	100,00%	
	% sui fondi intermediati	1,93%	1,76%	0,14%	0,81%	3,69%	
2005	Valori assoluti	35.964	38.717	2.633	20.925	74.681	2.545.416
	valori %	48,16%	51,84%	3,53%	28,02%	100,00%	
	% sui fondi intermediati	1,41%	1,52%	0,10%	0,82%	2,93%	
2010*	Valori assoluti	37.988	34.819	-168	22.600	72.807	3.496.528
	valori %	52,18%	47,82%	-0,23%	31,04%	100,00%	
	% su totale attività	1,09%	1,00%	0,00%	0,65%	2,08%	
2011*	Valori assoluti	38.110	32.912	-525	22.378	71.022	3.361.115
	valori %	53,66%	46,34%	-0,74%	31,51%	100,00%	
	% su totale attività	1,13%	0,98%	-0,02%	0,67%	2,11%	
2012*	Valori assoluti	37.092	37.472	5.498	22.084	74.564	3.514.309
	valori %	49,75%	50,25%	7,37%	29,62%	100,00%	
	% su totale attività	1,06%	1,07%	0,16%	0,63%	2,12%	

Fonte: nostra elaborazione da dati *"Serie storiche di contabilità nazionale dell'Italia, 1861-2011"*, dati Banca d'Italia; Banca d'Italia, *Relazioni annuali*, annate varie.

Le banche si resero conto che la loro attività principale stava gradualmente perdendo terreno, le società di fondi comuni da loro controllate realizzarono nel 1997 risultati molto elevati nella raccolta netta, riuscendo ad attirare una quota crescente di patrimoni. Da questo momento, furono sempre maggiori le operazioni che portarono gli istituti di credito tradizionali a fare il loro ingresso e ritagliarsi uno spazio in altri comparti quali non solo la gestione e l'investimento collettivo del risparmio, ma anche nell'intermediazione finanziaria.

Negli anni duemila, se da una parte le banche proseguirono il processo di espansione andando ad acquisire istituti connotati da maggiori similitudini, per creare strutture sempre più orientate al modello federale, con il fine ultimo di ridurre inefficienze e costi fissi; dall'altra proseguirono la tendenza, già avviata negli anni novanta, della 'bancassicurazione', con particolare enfasi verso il ramo vita. Si tratta di un periodo caratterizzato da una rinnovata espansione dei prestiti soprattutto alle imprese, allo stesso tempo non smisero di aumentare i ricavi da servizi, alimentati, soprattutto, dalla domanda da parte delle famiglie in ambito di gestione patrimoniale. Un altro aspetto degno di nota attiene ai depositi in conto corrente che sembrarono subire una leggera diminuzione, bilanciati tuttavia dalla raccolta obbligazionaria, che pare proprio in questi anni assumere un certo peso. Infine, la redditività del patrimonio netto raggiunge quota 11,6%, valore più elevato dalla metà degli anni ottanta[62]. È da questo momento che inizia ad emergere un mercato totalmente differente per le banche, è infatti dalla metà degli anni duemila che è possibile notare il quasi capovolgimento nei pesi attribuiti ai business bancari, o perlomeno una situazione di parità tra il business tradizionale di erogazione del credito e raccolta del risparmio da un lato e attività di negoziazione e servizi dall'altro. Il rapporto tra margine di interesse e fondi intermediati divenne sempre più esiguo, raggiungendo nel 2012 (rapporto tra margine di interesse e attivo) quota 1,06%. Iniziarono a farsi strada nuove operazioni e servizi, mentre nel periodo considerato aumentano in misura

[62] Si veda Banca d'Italia, *Relazione Annuale 2000*, in, 31 maggio 2001, p. 224.

consistente i finanziamenti concessi per operazioni di *leasing*, *factoring* e credito al consumo.

Il sentiero sembra ormai essere tracciato, ma la panoramica illustrata risulta essenziale per comprendere le logiche sottese alle operazioni di concentrazione in un ambito in cui efficienza, competitività, internazionalizzazione, strategia, successo, potenza, politica hanno avuto pesi e priorità diverse nel corso della storia. Se, senza tali premesse non si potrebbero esplicare certi comportamenti messi in atto, e dalle società, e dalle autorità, d'altro canto non si potrebbero nemmeno comprendere adeguatamente risonanza e connotati del tutto particolari dei fenomeni in questione, né tanto meno le ripercussioni che le vicende economiche, storiche, politiche hanno avuto, e tuttora hanno, sulla situazione bancaria e finanziaria italiana.

2.4 Il processo di acquisizione

Tracciato l'ambiente entro cui l'analisi si colloca non solo dal punto di vista strutturale, ma anche storico e normativo, è ora possibile proseguire con lo studio accurato del cuore del problema: come si articola un processo di acquisizione interbancaria. Si utilizzerà la locuzione 'acquisizione interbancaria' poiché la nostra attenzione sarà rivolta principalmente ai processi di concentrazione che, per le caratteristiche e le sinergie ricercate, coinvolgono istituti appartenenti al mondo bancario propriamente detto. Oltretutto si tratta delle operazioni aventi maggior peso nel panorama delle concentrazioni finanziarie, con un'incidenza del 60% sulle operazioni complessive, mentre in termini di valore si parla del 70%[63]. Ciononostante può essere utile porre l'accento su quanto in precedenza già accennato, ovvero che sempre più spesso le banche ricercano cooperazioni e collaborazioni anche al di fuori dell'area propriamente bancaria, questo, infatti, consente loro di ampliare la propria gamma di prodotti e servizi, nonché di

[63] Si fa riferimento ad una ricerca condotta con riferimento agli anni novanta dal Group of Ten, "*Report on consolidation in the financial sector*", gennaio 2001, p. 2.

fidelizzare ancor più la clientela, oltre ovviamente ad aumentare il giro d'affari. Si avrà modo, in una sezione a parte, di approfondire il tema delle cosiddette '*bancassicurazioni*'[64] fenomeno che, per la sua crescente diffusione e interesse da parte dei grandi gruppi bancari e finanziari, è doveroso tenere in debita considerazione.

In questa sede inizieremo col delineare quali siano le cause e le motivazioni principali che spingono le aziende di credito ad avviare simili processi. Una ricerca condotta dal "*Group of Ten*"[65] ha individuato i fattori maggiormente accreditati come concause del fenomeno, suddividendoli in relazione alla loro natura.

RAZIONALIZZAZIONE INTERNA. Le operazioni di M&A sono spesso fonte di riduzioni dei costi strutturali, si è parlato della possibilità di perseguire economie di scala, di scopo, riduzione dei costi di struttura e di organizzazione: si pensi al costo del personale o all'introduzione di tecnologie (software e piattaforme IT) che consentano una maggiore razionalizzazione degli organi interni che evitino duplicazioni, e così via. Ciò nonostante, tale ricerca sottolinea come questi risultati, da soli, non possano costituire motivo determinante all'intraprendimento di simili operazioni. In particolare le indagini svolte hanno mostrato come solo le realtà più piccole e meno efficienti possano conseguire miglioramenti in questi termini (solitamente sono queste stesse realtà ad essere oggetto di acquisizione); d'altro canto bisogna tenere presente i limiti di una simile indagine: i risultati ottenuti si riferiscono a valori medi, pertanto singole operazioni potrebbero effettivamente aver avuto risultati positivi in termini di abbattimento di costi; inoltre bisognerà sempre considerare il contesto normativo di riferimento,

[64] La tematica della *bancassurance* verrà trattata nei paragrafi che seguiranno, basti sapere che si tratta di un fenomeno sviluppatosi in Europa – precedentemente era già stato conosciuto negli Stati Uniti – a partire dalla fine degli anni novanta e consistente nella creazione di integrazioni fra istituti di credito o finanziari e società assicurative, tali integrazioni possono avvenire attraverso varie modalità: scambi di pacchetti azionari, fusioni e acquisizioni, contratti di partnership o collaborazioni. Cfr. M. Affinito, E. Reviglio, *Banche d'Italia- la genesi dei conglomerati della finanza e la nuova mappa delle relazione banca-impresa*, Mondo economico 24, Il sole 24 ore, Milano, 1998, cap.3, § 2.

[65] Si veda Group of Ten, op.cit., 2001, p.65 e ss..

particolari restrizioni potrebbero, infatti, aver inciso negativamente sugli effetti dell'operazione.

AUMENTO DEI RICAVI. Ovvia conseguenza dei processi di integrazione dovrebbe essere, almeno in via ipotetica, l'aumento dei ricavi, questo poiché, a prescindere dall'andamento dei costi, una dimensione maggiore dovrebbe presupporre un giro d'affari più ampio, aumento del numero di clienti, dei prodotti offerti o del potere di mercato.

DIMINUZIONE DEL RISCHIO. Un altro vantaggio spesso citato in letteratura è legato alla possibilità di ridurre il rischio. Come si è precedentemente avuto modo di osservare[66] tale aspetto in un'impresa finanziaria ha un'enorme rilevanza, poiché va ad intaccare i rapporti con tutti gli *stakeholder*, provocando forti ripercussioni sull'attività dell'azienda stessa. Rischio sistematico e rischio specifico, se l'operazione è stata ben ponderata e studiata anche sotto questo profilo, dovrebbero potenzialmente diminuire. L'evidenza mostra che non sempre ciò accade, oltretutto la stessa indagine riporta come la maggior parte degli intervistati reputi quest'aspetto solo relativamente importante.

In questi paragrafi si sono elencate quelle che possono essere annoverate tra le maggiori cause che spingono i manager a pianificare delle possibili integrazioni e con quali obiettivi, ora ci si vuole soffermare brevemente sulle caratteristiche e le contingenze esterne che, più di altre, hanno favorito il fenomeno analizzato. A seguire è proposta una breve rassegna dei principali fattori che hanno avuto un ruolo in questo senso.

PROGRESSO TECNOLOGICO. L'IT, i suoi nuovi sviluppi e la rapidità di evoluzione hanno innescato un meccanismo per cui ora il mondo finanziario (e non solo) è dominato e retto dalla tecnologia. Tale progresso, indubbiamente, ha dato una

[66] Si veda a tal proposito il §1.4 (*Effetto qualità*) del presente lavoro.

scossa e consentito l'accelerazione del fenomeno, se è vero, infatti, che il settore finanziario necessita di investimenti in tecnologia costanti e questi hanno costi anche assai ingenti, essi risultano essere sostenibili adeguatamente solo se le dimensioni della realtà aziendale sono piuttosto elevate. Tali presupposti spingono le imprese ad unirsi per sostenere al meglio costi anche molto onerosi, che verranno poi ripartiti, in tal modo, su un numero maggiore di clienti. Se da una parte il progresso, inteso in questo senso, comporta esborsi non trascurabili, dall'altro è anche fonte di maggiore efficienza: le nuove tecniche automatiche (ATM) e i software consentono, per esempio, di ridurre il costo del personale; l'evoluzione informatica ha consentito inoltre la creazione di nuovi prodotti e servizi: le carte di credito, il bancomat, l'*home banking*, il *trading online*, nonché l'accesso più rapido ad una clientela molto più vasta.

DEREGOLAMENTAZIONE, GLOBALIZZAZIONE, EURO. Nei paragrafi precedenti si è avuto modo di illustrare, in linea generale, quali siano stati i passi fondamentali dal punto di vista normativo che hanno portato alla situazione attuale. Proprio l'allentamento delle restrizioni normative – processo noto anche con il termine '*deregulation*' e caratterizzante anche gli altri Paesi sviluppati – è stato determinante nell'avvio di un così elevato numero di operazioni in un periodo relativamente limitato. Esso non solo ha consentito l'ampliamento dei margini di manovra per le banche, ma ha anche agevolato e spinto gli istituti in tale direzione, con agevolazioni fiscali e una serie di provvedimenti volti in tal senso.
La globalizzazione nel settore bancario può essere vista, in un certo qual modo, come una conseguenza del processo di deregolamentazione e, successivamente, come concausa dell'integrazione stessa. Inizialmente furono i *deal* nazionali a fare da padroni, solo in un secondo momento, con la saturazione del mercato domestico (oltre a quanto in precedenza affermato) l'attenzione si orientò anche verso l'estero. Seguirono la nascita del mercato globale, la ricerca di una dimensione maggiore, di un portafoglio clienti sempre più vasto – anche geograficamente –, una concorrenza diventata ormai globale; tutto ciò portò ad

acuire gli effetti dei fattori finora citati e, al tempo stesso, l'unico mezzo efficace per stare al passo con tale evoluzione risultò essere il processo di concentrazione. L'istituzione della moneta unica europea, dal canto suo dovrebbe aver facilitato le operazioni di integrazione, perlomeno nell'area europea, grazie alle minori barriere tra Stati e il tentativo di uniformare e standardizzare i comportamenti e le regolamentazioni nazionali.

IMPORTANZA CRESCENTE DELL'AZIONARIATO. Gli azionisti stanno cercando, con sempre maggior veemenza, di ritagliarsi uno spazio di rilievo all'interno dell'area decisionale negli istituti di credito. La volontà di esercitare maggiore controllo sull'operato del management, nasce probabilmente dalla mutata situazione concorrenziale, che ha contribuito alla riduzione dei margini di profitto. Si è già affrontato il tema delle fondazioni, cui tale argomento può essere ricollegato se si pensa che esse, in Italia, rappresentano una buona parte degli azionisti di società di credito, ebbene tali enti rivestono un ruolo preponderante in virtù della loro composizione e dei loro coinvolgimenti sociali e politici. Non è difficile credere che tali soggetti siano quindi riusciti, in talune occasioni, a fare pressione per il compimento di determinate operazioni di integrazione con le finalità più varie: salvataggi di aziende in difficoltà, aumento del prestigio, incremento delle dimensioni della banca, ottenimento di maggiori profitti, scongiura di acquisizioni estere ed altro ancora[67].

FATTORI PSICOLOGICI. Infine, non devono essere trascurati i fattori più propriamente psicologici, riguardanti il management e coloro i quali esercitano una certa influenza in merito a decisioni di questa portata (si veda quanto appena detto). Si tratta di aspetti legati all'essere umano in quanto tale, che ancora una volta confermano come gli individui non sempre – anzi, raramente – agiscano secondo 'razionalità economica', ma il più delle volte siano guidati dalle emozioni e sentimenti quali: il desiderio di potenza o di imitazione, motivi irrazionali e di

[67] Si veda a tal proposito § 2.2.2.

prestigio familiare, la consapevolezza che la 'grande impresa' ha un ascendente maggiore sui depositanti, le manovre politiche o indirizzate da organi di potere.

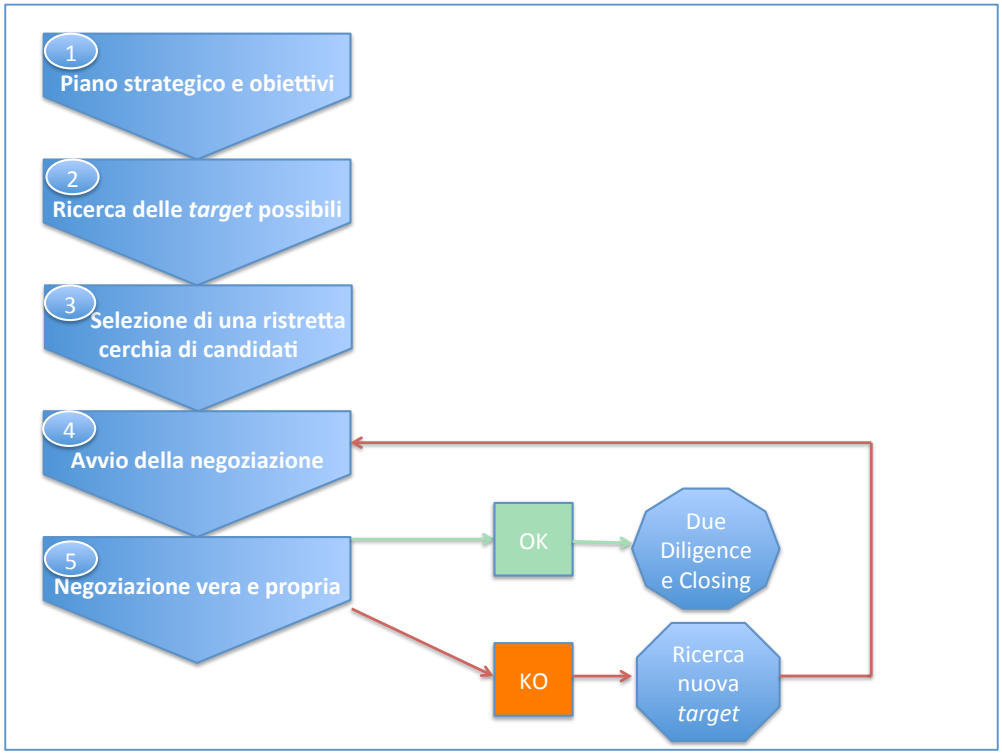
2.4.1 Le fasi del processo

Evidenziate cause, elementi esterni e motivazioni all'origine del fenomeno che si sta studiando, senza ulteriori indugi, l'attenzione sarà ora rivolta alle varie fasi che si susseguono al fine di dare vita ad un processo di acquisizione. Si parla di processo intenzionalmente, volendo sottolineare la natura dinamica, nonché sequenziale dei vari *step* che conducono una banca, partendo da una certa situazione iniziale, a voler intraprendere un passo così importante, che sconvolgerà – in positivo, si spera – le caratteristiche e le dinamiche della società stessa. Un processo di acquisizione, che sia in ambito bancario o meno, si compone, come si è detto, di una serie di fasi ormai consuete in questo tipo di operazioni (*figura 2.8*). Nell'ottica analizzata tali passaggi assumono sicuramente una declinazione particolare, come si vedrà in seguito. La premessa fondamentale, che qualsiasi *deal* di questo tipo dovrebbe avere, consiste nella redazione di un piano strategico puntuale, dettagliato, in cui chiari risultino gli obiettivi che ci si propone di raggiungere mediante l'operazione.

Si tratta di un momento essenziale in qualsiasi settore e qualunque siano le aziende coinvolte, ma nell'ambito in questione la valenza è, se vogliamo, ancora maggiore: dal punto di vista interno, poiché si tratta di acquisizioni dal valore normalmente cospicuo, le banche coinvolte sono solitamente realtà di una certa entità e quindi continuamente tenute 'sotto controllo', pertanto più che in altri casi un errore potrebbe rivelarsi fatale. Dal punto di vista sociale – si è più volte ripetuto della funzione politica e sociale che gli istituti di credito hanno avuto e continuano talvolta a detenere – una scelta sbagliata, perché mal ponderata e non studiata adeguatamente, avrebbe ripercussioni non solo sull'andamento delle società coinvolte, ma su clienti, imprese e, in genere, tutta la realtà circostante, compresi gli *stakeholder* ad ampio spettro. Essenziale in questo primo passaggio è

la delineazione degli obiettivi che si intendono perseguire, avendo chiari questi sarà possibile identificare con maggiore accuratezza le possibili società bersaglio.

Figura 2.8 Le fasi del processo di acquisizione.



Fonte: nostra elaborazione da G. S. Bertinetti, "*Materiali didattici*".

Innanzitutto si tratterà di comprendere se optare per un'acquisizione *cross-border* oppure no. Nel secondo caso la volontà potrà essere quella di consolidare o espandere la propria posizione nel territorio nazionale e questa è la via spesso prediletta dagli istituti bancari, le concentrazioni *cross-border* risultano, infatti, essere meno della metà di quelle domestiche, anche se ultimamente l'apertura verso l'Europa non viene disdegnata[68]. Scegliere se focalizzarsi su possibili *target* italiane piuttosto che estere, è essenziale anche, e soprattutto, per le fasi che seguiranno: in particolare in questa sede ci si riferisce agli aspetti burocratici, legislativi e legati, ad esempio, all'esistenza di accordi internazionali o normative da rispettare. Si tratta di un aspetto tutt'altro che irrilevante dal momento che la mole di lavoro ed i costi connessi, evidentemente, aumentano in una prospettiva

[68] A tal proposito si veda A. Carretta, P. Schwizer, op. cit., 2008.

cross-border. Congiuntamente con gli obiettivi strategici, dovranno essere stabiliti anche quelli economici e finanziari, la stima di un tetto di costo massimo non è un passaggio facoltativo. La redazione di un budget in cui siano stimati costi e ricavi derivanti dall'operazione, un piano di rientro, le tempistiche necessarie perché ciò si realizzi, il valore massimo che si è disposti a pagare per la società, è fondamentale per scongiurare il rischio che un'acquisizione da potenzialmente profittevole si trasformi in un bagno di sangue. Nonostante vengano prese tutte le precauzioni del caso, il rischio che qualcosa vada storto può comunque sopraggiungere. Le ragioni possono essere molteplici: stime errate, piani di rientro più lunghi del previsto (che in operazioni interbancarie spesso si verificano, proprio per le dinamiche insite nel sistema stesso), sinergie che non si realizzano, situazioni congiunturali sfavorevoli; ecco perché un'attenta analisi non solo del settore finanziario, ma dell'economia in generale risulta essenziale. Valutare gli andamenti di politica monetaria, i comportamenti e le tendenze delle Banche Centrali, capire come si orienteranno nel futuro le loro direttive, sono analisi indispensabili per poter avere un quadro sul futuro del settore.

La prima fase è, dunque, propedeutica all'identificazione di quali siano i *partner* ideali con cui cercare un connubio. Concentrandoci esclusivamente sui soggetti bancari si restringe notevolmente l'ambito di indagine, ciononostante anche tra questi esiste un certo grado di diversità. Se la società *bidder* si propone di espandere la propria quota di mercato cercherà probabilmente una *target* simile dal punto di vista dell'attività svolta, dei prodotti e servizi offerti, in modo da ottenere sinergie di scala, diminuire i costi di struttura, organizzativi e così via, essa però dovrebbe avere un bacino d'utenza differente, altrimenti potrebbero verificarsi fenomeni di cannibalizzazione. Se invece l'intento è quello di diversificare l'offerta allora la ricerca si focalizzerà su istituti che svolgono un'attività complementare a quella della *target*, per esempio, specializzati in emissione di crediti a medio e lungo termine, piuttosto che a breve, oppure, in una visione più ampia, in altre attività quali consulenza, *leasing*, commercializzazione di strumenti finanziari particolari, strumenti assicurativi o previdenziali. Solitamente, in questi ultimi casi, le alternative ineriscono anche

alla possibilità di entrare in relazione con società specializzate nei relativi business (si ricadrà quindi al di fuori dell'insieme precedentemente tracciato, ma di quest'aspetto ci si occuperà nel prosieguo), oppure con società facenti parte di un gruppo in cui, relazioni particolari e accordi contrattuali (di licenza, *partnership*, e così via), consentono la commercializzazione di tali strumenti.

Il passo successivo sarà quello di restringere la cerchia delle opzioni possibili e mettere in atto le prime tecniche di valutazione. Si prenderà quindi contatto solo con un numero molto ristretto di aziende *target*, in modo da focalizzarsi al meglio su pochi soggetti, ma avere sempre delle alternative disponibili nel caso l'affare non si concluda. L'obiettivo sarà, a questo punto, quello di fissare i primi incontri conoscitivi per capire le intenzioni dei venditori, nonché analizzare più da vicino la società. Normalmente, le potenziali *target* redigono un documento denominato *Information Memorandum*, nel quale sono contenute le informazioni principali dell'istituto dal punto di vista economico, organizzativo, strutturale, le caratteristiche sull'attrattività dell'investimento, analisi di mercato, posizionamento competitivo, gamma di prodotti e servizi offerta e altre informazioni rilevanti che consentiranno alla *bidder* di decidere con chi intraprendere la negoziazione vera e propria.

È a questo punto, con la selezione della prescelta, che si entra nel cuore del processo. Le due società iniziano a scambiarsi documenti per la valutazione reciproca, viene redatto un *Confidentiality Agreement*[69] utile a definire in via preliminare i punti che si sono concordati e la documentazione necessaria, ma soprattutto per mantenere discrezione in merito al *deal* oltre che per tutela reciproca. Si tratta di un documento essenziale soprattutto per le società quotate e che nel caso in esame riveste una valenza ancora maggiore, poiché consente di tutelarsi da possibili vantaggi economici che potrebbe ottenere la controparte sfruttando le informazioni ottenute non solo inerenti alla società stessa, ma anche a prodotti e servizi offerti e altri dati sensibili. Può inoltre essere previsto un accordo di esclusiva, con cui le parti si vincolano, per un periodo limitato

[69] Per approfondimenti si veda A. Riva, *Le acquisizioni e le operazioni di finanza straordinaria,* MIX ARACNE editrice S.r.l., Roma, 2009.

(solitamente qualche mese), a non intrattenere rapporti finalizzati all'acquisizione o la vendita con altri soggetti.

Preliminare allo scambio di informazioni riservate, o comunque all'avvio del processo vero e proprio, dovrebbe essere la redazione di una cosiddetta 'minuta o puntuazione', si tratta di un documento utile per stabilire in via anticipata quale sarà il calendario di svolgimento della futura trattativa e uno strumento essenziale per evitare il prolungamento estenuante (come spesso accade) delle fasi che precedono la stesura e la firma del contratto vero e proprio. A seguire vi sarà la sottoscrizione di una lettera d'intenti, il documento più rilevante delle fasi precontrattuali, che consente di sin da principio di stabilire l'offerta iniziale (cifra approssimativa accordata che include anche dei possibili margini di variazione), nonché i punti salienti già concordati: clausola di riservatezza e di esclusiva possono essere contenute in questo documento, per esempio.

Un altro momento importante è rappresentato dalla *due diligence*[70], un'ispezione dell'intera attività aziendale nel suo complesso, con l'obiettivo principale di verifica del valore, dello stato di salute, dell'esistenza eventuali accordi o contratti con terze parti che potrebbero divenire scomodi, di debiti pendenti, l'assolvimento di tutte le normative e i vincoli legali e fiscali, e così via. Si tratta di un'attività composita che mira ad analizzare in profondità gli aspetti più sensibili dell'azienda che si intende acquisire. Proprio per questi motivi spesso è possibile individuare differenti aree d'indagine in cui essa può essere articolata: vi sarà quindi una *business due diligence* (relativa alla società nel suo complesso analizzata dal punto di vista strutturale, organizzativo e delle attività svolte), una *legal due diligence* (analizzerà gli aspetti di carattere legale), *due diligence* contabile e fiscale, *due diligence* finanziaria. Tale ispezione può avvenire *in loco*, e quindi in azienda, oppure può essere previsto l'allestimento di una *data room* presso terzi, una vera e propria stanza in cui sono messi a disposizione libri contabili, registri aziendali e tutti i documenti richiesti, utili ad una più adeguata

[70] Per approfondimenti si veda R. Lupi, A. Motta, *Manuale delle acquisizioni di imprese: aspetti strategici, finanziari e di valutazione, riflessi contabili secondo i principi nazionali e internazionali, attività di Due Diligence, strutturazione giuridica e fiscale*, Il sole-24 ore, Milano, 2003, capitolo 6.

valutazione. La formalizzazione dell'offerta avverrà alla fine di questa fase con la lettera d'offerta appunto, che può essere considerata l'esito finale della *due diligence* stessa. Solo in un secondo momento sarà redatto il contratto preliminare, a precederlo, infatti, ci sarà una negoziazione in merito alle varie clausole, al prezzo al quale effettivamente si concluderà l'affare, eventuali tutele e accorgimenti che le parti vorranno precisare.

Giunti al termine di questa serie di passaggi, la cui durata è variabile ma mai inferiore a sei mesi – solitamente si colloca intorno all'anno, ma i tempi spesso sono destinati a dilatarsi –, le opzioni sono di norma due:

a) la negoziazione va a buon fine, avviene il cosiddetto *colsing* e la transazione viene effettuata;
b) la negoziazione fallisce, la società *bidder* dovrà cercare una nuova società bersaglio e riavviare l'intero *iter*.

Supponendo che la trattativa vada a buon fine, a questo punto vengono avviate le pratiche conclusive, compresa la redazione del contratto definitivo con la contestuale decisione delle varie modalità tecniche, gestionali e organizzative di avvio e conclusione dell'acquisizione stessa. È in tale occasione che verranno definiti i dettagli dell'operazione in termini di identificazione puntuale dei beni oggetto della cessione, prezzo, modalità di pagamento, dichiarazioni in merito all'azienda, limiti su responsabilità di venditore e acquirente, eventuali indennità da corrispondere, condizioni sospensive (quali per esempio l'autorizzazione da parte dell'Autorità Antitrust), clausole di non concorrenza e altre ritenute necessarie. Sarà tramite la firma del contratto suddetto che si giungerà al *closing*, perfezionando così l'operazione.

2.4.2 I soggetti coinvolti: la società *bidder*

In questo paragrafo si è esordito sottolineando la natura dei soggetti coinvolti, rientranti nel novero degli istituti di credito, e il tipo di operazioni oggetto preferenziale della nostra attenzione. A questo punto, può essere utile elencare

brevemente quali sono le figure normalmente protagoniste nei fenomeni di integrazione bancaria (e non solo):

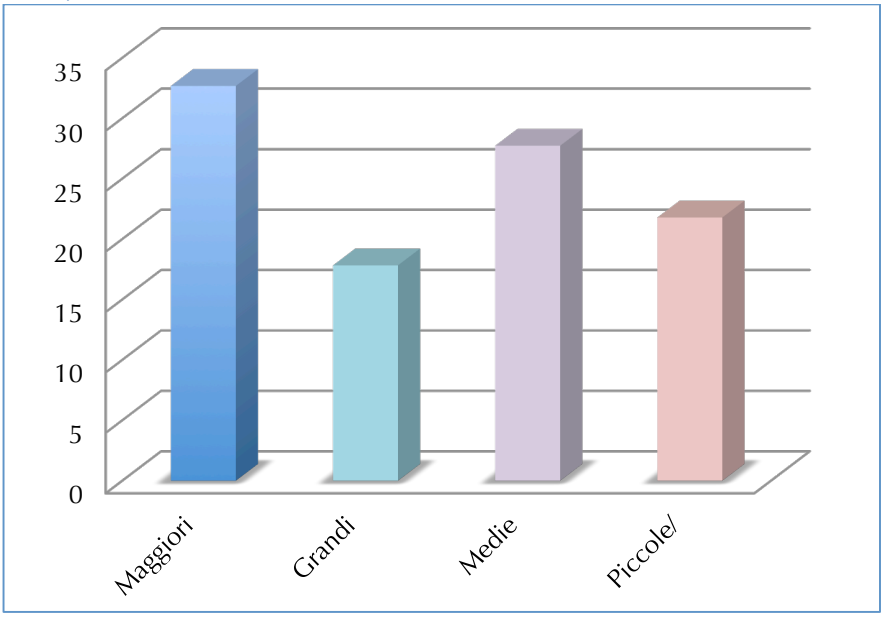
- azienda *bidder*;
- azienda *target*;
- soci cedenti;
- *adivisor*;
- autorità garanti della concorrenza;
- terzi soggetti (amministratori, sindaci, revisore, direttore generale, *stakeholder* in genere, etc.).

La società *bidder* è la società acquirente o potenziale tale, il termine inglese "bidder" significa, infatti, "offerente". Gli studi riguardanti i fenomeni di concentrazione tra banche nel territorio nazionale, riportano come la maggior parte delle *bidder* abbia normalmente dimensioni piuttosto grandi (*figura 2.9*), ma più che alla dimensione rilevabile economicamente e finanziariamente taluni rilevano come gli istituti con quote di mercato superiori siano maggiormente propensi ad attuare operazioni di questo tipo[71]. Tuttavia non bisogna dimenticare dove si colloca l'analisi, a differenza, infatti, degli Stati Uniti, per esempio, dove il processo di concentrazione interbancaria ha una storia più antica, in Italia si tratta di un fenomeno piuttosto recente, guidato inizialmente da banche dalla dimensione rilevante, cui solitamente corrispondevano quote di mercato di un certo rilievo. La rigida legislazione presente fino al 1990 non consentì al processo di integrazione di evolversi come stava già accadendo nel resto d'Europa, ciò isolò, in un certo senso, la realtà italiana. Quando tale barriera cadde, i primi a cogliere l'occasione furono quegli istituti che, per dimensione e rilevanza, ebbero le possibilità e tutto l'interesse di espandersi, anche e soprattutto per eliminare le inefficienze, divenute ormai insostenibili. Il destino delle banche minori era segnato: sarebbero divenute oggetto d'interesse dei *competitors* maggiori, oppure avrebbero potuto continuare a esercitare le loro attività cercando di ritagliarsi

[71] A tal proposito si veda M. Affinito, E. Reviglio, op. cit., 1998; si veda anche R. Bottiglia, *I grandi gruppi bancari: formazione, sviluppo e crisi*, Giuffrè, Milano, 2009 e A. Carretta, P. Schwizer, op. cit., 2008.

delle nicchie di mercato e puntando su una maggiore specializzazione e personalizzazione dei servizi offerti ai clienti.

Figura 2.9 Numero delle operazioni di concentrazione bancaria (valori percentuali) suddivisi per dimensione della *bidder* (1998-2006).



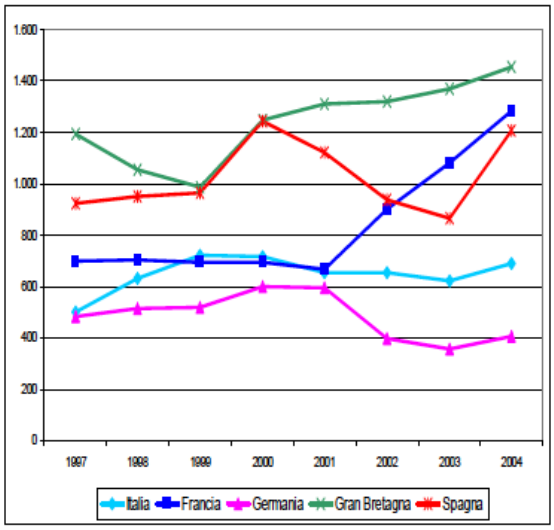
Fonte: A. Carretta, P. Schwizer, op. cit., 2008, p. 60.
Note: Dati relativi a un campione di 141 operazioni avvenute a livello nazionale nel periodo compreso tra il 1998 e l'inizio del 2006.

Le grandi aziende di credito sembrano quindi destinate ad assumere un ruolo sempre più centrale, consentendo, oltretutto l'apertura a una vera e propria internazionalizzazione del settore. Si tratta di una scelta pressoché obbligata, dovendosi confrontare quotidianamente con la concorrenza estera e con dimensioni ben superiori. Infatti, nonostante la frenesia dell'ultimo decennio in ambito di acquisizioni e fusioni che portò l'Italia a guadagnarsi il primo posto per numero di operazioni effettuate (a livello europeo)[72], il nostro Paese deve ancora finire di scontare un *gap* di circa dieci anni rispetto all'intero panorama europeo (si fa riferimento all'Europa occidentale e agli Stati maggiormente sviluppati) e ciò si riflette soprattutto considerando la dimensione media degli istituti. Quest'ultima è, ad oggi, inferiore a quella riscontrabile in altri Paesi avanzati, oltretutto

[72] Si veda *figura 2.2* e lo studio condotto da A. Carretta, P. Schwizer, op. cit., 2008.

notevolmente più basso risulta l'indice di concentrazione rispetto ai maggiori Paesi europei[73] (*figura 2.10*).

Figura 2.10 Indice di Herfindahl-Hirschman per cinque paesi europei (1997-2004)[74].



Fonte: elaborazioni *UniCredit Research* su dati *BankScope*.

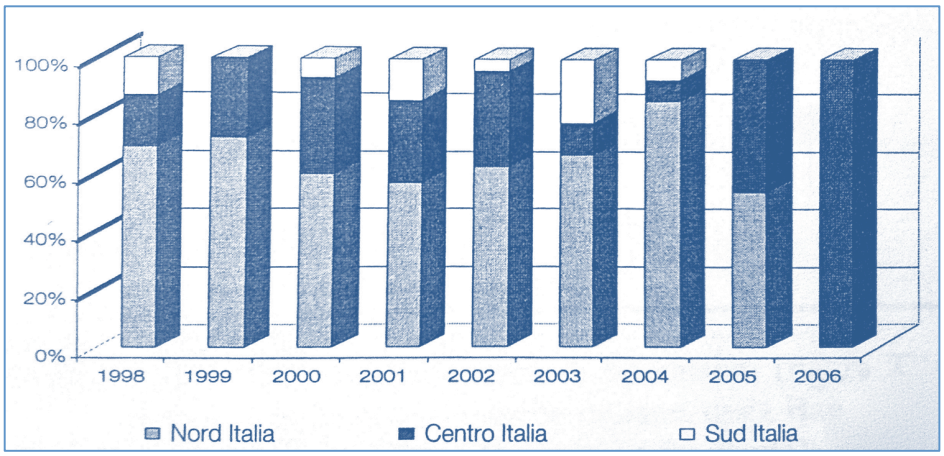
Dal punto di vista geografico le banche acquirenti sono spesso appartenenti all'area del Centro, ma soprattutto Nord dell'Italia (si veda *figura 2.11*), si tratta di soggetti proiettati innanzitutto a consolidare la propria posizione nei territori limitrofi e solo negli ultimi anni orientati verso un'ottica più ampia. Gli enti creditizi appartenenti al sud dell'Italia solitamente rivolgono la loro attenzione verso la loro stessa area geografica, essendo caratterizzati, di norma, da dimensioni più modeste[75].

[73] Si fa riferimento ad uno studio del *The Banker* del 1996 in M. Affinito, E. Reviglio, op. cit., 1998 (tabella p. 179), il quale analizzava la situazione nel settore relativa al 1995.

[74] Il grafico fa riferimento ad un campione ristretto contenete le istituzioni operanti principalmente sui segmenti tradizionali (banche commerciali), i dati utilizzati sono relativi ai bilanci consolidati.

[75] Per un approfondimento in merito si veda A. Carretta, P. Schwizer, op. cit., 2008. Si veda inoltre M. La Torre, *Le concentrazioni tra banche: riflessi gestionali e dinamiche di mercato,* Utet libreria, Torino, 2000, §5.3.2.

Figura 2.11 *Bidder* suddivise per appartenenza geografica a livello nazionale.



Fonte: A. Carretta, P. Schwizer, op. cit., p.61.
Note: Dati relativi a un campione di 141 operazioni avvenute a livello nazionale nel periodo compreso tra il 1998 e l'inizio del 2006 (il dato relativo al 2006 è poco significativo poiché viene contemplata solo l'operazione condotta da Capitalia). È rappresentata la frequenza delle operazioni che coinvolgono una certa tipologia di *bidder* in percentuale sul totale delle transazioni.

Una *bidder*, a parere di chi scrive, dovrebbe essere caratterizzata da:

- solidità finanziaria;
- presenza sul mercato finanziario – lo stesso studio condotto da Carretta e Schwizer ha dimostrato come la maggior parte delle banche acquirenti siano società quotate[76]–;
- posizione consolidata sul mercato di riferimento;
- caratteristiche congrue, dal punto di vista sinergico, con l'operazione che si andrà ad effettuare. Ciò non significa affatto che banche di una certa tipologia (per esempio commerciali) debbano necessariamente acquisire banche simili, anzi, si è già detto che talvolta istituti specializzati in business diversi possono interagire molto bene e trovare reciproci vantaggi; tuttavia sembra opportuno che vi debba essere una logica strategica definita, efficace e sostenibile.

Concludendo, è proprio nelle maggiori banche italiane che possono essere individuate le principali *bidder* per numero di acquisizioni effettuate in Italia: *Unicredito Italiano, Intesa BCI, San Paolo IMI, Banca Monte dei Paschi di Siena, Banca Antoniana Popolare Veneta, Banca Popolare di Lodi, Capitalia;* mentre per

[76] Si veda inoltre M. La Torre, op.cit., 2000, § 5.3.

quanto riguarda le concentrazioni *cross-border* ritroviamo i primi tre istituti appena citati, *Mediobanca,* e alcune banche popolari tra cui quella di *Lodi* e di *Vicenza* oltre a istituti minori[77].

2.4.3 I soggetti coinvolti: la società *target*

Proseguendo con un'analisi più approfondita delle società *target* (dall'inglese 'bersaglio'), bisognerà *in primis* sottolineare che non esiste una *target* ideale, l'idoneità o meno della stessa dipenderà strettamente dalla banca *bidder*. Il cuore del problema non è rappresentato dalla ricerca del miglior assemblaggio ottenibile sommando due o più istituti di credito, ma piuttosto dalla possibilità di creare maggior valore rispetto alla semplice somma delle singole parti. In primo luogo è nostro interesse cercare di capire quali siano, in linea di principio, gli istituti bancari maggiormente soggetti a diventare bersaglio di tali operazioni. Come si potrà facilmente dedurre le *target* sono caratterizzate, di norma, da una dimensione medio-piccola, o in ogni caso inferiore a quella dell'acquirente.

In merito alla loro localizzazione è opportuno compiere due ragionamenti distinti: l'uno per le concentrazioni nazionali e l'altro per quelle estere. Le prime trovano nelle piccole banche del sud Italia, spesso caratterizzate da una limitata presenza nei mercati finanziari i partner ideali in questo tipo di *deal*. Le realtà minori collocate nel centro o al nord non sono certo disdegnate, anzi, ma la quasi saturazione del mercato e la presenza di grossi *player* collocati prevalentemente nelle regioni settentrionali rende più agevole orientare l'attenzione verso aree differenti. Con riferimento alle operazioni internazionali, recenti ricerche hanno dimostrato l'attrattività in costante aumento dell'est europeo, Sud America e Oriente[78]. Queste aree geografiche offrono grandi potenzialità di sviluppo essendo ancora relativamente inesplorate e poco sfruttate, consentono inoltre alle grandi banche di compiere il passo successivo allo sfruttamento di tutte le possibilità offerte a livello nazionale. D'altra parte queste stesse situazioni sono

[77] Si fa riferimento allo studio condotto in A. Carretta, P. Schwizer, op. cit., 2008, pp. 57-63.

[78] Si veda a tal proposito R. Bottiglia, op.cit., 2008.

caratterizzate spesso da sistemi finanziari ancora non adeguatamente sviluppati con le ovvie inefficienze del caso; sarà compito e priorità della *bidder* ristrutturare la *target* in modo tale da farle raggiungere la massima efficienza desiderata.

Uno studio condotto da Moore nel 1996[79] ha consentito di stilare un elenco delle principali caratteristiche tenute in considerazione nell'individuazione della potenziale *target* nei processi di integrazione bancaria. Moore, in particolare, individua i seguenti aspetti:

- redditività,
- tasso di crescita,
- quota di mercato,
- *Capital to Asset ratio*,
- concentrazione del mercato,
- volume dell'attività creditizia,
- dimensione,
- collocazione geografica.

Per la redditività è osservato il ROA (*Return on Asset*), in particolare essa presenta una correlazione negativa rispetto alla probabilità che l'acquisizione si realizzi. Aziende di credito che presentano ROA basso e quindi caratterizzate da potenzialità di crescita saranno preferite rispetto ad altre con un ROA più elevato. Infatti, normalmente all'origine dei processi d'integrazione vi è la volontà da parte dell'acquirente di aumentare i profitti, anche in un'ottica futura, questo è possibile solo se i margini di sviluppo reddituali sono consistenti.

L'importanza del tasso di crescita può essere facilmente compresa alla luce di quanto appena esposto. Istituti con un tasso di crescita relativamente basso saranno più attrattivi in virtù del fatto che essi presentano, almeno teoricamente, un potenziale di crescita ancora da sfruttare.

Con riferimento alla quota di mercato, come visto, accade spesso che piccole banche siano più facilmente rilevabili da grandi istituti, che con tutta probabilità saranno in grado di sfruttare le potenzialità insite nelle stesse.

[79] R. Moore, "*Banking's Merger Fervor: Survival of the Fittest?*", in "Financial Industries Studies", Federal Reserve Bank of Dallas, dicembre 1996.

Un altro fattore estremamente importante è rappresentato dal rapporto tra capitale e attivo totale. Anche in questo caso vi è una relazione negativa poiché *target* preferibili saranno quelle aziende con un minor *Capital to Asset ratio*, in altre parole con maggior bisogno di capitale e più deboli dal punto di vista finanziario.
Passando alla concentrazione del settore, essa incide nella misura in cui un'area altamente concentrata potrebbe attirare investitori esterni, certi della sua profittabilità. Tale aspetto sembra invece non avere grandi implicazioni a livello di acquisizioni *in-market* (tra soggetti appartenenti alla stessa area geografica).
Il volume dell'attività creditizia, misurato come rapporto tra il volume dei crediti e il totale dell'attivo, assume una valenza significativa se si escludono i crediti concessi alle piccole imprese. L'analisi effettuata da Moore ha, infatti, dimostrato come risultino maggiormente appetibili quegli istituti con un portafoglio clienti rivolto soprattutto alle grandi realtà *corporate* e quindi ipoteticamente più solido, meno rischioso e con prospettive di ampliamento futuro.
Lo studio promosso da Moore non ha offerto rilevanti risultati in merito alla dimensione e alla localizzazione geografica. Tuttavia bisogna ricordare che, pur rimanendo nei tratti essenziali uno studio valido, fa riferimento al panorama americano, pertanto si manterranno comunque valide le osservazioni precedentemente esposte (anche riguardo dimensione e localizzazione).

2.4.4 Gli altri soggetti coinvolti

È evidente che oltre ai protagonisti veri e propri del processo di acquisizione interbancaria esistono altri soggetti che, in misura più o meno rilevante, vengono coinvolti e condizionano gli esiti di simili operazioni. Senza dilungarci troppo ai fini del presente lavoro sarà sufficiente delineare caratteristiche e tendenze che negli ultimi decenni hanno connotato il fenomeno, con particolare riferimento al ruolo degli *advisor* e delle autorità garanti della concorrenza.

GLI ADVISOR

Nella prospettiva analizzata i *financial advisor* sono soggetti che guidano gli istituti di credito (e le società in genere) nelle attività di integrazione, dando supporto generale alle fasi preliminari e di negoziazione vera e propria, offrendo consulenza di carattere finanziario, economico, strategico, assistenza legale, oltre che altri servizi specialistici. Possono essere essi stessi *investment banking*, società di consulenza e revisione, istituti di credito o di gestione del risparmio con una specializzazione particolare in operazioni di questo tipo, inoltre le evidenze mostrano come la tendenza sia quella di rivolgersi ai principali operatori del settore a livello, non solo europeo, ma addirittura mondiale.

Nel loro lavoro, Carretta e Schwizer individuano un tasso di concentrazione, riferito ai *financial advisor*, molto elevato considerando un campione di transazioni avvenute in Europa: secondo questa indagine, i quattro grandi *player* del settore (Goldman Sachs, Merrill Lynch, Rothschild, JP Morgan) gestiscono più della metà delle operazioni di concentrazione in termini di valore cumulato delle transazioni. La situazione in Italia, per le operazioni domestiche, è abbastanza simmetrica: considerato il valore totale dei *deal*, il 52% è gestito da tre società di *financial advisory* (Rothschild, JP Morgan, Morgan Stanley)[80]. In questo caso si sono analizzati dati campionari, è evidente che anche altre società svolgano un ruolo rilevante soprattutto a livello italiano, queste sono per esempio KPMG, Credit Suisse, Lazard, esse risultano, infatti, maggiormente prossime, anche dal punto di vista storico-culturale, alla realtà della nostra penisola e pertanto spesso sono scelte dagli attori italiani.

LE AUTORITÀ GARANTI DELLA CONCORRENZA

Si è già più volte tratteggiato quello del business creditizio come un settore fortemente regolamentato, in tema di concentrazioni gli istituti devono sottostare ad un'altra normativa, oltre a quelle precedentemente citate, volta a tutelare la concorrenza. Il primo riferimento normativo lo si trova nel Codice Civile all'art.

[80] Si veda l'analisi condotta in A. Carretta, P. Schwizer, op. cit., 2008, capitolo 2.

2595, ma una regolamentazione più dettagliata venne offerta solo nel 1990 con l'approvazione della legge del 11 ottobre n. 287 (*"Norme per la tutela della concorrenza e del mercato"*), che costituì un *corpus* composito e unitario in merito alle restrizioni in materia di concorrenza, concentrazioni e abuso della posizione dominante. È la stessa legge del 1990 ad istituire l'*Autorità garante della concorrenza e del mercato*, delineandone caratteristiche, compiti e designazione dei membri; essa, insieme alla Banca d'Italia (nei casi di concentrazioni bancarie) o all'Isvap (per il settore assicurativo), si occupa del rispetto della disciplina in questione. All'Autorità stessa dovranno pertanto essere comunicate in via preventiva le operazioni di concentrazione che superano i valori previsti dalla legge[81].

Negli ultimi vent'anni, numerosissime sono state le operazioni di concentrazione comunicate alle autorità (ammontano a 300 le operazioni esaminate dalla Banca d'Italia nel periodo compreso tra il 1990 e il 1997), ciononostante le istruttorie avviate sono state relativamente poche e in ogni caso non si è mai giunti a divieti da parte della Banca Centrale o dell'Autorità garante. La logica sottostante all'operato dei due istituti è certamente la tutela della competitività presente nel sistema, ciononostante essi hanno sempre cercato di agevolare tale processo in virtù del fatto che questo avrebbe creato, innanzitutto, realtà più competitive nei rapporti con l'estero e, in secondo luogo, consapevoli che, considerando una prospettiva più ampia, la concorrenza non sarebbe stata di fatto compromessa. Ciò detto, non sono mancati i casi di discordia tra Banca d'Italia e Autorità garante della concorrenza e del mercato, in particolare nel caso dell'acquisizione del controllo da parte del Banco di Sardegna nei confronti della Banca Popolare di Sassari, nella concentrazione tra Banco di Sicilia, Sicilcassa e Mediocredito Centrale, in merito all'acquisizione da parte di Monte dei Paschi di Siena della Cassa di Risparmio di Prato. In tutti i casi citati si configurò la particolare situazione in cui le banche da acquisire versavano in uno stato di crisi, pertanto,

[81] Si veda legge del 11 ottobre n. 287, "*Norme per la tutela della concorrenza e del mercato*", art.16, comma 2.

in virtù del principio "*failing firm defense*"[82] venne, infine, ritenuta opportuna l'autorizzazione di tali operazioni, in quanto diversamente il rischio sarebbe stato quello di creare disagi maggiori rispetto alla lieve limitazione della concorrenza che si verificò[83].

Il paragrafo ha voluto affrontare – senza avere il proposito di esaurirla – la questione in merito alle autorità coinvolte nel delicato compito di tutela della concorrenza, aspetto che rivela ancora una volta il trattamento da un lato molto stringente, dall'altro, in alcuni casi, addirittura privilegiato, goduto dal settore bancario negli ultimi decenni.

2.4.5 Le sinergie ricercate

A questo punto è possibile affrontare uno dei temi centrali del presente lavoro, ossia quali siano le sinergie maggiormente ricercate, quelle di cui vi sono riscontri empirici e quali istituti sembrino accogliere meglio questi propositi, in un'ottica di creazione di maggior valore.

Tornando un attimo indietro, i tre grandi business bancari sono rappresentati da:

- attività di deposito;
- attività di credito;
- attività di intermediazione.

Ecco dunque che le sinergie di nostro interesse si collocano in questi tre business o nell'incrocio tra questi. Si parlerà pertanto di acquirente e venditore 'industriali' o 'strategici', per il fatto che la loro cooperazione ha la potenzialità di creare nuovi sviluppi dal punto di vista sinergico. Ossia, la natura dei due istituti coinvolti è tale, essendo accomunati dallo stesso settore di appartenenza, per cui essi possono dare luogo a cooperazioni che potenziano i soggetti coinvolti e creano ulteriore valore dal punto di vista delle attività svolte, prodotti e servizi offerti, bacino di clientela servita e così via. Carretta e Schweizer, in particolare,

---

[82] Si veda Banca d'Italia, *"F - L'attività di vigilanza"*, in Relazione Annuale 1997, 30 maggio 1998, p. 373.

[83] Per approfondimenti si veda Banca d'Italia, *"Concorrenza e concentrazione nel sistema finanziario italiano"*, in Bollettino Economico n. 32, Febbraio 1999, pp. 58*-65*, si veda inoltre Banca d'Italia, *"F - L'attività di vigilanza"*, in Relazione Annuale 1997, 30 maggio 1998.

definiscono le sinergie come "*una misteriosa alchimia tra le società oggetto dell'operazione, che riguarda tanto gli asset materiali quanto gli intangibles*"[84]. Si è già avuto modo nel corso del primo capitolo di accennare ai diversi tipi di sinergie che solitamente vengono ricercati mediante i processi di acquisizione, a questo punto si porrà l'attenzione su quelli che nello specifico possono realmente avere luogo. I benefici sinergici possono scaturire da diverse aree in relazione, principalmente, alla tipologia di acquirente, le attività che esso svolge, le inclinazioni strategiche e gli obiettivi che esso intende perseguire. Innanzitutto in qualsiasi tipo di acquisizione, comprese ovviamente quelle bancarie, ci si auspica di poter ricavare dei benefici derivanti, oltre che dalle vere e proprie cooperazioni sinergiche, da una ristrutturazione della *target* stessa. Spesso, infatti, le banche 'bersaglio' sono caratterizzate da livelli di efficienza inferiori rispetto alla *bidder*, alle volte è addirittura accaduto versassero in situazione di vera e propria crisi o fossero guidate da management di dubbia competenza. In tutti questi casi, una banca media senza grandi potenzialità dal punto di vista delle interazioni realizzabili con l'acquisita, potrebbe comunque decidere di portare a termine l'operazione perché per esempio ristrutturando il passivo, sostituendo il management o apportando modifiche alla struttura e all'organizzazione aziendale per aumentarne l'efficienza, è certa di compiere un buon investimento. Si tratta di un ragionamento normalmente alla base delle decisioni di investimento del tipico investitore finanziario, che non disponendo delle possibilità di sviluppare cooperazioni sinergiche, si limita a far fruttare il valore esistente. I soggetti di cui ci si sta occupando, invece, hanno tutte le caratteristiche per essere dei potenziali partner 'strategici', innanzitutto perché, appartenendo acquirente e acquisita allo stesso settore, esistono maggiori possibilità di creare interazioni profittevoli, i modelli di business sono spesso simili, se non addirittura uguali, le attività svolte sono affini, gli strumenti e le tecnologie utilizzate le medesime. È facile intuire, dunque, che a queste condizioni si possano realizzare effettivamente delle sinergie cosiddette 'endemiche', ovvero riferibili a uno specifico ambiente;

[84] A. Carretta, P. Schwizer, op. cit., 2008, p. 24.

attengono a questa tipologia tutti i risparmi che consentono in primo luogo di evitare duplicazioni di strutture e in seconda battuta di ripartire i costi fissi su un maggior volume produttivo: la possibilità di utilizzare i medesimi uffici e personale dell'amministrazione centrale per le differenti sedi acquisite, così come gli stessi sistemi informatici e organizzativi, le procedure interne, le conoscenze presenti e future. Anche la stessa cultura aziendale, considerata oggi estremamente rilevante, assume in chiave bancaria una declinazione particolare, infatti, aziende appartenenti alla stessa realtà si presuppone condividano una cultura aziendale abbastanza vicina, ragion di più se appartengono al mondo finanziario, caratterizzato da particolari logiche e rigidità interne. Una condizione simile rende, oltretutto, più agevole il processo di acquisizione, il che non è assolutamente da sottovalutare, poiché si tratta di un aspetto complesso, anche e soprattutto nelle fasi post-acquisizione. È necessario, infatti, far convivere e collaborare due realtà che precedentemente erano autonome dal punto di vista organizzativo, strutturale, giuridico e questo viene sicuramente agevolato se la mentalità, gli obiettivi e il *modus operandi* è il medesimo. Tuttavia le suddette interazioni sinergiche che, come si è detto, riguardano l'ambiente specifico in comune, possono essere riscontrate in un ampio numero di soggetti. Ciò che non può essere replicato facilmente è la possibilità di creare quelle "*misteriose alchimie*" tra soggetti aventi specifiche caratteristiche. È solo in particolari casi, infatti, che si generano le cosiddette 'sinergie operative' così difficili da ottenere e le uniche che possano giustificare la propensione ad attribuire valori di acquisizione tanto elevati quanto quelli che si riscontrano abitualmente in questo tipo di operazioni. Esse possono essere suddivise a loro volta in due tipologie:

- quelle di business, legate cioè al particolare tipo di prodotti e servizi offerti, alla clientela servita, alle tipologie di attività esercitate;
- quelle di carattere 'unico', inerenti ad una specificità che fa della *target* un partner ideale.

Tra prime rientrano la possibilità per un istituto di credito di ampliare la propria gamma di servizi e prodotti offerti, per esempio inserendo nuovi strumenti finanziari o addirittura andando ad ampliare l'attività usuale di *retail, corporate* e

commercial banking con quella di *consumer finance, mortgage lending, investment banking, securities services business*. Scelte simili rientrano in un'ottica di diversificazione strategica, di volontà di entrare in nuovi bacini operativi e ampliare la propria rete di attività, sono queste le finalità principalmente perseguite secondo uno studio condotto da Bottiglia con riferimento al periodo 1985-2006 in Europa[85]. Le operazioni di questo tipo vengono anche definite *cross-sector*, proprio per la loro trasversalità rispetto al settore di riferimento. Un caso di rilievo fu sicuramente l'acquisizione da parte di Banca San Paolo dell'istituto IMI avente l'obiettivo principale di specializzarsi in una diversa area di business (erogazione di credito alle imprese). In tal senso può anche essere intesa la condivisione delle *core competence*, aspetto questo, correlato a quanto appena detto in merito alla possibilità di estensione della gamma, di sviluppo di nuovi processi, offerta di nuovi servizi e prodotti. Accanto ad esse si possono citare le competenze relative al capitale umano aziendale, facendo in particolare riferimento alle competenze e conoscenze acquisite in merito a processi, prodotti, servizi utili in un'ottica di integrazione.

Passando all'analisi della seconda tipologia, essa comprende peculiarità uniche quali la localizzazione, essa può trovare una duplice declinazione: da una parte, infatti, la volontà degli istituti di credito, in generale in tutta Europa, è stata quella di consolidare la propria posizione a livello territoriale[86] andando ad acquisire aziende di credito in territori limitrofi o comunque all'interno del perimetro nazionale; dall'altra l'attenzione è successivamente volta verso l'estero e le concentrazioni sono divenute *cross-border*. È in quest'ultimo caso che rientrano le operazioni di Banca San Paolo IMI verso Slovacchia, Spagna e Ungheria, l'espansione di Intesa BCI S.p.A. in Slovacchia o di Mediobanca in Svizzera e nel Principato di Monaco. Attributo unico può anche essere inteso la capacità di servire una clientela particolarmente interessante o di nicchia, oppure la posizione di forte rilevanza in un particolare segmento di mercato. È ovvio che, in

[85] A tal proposito di veda R. Bottiglia, op.cit., 2008, p.102.

[86] Si veda il caso Cariplo-Ambroveneto (1997), Credito Italiano-Unicredit (1998), Monte dei Paschi-Antonveneta (2007).

quest'ultimo caso, si devono verificare i presupposti perché l'acquisizione abbia luogo, dal momento che si presuppone che un'azienda di successo difficilmente riesca ad essere acquisita. Ecco dunque che, per esempio, potrebbero verificarsi situazioni in cui degli investimenti errati, tensioni di liquidità o una crisi improvvisa potrebbero essere causa di difficoltà per la società, con la conseguente ricerca di aiuti dall'esterno. Non bisogna, inoltre, dimenticare qualità o capacità talmente peculiari da rientrare in questo raggruppamento, si tratta solitamente di abilità manageriali che possono concorrere alla scelta di una *target* piuttosto che un'altra proprio in virtù dei benefici che tali particolari competenze potrebbero apportare all'acquirente. Infine, sempre in un'ottica di unicità rientrano la reputazione e il *brand* dell'istituto di credito, che possono fornire un vantaggio competitivo tutt'altro che scontato.

Concludendo, diversificazione strategica, creazione di un nuovo gruppo diversificato, ingresso in una nuova area geografica o di business, consolidamento della propria area sia a livello di localizzazione che di area di attività, sembrano essere le linee guida nella ricerca di partner con cui creare rapporti sinergici, tuttavia sarà necessario considerare nel prossimo paragrafo anche quelle attività che non rientrano propriamente nel settore delineato inizialmente: attività assicurativa, di gestione del risparmio e parabancaria.

IL FENOMENO DELLA *BANCASSICURAZIONE*

Con il neologismo '*bancassicurazione'* (dal francese '*bancassurance*', Paese in cui il fenomeno ha avuto inizio) s'intende quell'insieme di accordi, partecipazioni, partnership e collaborazioni tra banche e assicurazioni che consente principalmente la vendita di prodotti assicurativi (ma non solo), appartenenti al ramo vita e danni, tramite gli sportelli bancari [87]. Garabedian e Morette

[87] Si veda la definizione di 'bancassicurazione' da parte di MBS Consulting in Glossario, www.mbsconsulting.it/bancassicurazione.

definiscono la *bancassurance* come "*the full integration of the banking, insurance, and investment businesses*"[88].

Il fenomeno della 'bancassicurazione' nasce in Francia agli inizi degli anni ottanta concentrandosi principalmente sul ramo vita il quale, possedendo una forte connotazione finanziaria non richiedeva all'istituto di credito ulteriori e nuove competenze professionali. Emblema del successo del nuovo modello fu Crédit Agricole, da qui iniziò a diffondersi in Spagna, Portogallo e Italia un modello di business del tutto innovativo apparentemente destinato ad affermarsi a breve in tutti i settori finanziari più evoluti. In Italia è a partire dagli anni '90 che si sviluppano esperienze pionieristiche in tal senso, sia con l'acquisto da parte delle banche di compagnie già esistenti, che consentivano lo sfruttamento della struttura e della rete commerciale, sia stipulando accordi con gli istituti stessi. Il primo vero esempio italiano si ebbe con Monte dei Paschi che, prima con Ticino, poi con Montepaschi Vita, avviò il connubio italiano banca-assicurazione, dapprima timidamente e soprattutto incentrandolo sul ramo vita, divenendo in seguito un *first-player* particolarmente incisivo. Gli anni duemila si caratterizzano per il consolidamento del processo che si attesta, in ogni caso, a livelli inferiori rispetto ai grandi *competitor* europei. Negli ultimi anni sembra una tendenza destinata ad essere riscoperta con il fine ultimo di imprimere nuovo vigore al mercato; tuttavia è necessario rilevare come il modello italiano pare non essere riuscito ad attecchire in maniera così vincente come in patria francese. Infatti, il successo della formula originaria dipendeva anche e soprattutto dall'ambiente: contesto normativo, settore assicurativo, modello distributivo adottato, oltre alla capacità del business assicurativo di integrarsi, cooperare ed essere complementare a quello bancario, sono tutti aspetti rilevanti, che evidentemente nel nostro Paese non si sono coniugati al meglio. Ciononostante sono presenti esempi nella nostra penisola che tuttora permangono, basti pensare a: Assicurazioni Generali, in cui Mediobanca è il maggior azionista; Ina, controllata da Imi e due fondazioni bancarie, Cariplo e San Paolo; Montepaschi

[88] Si veda J. Garabedian, R. Morette, *"Opportunities for Action – Banking on Insurance"*, in "Financial Services", The Boston Consulting Group, Inc, 1999.

Assicurazioni, posseduta dall'omonima banca, solo per citare le esperienze maggiori.

L'incentivo principale all'adozione di una simile struttura è offerto dalla possibilità di conseguire importanti economie di scopo. Disponendo le banche di una rete clienti piuttosto ramificata ed essendo tradizionalmente i principali gestori del risparmio delle famiglie, da una parte si rivelano i soggetti più indicati a ricercare una collaborazione con gli istituti assicurativi, che potrebbero, in questo modo, sfruttare la rete distributiva delle banche stesse; dall'altra le aziende di credito hanno la necessità di ampliare continuamente il loro portafoglio prodotti per rispondere alle esigenze della clientela e continuarne il processo di fidelizzazione. Alla luce di quanto esposto si comprende il perché dei numerosi tentativi di realizzazione di simili cooperazioni e le nuove combinazioni sperimentate: infatti, non sono state solo le banche ad entrare nel capitale delle assicurazioni, ma è successo anche il contrario, a dimostrazione che anche gli istituti assicurativi ebbero, e tuttora hanno, estremo interesse a sfruttare simili opportunità.

Si è detto che il processo di creazione di simili conglomerati non ha avuto, in Italia, i risultati sorprendenti dei vicini francesi, così come non si è trattato di un modello destinato a sostituirsi completamente a quello dell'istituto di credito tradizionale; ciononostante esempi rilevanti e vincenti ci sono stati – Montepaschi Vita deteneva nel 1995 una quota di mercato di 3,24 (su un totale di 20,3), pari a quasi il doppio della quota detenuta dalla seconda società[89] – e continuano ad esserci, se non altro per l'ampliamento del giro d'affari che questo comporta.

Facendo un rapido cenno ad altre realtà con cui le banche si sono negli anni rapportate, si farà riferimento a questo punto alle attività parabancarie, quelle cioè che non attengono esattamente all'attività tradizionalmente svolta dagli istituti di credito ma che, ad oggi, rivestono un ruolo veramente importante. Con quest'espressione si intendono innanzitutto quelle attività e servizi particolari, volti a offrire una più ampia gamma di possibilità alla clientela tra cui: *leasing*,

[89] Si veda M. Affinito, E. Reviglio, op. cit., p. 165, Tab. 3.6 (Fonte: Iama).

factoring, attività di credito al consumo, fondi comuni di investimento mobiliare, attività di gestione patrimoniale, *merchant* banking e tutta una serie di ulteriori servizi come la consulenza e supporto all'attività del cliente. Se nel resto del mondo un fenomeno simile alla *bancassurance* è avvenuto anche per gli emittenti di tali prodotti, si pensi soprattutto agli Stati Uniti o acquisizioni quali quelle avvenute tra UBS e Phillips & Drew, Barclays e De Zoete & Bevan Wedd Burlacher, in Italia non si assiste a fenomeni rilevanti sotto quest'aspetto, o piuttosto tali attività sono andate col tempo ad inserirsi naturalmente nell'attività bancaria all'interno degli istituti preesistenti, iniziando a rivestire un ruolo rilevante dal punto di vista sinergico in occasione di operazioni di concentrazione tra soggetti tradizionali operanti anche in questi business.

2.5 Tendenze, dimensioni e prezzi

Nei paragrafi precedenti si è avuto modo di delineare le peculiarità più propriamente tecniche del fenomeno, in questa sede è volontà di chi scrive fare il punto della situazione evidenziando tendenze e dimensioni delle operazioni. L'analisi sin qui proposta è stata orientata, come spesso ricordato, soprattutto agli enti creditizi propriamente detti, e se da una parte si è trattata di una scelta strumentale al caso studio che verrà presentato, dall'altra rispecchia ciò che effettivamente è avvenuto nel corso degli anni in ambito nazionale. Differenti studi e analisi empiriche mostrano come i maggiori attori nei processi di concentrazione siano proprio istituti appartenenti innanzitutto al settore creditizio, oltre che assicurativo e mobiliare, solo in misura più limitata, invece, le *target* svolgono attività e servizi ausiliari. Ciò evidenzia ancora una volta una strategia prettamente 'bancocentrica', dominante i processi di concentrazione e avente come fine principale il rafforzamento del *core business* bancario.

Uno degli obiettivi primariamente perseguiti, si è detto, è da ritrovarsi nella volontà di consolidare la propria posizione a livello nazionale. Osservando il caso italiano, preliminare a qualsiasi altro proposito di lungo periodo, appare

proprio l'esigenza di rafforzamento competitivo, le integrazioni di: San Paolo – IMI, Unicredit e Banca Intesa – Comit, Banca di Roma e Banca di Sicilia, Monte dei Paschi e Banca del Salento, Popolare di Verona e Popolare di Bergamo[90], sono solo alcuni degli esempi citabili. Recentemente anche le operazioni *cross-border* hanno avuto un ruolo significativo, il *Group of Ten*[91]*,* in particolare, rileva come in Europa si sia trattata di una via obbligata a causa della saturazione del mercato nazionale. Conseguentemente la dimensione media dei *deal* è cresciuta, a testimonianza proprio della volontà dei grandi *player* italiani di imitare la tendenza statunitense prima, e successivamente europea, di creazione di grandi conglomerati sorti dalla necessità di ottenere dimensioni tali da consentire loro di competere a livello internazionale. La via più immediata per raggiungere questi obiettivi risulta essere la crescita per linee esterne, in particolare l'acquisizione sembra lo strumento più diffuso, soprattutto dalle grandi realtà, mentre le piccole (le società cooperative in modo particolare) sono portate a privilegiare le fusioni. Negli ultimi anni circa un terzo delle operazioni, inoltre, si è realizzato tramite aumento della partecipazione azionaria che ha consentito di ottenere il controllo di maggioranza, a dimostrazione del fatto che la tendenza, perlomeno iniziale, è quella di creare integrazioni preferenzialmente con società partecipate e quindi già conosciute e dal rapporto ormai consolidato[92].

In tutto ciò non mancano degli aspetti controversi, questi ineriscono all'aumento dell'efficienza, per esempio. Nell'ultimo ventennio sono stati numerosi gli studi avviati in merito, i quali se da una parte hanno affermato come l'efficienza (considerata ad ampio spettro) sia normalmente destinata ad aumentare nell'istituto risultante, d'altro canto hanno portato alla luce anche risultati contrastanti, da interviste ai vari manager è emerso, per esempio, come questo non sia il motivo chiave che spinge ad effettuare simili operazioni. Tale tematica sarà affrontata in maniera più approfondita studiando gli effetti delle acquisizioni nel prossimo paragrafo.

---

[90] Si veda a tal proposito M. La Torre, op. cit., 2000, p. 183.

[91] Si fa qui riferimento a Group of Ten, op. cit., 2001.

[92] Si veda A. Carretta, P. Schwizer, op. cit., 2008, p. 12.

Un altro aspetto discusso attiene alla possibilità di utilizzare operazioni di fusione o acquisizione (più spesso di acquisizione) per il salvataggio di realtà in crisi. Come già accennato il ruolo di Banca d'Italia non è sempre stato quello di attore non ingerente nelle faccende di integrazione riguardanti il settore, anzi, in più casi ha esercitato la sua *moral suasion* e dopo giudizi sfavorevoli emessi nei confronti di alcune banche, ha provveduto a 'guidare' acquisizioni da parte di alcuni istituti, soprattutto del Centro-Nord Italia, nei confronti delle banche in crisi collocate principalmente al Sud. Nella *Relazione Annuale* della Banca d'Italia del 1995, infatti, vengono evidenziate ben 25 operazioni di questo tipo avvenute in Italia dal 1991 al 1995. Più recentemente, e in particolar modo in seguito alla crisi finanziaria, la stessa Banca d'Italia cita nelle relazioni rispettivamente del 2007 e del 2008 un *"riassetto societario a seguito delle operazioni di concentrazione intervenute nell'anno*[93]*"* per quanto riguarda alcune banche popolari, mentre *"a causa del deterioramento della situazione tecnica di Banca Italease, nel maggio di quest'anno è stata promossa un'offerta pubblica di acquisto da parte del Banco Popolare*[94]*"*. Si tratta, come spesso ricordato, di una peculiarità del settore, che vede come soggetti protagonisti gli istituti che conosciamo, insieme ad un'altra entità che sorveglia e guida, ancor oggi, molte scelte di carattere aggregativo.

Mentre negli ultimi decenni le concentrazioni bancarie hanno comportato una significativa riduzione delle unità bancarie presenti nella nostra penisola, di contro si è assistito ad un andamento esattamente opposto se si osserva il numero degli sportelli bancari. La *figura 2.12* ci consente di comprendere meglio l'entità del fenomeno, che appare inversamente correlato alle operazioni di concentrazione avvenute nel corso degli anni. Il periodo che va dal 1990 al 1999, come sappiamo, è stato caratterizzato da forte fermento in tutto il settore, se si dà uno sguardo al numero di banche, esse sono diminuite di ben 355 unità, al contrario gli sportelli sono aumentati di oltre 17.000 unità.

---

[93] Banca d'Italia*, Relazione Annuale 2007*, Roma, 31 maggio 2008, p. 260.

[94] Banca d'Italia*, Relazione Annuale 2008*, Roma, 29 maggio 2009, p. 235. Si veda inoltre, a tal proposito, P. Ciocca*, "Concorrenza e concentrazione nel sistema finanziario italiano"*, in Bollettino Economico n. 32, febbraio 1999, Banca d'Italia, Roma p. 260.

Figura 2.12 Numero di istituti bancari e sportelli presenti in Italia (1997-2009).

Numero di istituti di credito										
1990	**1991**	**1992**	**1993**	**1994**	**1995**	**1996**	**1997**	**1998**	**1999**	**Var. % '90-'99**
1156	1108	1073	1037	994	970	937	935	934	890	-23,0
2000	**2001**	**2002**	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**Var. % '00-'09**
861	843	822	801	787	792	807	821	818	801	-7,0
Numero di sportelli										
1990	**1991**	**1992**	**1993**	**1994**	**1995**	**1996**	**1997**	**1998**	**1999**	**Var. % '90-'99**
16590	18391	19816	21283	22451	23421	24400	25258	26275	27134	63,6
2000	**2001**	**2002**	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**Var. % '00-'09**
28193	29267	29948	30501	30950	31498	32334	33230	34168	34035	20,7

Fonte: nostra elaborazione su dati BCE, *EU Banking Structures*, annate vari; dati Banca d'Italia.

Perché ciò è avvenuto? I processi di concentrazione, si è detto, hanno tra i fini principali la razionalizzazione organizzativa e strutturale delle aziende coinvolte, ciò si concreta normalmente con l'eliminazione di strutture superflue e duplicate, quali appunto gli sportelli collocati in aree contigue. La spiegazione più logica, attestata anche da differenti studi, è dunque che gli istituti di credito spinti dalla smania di compiere acquisizioni e aumentare di dimensione abbiano, allo stesso tempo, voluto aggredire il mercato cercando di operare una massiccia capillarizzazione della loro presenza territoriale. Molti mercati bancari in Italia sono locali – si pensi per esempio alle Banche di Credito Cooperativo – e tale caratteristica attiene sia alla domanda che, chiaramente, all'offerta; in realtà simili ma anche di dimensioni maggiori, le aziende di credito hanno sentito l'esigenza di essere presenti in maniera forte a livello locale e tale fenomeno è stato agevolato e reso possibile anche dall'allentamento normativo in merito all'espansione geografica. Tutto ciò si traduce in un vantaggio per il cliente, in questo modo egli ha innanzitutto la possibilità di avere a disposizione sportelli più vicini (diminuisce la distanza sportello-cliente), presenti in misura maggiore sul territorio e d'altra parte ha, in tal modo, la possibilità di accedere più facilmente anche a sportelli di banche diverse dalla propria, il che offre un

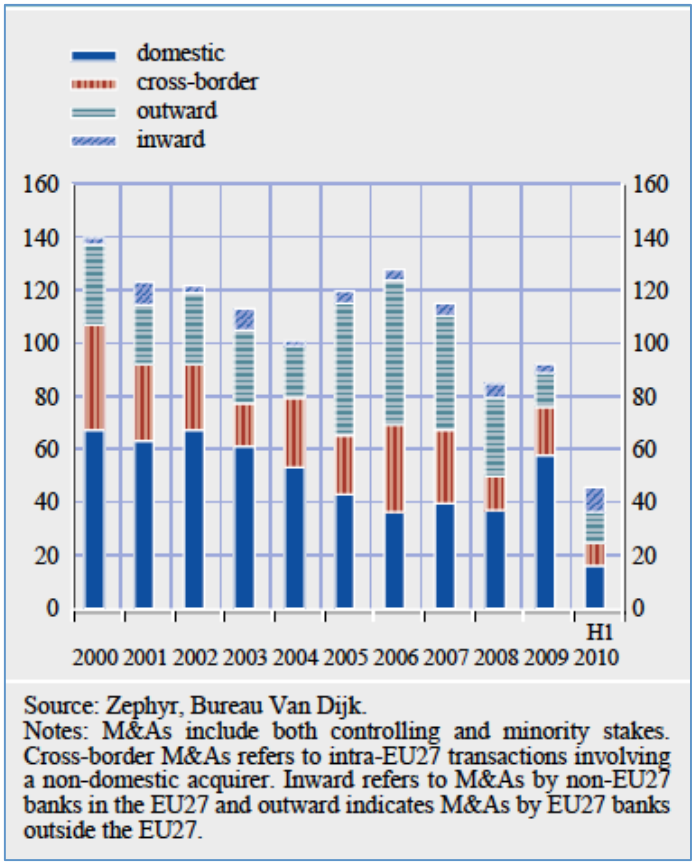
vantaggio al consumatore stesso che può facilmente e a costi limitati confrontare differenti offerte. Le analisi in merito al grado di concentrazione delle regioni interessate hanno, infine, dimostrato che la pressione competitiva non ne è risultata sostanzialmente intaccata, a dimostrazione del fatto che non si è creato un sistema oligopolistico, in cui poche grandi realtà possiedono la totalità della rete di sportelli[95]. Tuttavia negli ultimi anni il fenomeno in questione appare in via di attenuazione sia a causa della riduzione del numero di operazioni di M&A compiute, ma soprattutto per il tentativo di razionalizzare le strutture bancarie esistenti.

Si è accennato all'aumento della dimensione media dei *deal*, si tratta, come detto, di una conseguenza inevitabilmente portata dalla necessità di raggiungere le soglie dimensionali minime per poter competere a livello globale. Le operazioni sono aumentate in misura rilevante e così i *player* che si sono venuti a formare hanno accresciuto sempre più la loro dimensione e la quota di mercato, creando un circolo di crescita continuo. Insieme a quella dimensionale si è quindi cercata un'espansione anche internazionale. Pur distanziandosi ancora dai valori raggiunti dai grandi *deal* americani, le *figure 2.13* e *2.14* aiutano a capire la direzione del fenomeno. Esse riportano i dati offerti dalla Banca Centrale Europea riguardanti le operazioni di M&A avvenute in Europa nel periodo intercorso tra il 2000 e il 2010, sono presenti sia aggregazioni domestiche che *cross-border*, inoltre sono considerate le transazioni che coinvolgono come acquirenti o venditori anche paesi al di fuori dell'Unione Europea. Oltre all'elevato numero di operazioni che ha caratterizzato i primi anni duemila, è possibile osservare come a un lieve ridimensionamento della dinamica in questione, sembri non corrispondere un contenimento nei valori delle transazioni, anzi, in particolare questo è evidente negli anni 2006, 2007, ma soprattutto nel 2008, in cui le operazioni *cross-border* sembrano aver funto da traino all'incremento di valore delle operazioni osservate. Gli anni appena precedenti la crisi hanno visto il fenomeno prendere rinnovato vigore sia dal punto di vista del numero di M&A

[95] Si veda A. Carretta, P. Schwizer, op. cit., 2008, cap. 4, § 4.5.

effettuati, sia per il peso delle operazioni stesse, in particolare col 2007 e 2008 si è toccato un picco mai raggiunto in quel decennio. La crisi finanziaria, con le conseguenze ben note, ha portato la situazione a perdere quel dinamismo che aveva caratterizzato gli ultimi decenni, ciò nonostante sono in molti ad affermare che si tratti di una fase passeggiera e destinata ad essere soppiantata da un rinnovato vigore nelle dinamiche del settore[96].

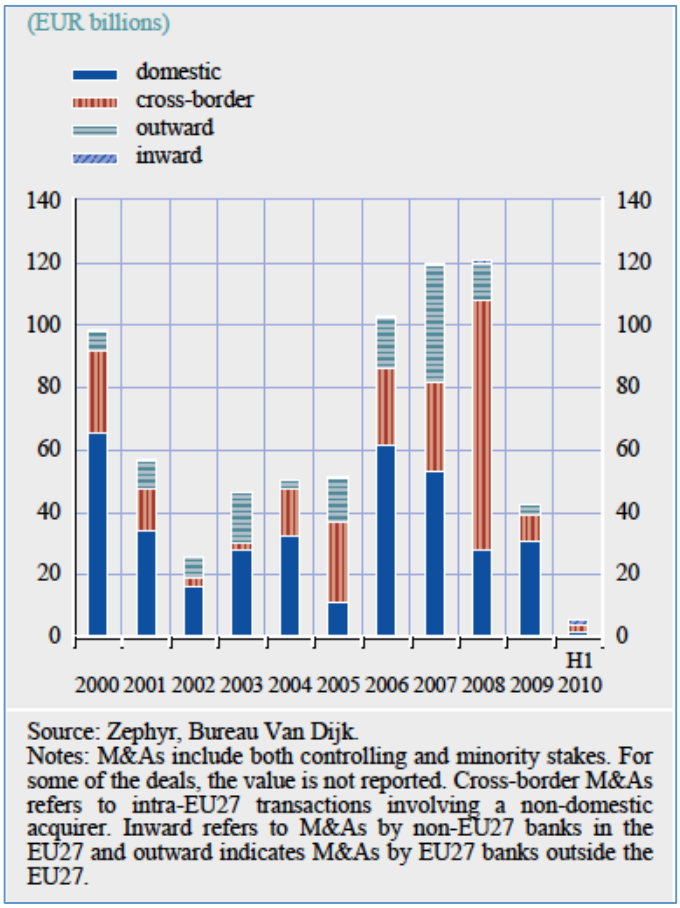
Figura. 2.13 Operazioni bancarie di M&A. Numero di transazioni.



Fonte: BCE, *"EU Banking Structures"*, settembre 2010, p. 15.

[96] Cfr. Group of Ten, Report della BCE, L.Bini, C. Passera et al..

Figura. 2.14 Operazioni bancarie di M&A. Valore delle transazioni.



Fonte: BCE, *EU Banking Structures,* settembre 2010, p. 16.

Il tema del valore medio delle transazioni è strettamente correlato ai prezzi di acquisizione, o meglio, offre un'idea dell'andamento di questi, anche se è necessario comunque tenere in considerazione quanto appena detto a proposito di dimensioni dei soggetti coinvolti. I prezzi di acquisizione, come si è già avuto modo di illustrare nel primo capitolo, sono il frutto di stime e calcoli che vanno ben oltre il mero valore nominale delle azioni acquistate. In questa prospettiva si può parlare come afferma La Torre [97] di un vero e proprio *"prezzo dell'operazione"*, esso fa riferimento non solo al valore attribuibile alla banca *target*, ma anche, e soprattutto, all'entità risultante dall'acquisizione. Effettivamente, il più delle volte, il prezzo pagato non rispecchia, se non lontanamente, il valore della società *target*, in quanto a questo deve

[97] Si veda a tal proposito M. La Torre, op. cit., 2000, p. 76.

necessariamente essere sommato il premio relativo alle possibili sinergie attuabili e quindi al maggior valore prospettico realizzabile. A tal proposito si ritiene utile riportare qualche dato riguardante le operazioni di acquisizione interbancaria avvenute recentemente nel nostro paese[98]. I prezzi disponibili non sono molti, tuttavia possono essere utilizzati come utile metro di misura poiché si tratta di *deal* piuttosto recenti, in cui i soggetti sono banche prevalentemente commerciali.
Il primo fa riferimento a un'operazione destinata a creare il più grande gruppo bancario italiano: Intesa Sanpaolo. Banca Intesa si configurava come una realtà composita, oltre che il maggiore istituto bancario italiano, la *target* era la seconda banca italiana, San Paolo IMI, specializzata prevalentemente nelle attività bancarie tradizionali, il valore corrisposto da Intesa a San Paolo fu di 29 miliardi di euro [99]. In realtà in questo caso si realizzò una vera e propria fusione, annunciata ad agosto del 2006 e conclusasi a gennaio del 2007.
Il secondo caso fa riferimento all'acquisizione da parte di Unicredit di Capitalia il cui capitale fu valutato 21,8 miliardi di euro[100], l'operazione venne annunciata il 9 aprile del 2007 e perfezionata nell'ottobre dello stesso anno, la *target* era un gruppo bancario con sede a Roma specializzato nel commercial banking e nel credito industriale (tramite Mediocredito Centrale), la *bidder* una delle maggiori banche commerciali italiane.
Infine un'acquisizione più modesta fu quella avente ad oggetto Cariparma, originariamente posseduta dalla stessa Intesa Sanpaolo e ceduta a Crédit Agricole S.A. per un valore di 3,8 miliardi di euro[101].

---

[98] I prezzi delle acquisizioni tra banche in Italia non sono così agevolmente reperibili, tramite il database Lexis Nexis è stato possibile individuare i valori solo di alcune delle molte transazioni avvenute nel nostro paese.
[99] Dati Thomson Information Services Inc.. I 29.492 milioni di euro fanno riferimento alla cifra che effettivamente fu pagata per il capitale di San Paolo, in quanto si trattò di una *stock swap merger*.
[100] Dati Experian Corpfin. L'operazione venne finanziata grazie ad uno scambio di azioni: 1,12 nuove azioni di UniCredit per ogni azione ordinaria di Capitalia, configurandosi una vera e propria fusione per incorporazione.
[101] In realtà la cifra totale non fu pagata interamente da Crédit Agricole, la quale acquisì il capitale della banca italiana solo per il 75%, un altro 10% fu acquisito da Sacam International e il restante 15% dalla Fondazione Cariparma. Si veda a tal proposito il comunicato stampa reperibile al sito web: www.cariparma.it/repository/comunicati/20070301_Nuova_Cariparma.pdf

I valori riportati dovrebbero essere oltre al frutto di una negoziazione tra acquirente e acquisita (o venditore se diverso), l'*output* di un processo di valutazione che può utilizzare gli approcci più vari. Le metodologie tipicamente utilizzate sono: metodi reddituali e finanziari, metodi patrimoniali, metodi misti, stime basate sui prezzi di mercato. I metodi reddituali e finanziari prendono come riferimento i flussi aziendali, ma mentre i primi calcolano il valore del capitale aziendale in funzione del reddito potenzialmente ottenibile in futuro, i secondi basano la loro stima sul valore attuale dei flussi di cassa prospettici ottenibili. Il metodo reddituale prevede che all'interno del valore così ottenuto siano contemplati sia i fattori materiali che immateriali concorrenti alla creazione del reddito. Tale metodo applicato mediante la formula di rendita perpetua, in cui il reddito è quello annuale atteso normalizzato (depurato, cioè, da componenti straordinarie e politiche di bilancio, sulla base dei dati storici della banca stessa), è particolarmente utilizzato nella valutazione delle aziende bancarie. Il metodo finanziario è considerato più preciso di quello appena visto, perché in grado di stimare con maggiore accuratezza quale sia l'effettivo valore dell'azienda; il risultato così ottenuto è dato da due componenti: una riferibile ai flussi di cassa che possono essere analiticamente calcolati e l'altro al valore terminale attribuibile all'azienda. Il modello di *stratificazione del valore* si colloca, se vogliamo, in una prospettiva ancora differente: partendo dalla valutazione *stand alone* calcolata tramite il flusso di cassa operativo al netto delle imposte, il passo successivo è quello di sommare i valori differenziali sui flussi, generati dalle potenziali sinergie ottenibili. I metodi patrimoniali sono molto diffusi per la facilità del loro utilizzo che consente di valutare la società partendo dal patrimonio netto contabile rivalutato a valori correnti; si dividono in complessi e semplici, in relazione alla considerazione o meno degli elementi immateriali nell'attivo. I metodi misti (tra cui l'EVA) sono così definiti per il loro proposito di unire la logica patrimoniale a quella reddituale. Infine i metodi che si basano sulla stima dei prezzi di mercato sono i cosiddetti 'multipli': il valore è stimato partendo dalla rilevazione dei prezzi negoziati per istituti di credito (nel nostro

caso) similari, che vengono rapportati a tipiche grandezze quali reddito, *cash flow*, valore contabile, EBIT, EBITDA, vendite.

Una volta stimato il valore di acquisizione e negoziato il prezzo occorrerà compiere un'altra scelta rilevante in merito alla modalità di regolamento dell'operazione. Le opzioni sono solitamente rappresentate dalla regolazione in contanti o tramite scambio di azioni, non si tratta di un aspetto banale in quanto una decisione piuttosto che un'altra avrà ripercussioni anche notevoli sugli azionisti. Teoricamente il guadagno percepito in contanti è identico a quello ottenibile dallo scambio di azioni, nella pratica però cosa avviene? Optando per uno scambio di azioni, gli azionisti dell'originaria società *target* diventeranno azionisti della nuova realtà sorta dall'unione della *bidder* e della *target* – è evidente che tali ragionamenti hanno senso solo in un'ottica di acquisizioni –, in questo modo percepiranno non solo il guadagno delle azioni ottenute, ma anche quello ricollegabile al maggior valore che eventuali sinergie apporteranno alla nuova società. Pertanto un regolamento tramite scambio di azioni sarà preferibile laddove non si è certi dei benefici dell'acquisizione stessa, poiché nel caso di stime errate gli effetti negativi saranno ripartiti anche tra gli azionisti della *target*; viceversa se si è certi degli esiti positivi dell'acquisizione si opterà per il pagamento in contanti, in modo tale che la *bidder*, o meglio i suoi azionisti, tratterranno esclusivamente per loro i maggiori guadagni. Concludendo, sarà vantaggioso l'utilizzo dello scambio azionario laddove si ritenga che il prezzo di acquisizione sopravvaluti la banca acquisita, in tale ipotesi infatti il mercato sarà portato, in un secondo momento, a penalizzare l'istituto risultante, ma tale penalizzazione verrà, in questo modo, ripartita anche tra gli azionisti della *target*[102].

[102] Si veda a tal proposito M. La Torre, op. cit., 2000, cap. 3, § 3.2.3. Si veda inoltre una ricerca condotta a tal proposito da S. Myers, N.S. Majluf, "*Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*", in "Journal of Financial Economics", n.13, pp. 187–221, 1984.

2.6 Gli effetti delle acquisizioni bancarie. Alcune evidenze empiriche

Il tema delle acquisizioni interbancarie ha goduto soprattutto negli ultimi anni di rinnovato interesse, mentre precedentemente la scarsità di dati in merito, l'eterogeneità del mercato, nonché il relativo recente sviluppo in ambito di integrazioni, non consentì di alimentare la ricerca sulla tematica. Dal punto di vista teorico molti sono i lavori sorti soprattutto sulla scia di studi già presenti da diversi anni negli Stati Uniti. Tuttavia spesso è parso che la letteratura in materia si discostasse non poco dalle evidenze rilevate nel settore; tale problematica è sollevata non solo da studi empirici, ma anche dagli stessi *working paper* della Banca Centrale Europea[103] e dal report del *Group of Ten*. Pertanto appare necessario, in questa sede, discostarci dagli argomenti più strettamente teorici per analizzare come, nella realtà, si declinino i processi di acquisizione tra banche e quali effetti essi producano sulle performance degli istituti. Per compiere quest'analisi ci si avvarrà principalmente dei dati offerti da due studi: il primo condotto da Fiordelisi e un secondo, successivo, di Chionsini, Foglia e Marullo Reedtz. Di norma gli studi empirici che hanno ad oggetto gli effetti provocati dalle acquisizioni bancarie si concentrano su tre ordini di risultati:

- valore creato per gli azionisti;
- efficienza aziendale;
- performance operative.

L'analisi del valore creato per gli azionisti utilizza spesso la metodologia degli *event study*, i quali consentono di valutare i benefici delle operazioni di M&A per gli azionisti attraverso la reazione, in prossimità dell'annuncio, dell'andamento dei prezzi di mercato delle banche quotate coinvolte. Gli *event study* si focalizzano sulla rilevazione dei cosiddetti *abnoraml returns* (rendimenti anomali) oppure proprio sulla variazione della ricchezza degli azionisti. Si tratta di una metodologia valida, che si oppone a quella basata sull'utilizzo di dati contabili,

[103] BCE, *"Mergers and acquisitions involving the EU banking industry"*, dicembre 2000.

ma che apporta risultati rilevanti, solo se riferita ad un orizzonte temporale breve, in quanto prezzi osservati in un'ottica più ampia potrebbero subire variazioni per effetti diversi dal fenomeno che si sta analizzando.

L'efficienza aziendale è un tema assai ampio, le cui declinazioni sono piuttosto varie[104], per quanto attiene la nostra analisi, il focus sarà volto alle efficienze di costo, di scala e di profitto. In particolare sarà analizzato l'aspetto dell'*x-efficiency*[105], che consentirà di comprendere se si verifichino o meno efficienze di costo in seguito alle operazioni di M&A partendo dal presupposto che queste non sono determinate solo ed esclusivamente dalla differenza tra ricavi derivanti dagli output e costi relativi agli input, ma anche da variabili esterne (manageriali e organizzative).

Le performance operative saranno indagate, così come gli altri aspetti, nel medio e lungo termine, comparando le performance delle banche coinvolte prima e dopo l'operazione di acquisizione per analizzarne costi, ricavi e conseguentemente i profitti. Tale prospettiva viene solitamente rilevata utilizzando i comuni dati di bilancio ed indicatori quali ROE e ROA.

Il campione considerato da Fiordelisi[106] analizza banche appartenenti a varie tipologie (commerciali, cooperative, di risparmio) di quattro paesi europei: Francia, Germania, Italia e Regno Unito, il periodo considerato va dal 1995 al 2002. In base alla specifica area d'indagine si sono utilizzati campioni differenti, per un numero di osservazioni complessivo di 10.049. Le operazioni osservate sono state 141, sempre nello stesso arco temporale, selezionate attraverso

---

[104] Il termine 'efficienza' inteso nella sua accezione generale si riferisce all'utilizzo della minor quantità di fattori nella realizzazione di un dato prodotto, è definita efficienza 'produttiva' quella che individua la combinazione ottimale input-output. L'efficienza 'paretiana' (o 'allocativa') si riferisce, invece, alla condizione per cui non è possibile alcuna riorganizzazione della produzione che consenta di migliorare la situazione di un soggetto senza peggiorare quella di un altro.

[105] L'*x-efficiency* è un concetto introdotto da H. L. Leibenstein negli anni sessanta in contrapposizione al concetto tradizionale di efficienza 'paretiana' (vedi nota precedente). L'economista partendo dal presupposto che fosse impossibile identificare una relazione certa input-output, dal momento che altri elementi strutturali, organizzativi, manageriali e non solo, entravano nel processo, arrivò a definire tre ordini di ragioni per cui ciò non si verifica: problematiche relative ai contratti di lavoro, assenza di un mercato per le competenze manageriali, conoscenza frammentaria della funzione di produzione. Egli concluse che le inefficienze maggiori, intese in questi termini, si verificano in mercati in cui scarso è il livello di efficienza e conseguentemente la minimizzazione dei costi. Si veda a tal proposito www.treccani.it/enciclopedia/x-efficiency_(Dizionario di Economia e Finanza).

[106] A. Carretta, P. Schwizer, op. cit., 2008, capitolo 3.

specifici criteri. È necessario precisare che l'indagine adotta alcuni assunti iniziali, quali la competizione tra tutti gli istituti considerati, l'ipotesi che essi siano sottoposti alle stesse condizioni economiche, normative, demografiche e l'omogeneità di input e output utilizzati. Si tratta di un'analisi dinamica, dal momento che permette, confrontando banche coinvolte nelle operazioni di M&A con banche estranee, di apprezzarne maggiormente gli effetti. È importante sottolineare, infine, che il campione osservato fa riferimento non solo a banche quotate, ma anche ad istituti non quotati, novità rispetto a simili studi nel settore. I risultati rilevati in tema di efficienza ineriscono innanzitutto alla stima del grado di *x-efficiency*, essa è determinata mediante il cosiddetto *Stochastic Frontier Approach*[107] (SFA). Da questa analisi l'Italia risulta migliore solo rispetto alla Germania, con un livello medio di efficienza del 67% (dato calcolato sul campione aggregato). Nel confronto con istituti non coinvolti in aggregazioni, è emerso come essi siano caratterizzati, mediamente, da maggiori livelli di efficienza. In generale si deduce che le banche acquirenti siano più propense ad acquisire aziende di credito ancor meno efficienti, probabilmente per aumentarne il livello di efficienza e guadagnare esse stesse in questi termini. Per quanto riguarda la situazione specifica del nostro paese, le evidenze sono discordanti: quanto appena esposto in via generale viene confermato se si osserva il campione complessivo; diversamente, ovvero considerando il sotto-campione omogeneo (cioè l'insieme di banche suddivise per similitudine in acquirenti, acquisiti e banche non coinvolte in simili processi), si giunge al risultato opposto (si veda *figura 2.15*). È necessario ricordare, però, che i valori confrontati sono dati medi e come tali indicativi di una realtà aggregata, oltretutto i risultati non mostrano differenze così sostanziali.

[107] Lo *Stochastic Frontier Analysis* (SFA) è un modello di calcolo economico che parte dalla 'frontiera di produzione stocastica' introdotta da Aigner, Lovell, Schmidt, Meeusen e Van den Broeck negli anni settanta. Si tratta di una tipica analisi di tipo parametrico, essa si differenzia da quelle di tipo non-parametrico perché le prime richiedono l'esplicitazione a priori di una funzione di produzione (si veda nota n. 111).

Figura 2.15 Livelli di efficienza di costo del campione

		Sottocampioni omogenei				Campione complessivo			
Paese	Posizione	Min.	Max.	Media	Dev. St.	Min.	Max.	Media	Dev. St.
Francia	Acquirente	0,376	0,903	0,638	0,144	0,414	0,869	0,767	0,098
Francia	Acquisito	0,387	0,777	0,597	0,130	0,498	0,856	0,725	0,134
Francia	Non coinvolte in M&A	0,201	0,962	0,667	0,121	0,232	0,899	0,713	0,142
Germania	Acquirente	0,185	0,952	0,690	0,155	0,304	0,856	0,618	0,160
Germania	Acquisito	0,212	0,950	0,703	0,146	0,315	0,863	0,619	0,156
Germania	Non coinvolte in M&A	0,121	0,963	0,722	0,103	0,202	0,893	0,619	0,159
Italia	Acquirente	0,013	0,726	0,637	0,246	0,326	0,876	0,658	0,151
Italia	Acquisito	0,028	0,739	0,639	0,248	0,301	0,888	0,638	0,149
Italia	Non coinvolte in M&A	0,005	0,794	0,643	0,236	0,205	0,896	0,670	0,157
Uk	Acquirente	0,071	1,000	0,595	0,236	0,448	0,895	0,724	0,150
Uk	Acquisito	0,200	0,524	0,436	0,168	0,541	0,858	0,724	0,164
Uk	Non coinvolte in M&A	0,002	0,999	0,604	0,265	0,222	0,903	0,751	0,127

Fonte: A. Carretta, P. Schwizer, op. cit., 2008, p. 109.

Sempre in tema di efficienza, è stata osservata la variazione che essa ha avuto nel tempo (l'orizzonte temporale medio è di cinque anni). Appare chiaro che, nel nostro Paese, le operazioni di concentrazione abbiano portato dei peggioramenti in tal senso, con una variazione negativa del 5,15%, dato riferito alle operazioni di acquisizione (*figura 2.16*).

Figura 2.16 Livelli medi di efficienza di costo suddivisi per anno.

Panel A) Sotto-campioni omogenei per paese e anno					
Paese	Anno	Minimo	Massimo	Media	Dev. Standard
Francia	2002	0,294	0,939	0,769	0,089
Francia	2001	0,335	0,898	0,652	0,083
Francia	2000	0,289	0,985	0,576	0,106
Germania	2002	0,230	0,922	0,705	0,103
Germania	2001	0,290	0,972	0,697	0,111
Germania	2000	0,301	0,919	0,767	0,078
Italia	2002	0,265	0,921	0,670	0,045
Italia	2001	0,322	0,946	0,523	0,151
Italia	2000	0,297	0,924	0,564	0,135
Uk	2002	0,311	0,952	0,611	0,302
Uk	2001	0,255	0,964	0,489	0,229
Uk	2000	0,385	0,975	0,409	0,213
Panel B) Campione complessivo					
Paese	Anno	Minimo	Massimo	Media	Dev. Standard
Francia	2002	0,239	0,883	0,723	0,133
Francia	2001	0,261	0,896	0,714	0,141
Francia	2000	0,232	0,899	0,704	0,149
Germania	2002	0,209	0,890	0,619	0,158
Germania	2001	0,202	0,889	0,618	0,160
Germania	2000	0,212	0,893	0,620	0,161
Italia	2002	0,205	0,885	0,670	0,157
Italia	2001	0,224	0,890	0,671	0,153
Italia	2000	0,231	0,896	0,664	0,160
Uk	2002	0,275	0,903	0,741	0,142
Uk	2001	0,222	0,890	0,757	0,125
Uk	2000	0,363	0,903	0,751	0,117

Fonte: A. Carretta, P. Schwizer, op. cit., 2008, p. 110.

La ricerca considerata ha il merito tra le altre cose di essersi discostata da quelle svolte in precedenza per il panorama di analisi: l'orizzonte temporale analizzato è medio-lungo e ciò soprattutto per quanto attiene al valore creato dagli azionisti. A tal proposito, anche la performance bancaria ha costituito oggetto di analisi in termini di valore creato per gli azionisti tramite il calcolo dell'*Economic Value Added*[108] (EVA). Il campione, al solito, ricomprende sia banche coinvolte in operazioni di concentrazione, che estranee, ad una prima osservazione Fiordelisi rileva che quasi il 95% delle banche (considerando il campione complessivo) ha ottenuto un utile, il cui valore medio si aggira intorno a 11,62 milioni di euro. Ciò nonostante solo meno del 40% degli istituti crea valore per gli azionisti, mentre mediamente ne viene distrutto per 4,5 milioni di euro. Le banche italiane si caratterizzano per un livello di utili piuttosto basso; mentre un'EVA negativo, presente in quasi tutti gli anni considerati, testimonia una tendenza alla distruzione di valore, anche se è possibile registrare un graduale miglioramento a partire dal 1999. Analizzando l'andamento dell'EVA nei sotto-campioni omogenei (suddivisi in: acquirenti, acquisiti e banche non coinvolte) si nota una propensione delle banche italiane acquirenti alla distruzione di valore, piuttosto che alla creazione, in particolare emerge come esse siano portate ad acquisire banche più capaci da questo punto di vista, ma di dimensioni minori. Tuttavia, è necessario utilizzare le dovute cautele dal momento che l'EVA restituisce una grandezza assoluta, che pertanto risente delle dimensioni della banca in oggetto; per questo motivo Fiordelisi introduce la misura relativa individuata dal rapporto tra EVA e capitale investito, che consente una visione meno distorta del fenomeno. Tale verifica conferma tendenzialmente quanto finora affermato circa la minore capacità delle banche acquirenti di creare valore rispetto alle acquisite;

[108] L'EVA è un tipico metodo misto che consente di stimare il valore creato da un'azienda. Viene anche utilizzato per misurare la performance dei manager, oltre che per valutare la convenienza di un investimento. Esso si calcola mediante la formula:
EVA = NOPAT – WACC × capitale investito
dove:
NOPAT = Net Operating Profit After Taxes;
WACC = costo medio ponderato del capitale.
L'azienda creerà valore se l'EVA sarà maggiore di zero, ovvero se il rendimento del capitale investito sarà maggiore al costo dello stesso entrambi considerati in relazione al capitale effettivamente investito.

in aggiunta le prime sembrano essere meno preformanti anche rispetto alle banche estranee a operazioni di questo tipo. Per suffragare tali tesi, la ricerca si focalizza, in seguito, sul confronto temporale tra le misurazioni dell'EVA (in termini assoluti e relativi) delle banche coinvolte pre e post-operazione. Tale valore sembra migliorare, se si osservano i dati italiani sull'E*conomic Value Added*, mentre quelli relativi al rapporto EVA/capitale investito mostrano un peggioramento dello stesso.

Sintetizzando, ciò che emerge analizzando esclusivamente il panorama italiano, è che le performance, in termini di efficienza, non solo non migliorano, ma anzi sono destinate a peggiorare in seguito ad un'operazione di acquisizione (così come di fusione). Tale peggioramento sembra incidere sul valore creato per gli azionisti, che a sua volta risulta peggiore se si osserva il rapporto EVA/capitale investito (-0,97%) dopo l'operazione. Fiordelisi ne deduce che, in primo luogo, tali effetti potrebbero essere stati provocati da un errore nella scelta della *target*, secondariamente potrebbe aver inciso anche la scarsa flessibilità del mercato del lavoro (come già affermato da Leibenstein), che non avrebbe consentito di ottenere le riduzioni di personale e di costi sperati. In aggiunta bisognerà sempre tenere a mente che si tratta di valori medi, non rispecchianti pertanto le singole realtà specifiche, ciò non toglie, infatti, che si siano verificate esperienze vincenti e di successo.

Lo studio presentato si pone in linea per molti versi con quello condotto da Focarelli (et al.)[109] mentre non lo è per numerosi aspetti con l'altra rilevante indagine effettuata in ambito italiano da Resti[110]. Quest'ultima si colloca in un periodo precedente (1988-1998) e utilizza una metodologia dissimile, la *Data Envelopment Analysis*[111] (DEA), per stimare l'efficienza. Il campione utilizzato è

[109] D. Focarelli, F. Panetta, C. Salleo, "*Why do banks merge?*", in "Journal of Money Credit and Banking", n. 34, 2002, pp. 1047–1066.

[110] A. Resti, "*Regulation can foster Mergers, can Mergers foster Eficiency? The Italian Case*", in "Journal of Economics and Business", n. 50 (2), New York, 1998, pp. 157-170.

[111] Il *Data Envelopment Analysis* è un metodo matematico utilizzato per misurare l'efficienza produttiva relativamente ad un campione considerato. Viene solitamente utilizzato per compiere delle analisi empiriche a partire da un certo numero di osservazioni. Si tratta di una metodologia cosiddetta 'non-parametrica', in cui cioè non è necessaria l'esplicitazione a priori della funzione di produzione; tali metodi si pongono in

inoltre esclusivamente italiano, composto da 167 società, per un totale di 67 acquisizioni. Il confronto tra i livelli di efficienza delle banche calcolati nei tre anni prima del *deal*, l'anno stesso e nei tre successivi (anche rispetto a banche estranee a fenomeni di M&A), consentì a Resti di concludere che, in linea di massima, le banche acquirenti sono meno efficienti delle acquisite e che le risultanti aumentano la propria efficienza in seguito all'operazione. Ciò si verifica, in particolar modo, laddove: gli istituti coinvolti appartengono ad aree geografiche contigue e se la società risultante è di dimensioni contenute; oltretutto, nel caso in cui le banche coinvolte abbiano una dimensione simile si ottengono, normalmente, migliori risultati in termini di efficienza.

L'analisi condotta da Chionsini, Foglia e Marullo Reedtz[112] pone l'attenzione su un aspetto differente, ma altrettanto rilevante in tema di effetti apportati dalle concentrazioni bancarie: le ripercussioni sul rischio di credito. È noto come l'attività bancaria risenta di rischi peculiari quali il rischio di tasso di interesse, rischio di cambio, rischio di credito. Quest'ultimo fa riferimento alla possibilità che la controparte non riesca ad assolvere i suoi impegni, traducendosi in una perdita totale o parziale per la banca stessa. Lo studio qui proposto, partendo da un campione italiano di 30 operazioni avvenute nel periodo compreso tra il 1997 e il 2001, si propone, in primo luogo, di misurare e confrontare il rischio di credito pre-acquisizione della banca *bidder* e *target*, secondariamente di valutare se tale configurazione di rischio vari con riferimento alla nuova realtà generatasi. Chiaramente è necessario che il campione sia composto da acquisizioni (solo quattro sono state le integrazioni, all'interno del campione, realizzatesi tramite fusioni) in cui la banca *target* sia effettivamente in grado di influenzare il profilo di rischio dell'acquirente, si sono scelte pertanto operazioni in cui le acquisite avessero un portafoglio clienti almeno pari al 10% di quello dell'acquirente[113]. Chionsini, Foglia e Reedz osservarono come il panorama italiano di quegli anni

---

contrapposizione a quelli di tipo parametrico (Deterministic Frontier Analysis, DFA; Stochastic Frontier Analysis, SFA) che invece richiedono l'esplicitazione della stessa.

[112] Si veda G. Chionsini, A. Foglia, P. M. Reedtz, "*Bank Mergers, Diversification And Risk*", in "Banca d'Italia - Banking and Financial Supervision 1", 9 settembre 2003.

[113] Cfr. G. Chionsini, A. Foglia, P. M. Reedtz, op.cit., 9 settembre 2003, p. 13.

fosse stato dominato dalla creazione di grandi gruppi bancari, generatisi spesso tramite processi di acquisizioni di partecipazioni di controllo prima, e successivamente dell'intero capitale, inoltre il campione considerato rappresentava ben i due terzi dei prestiti erogati a società non finanziarie. Entrando ora nel dettaglio dell'analisi, il rischio di credito venne misurato essenzialmente mediante il monitoraggio delle perdite attese – ciò consentì di valutare la qualità dei portafogli – e delle perdite inattese, l'analisi di queste ultime offrì una valida prospettiva per valutare gli effetti apportati dalla diversificazione. Innanzitutto, dunque, lo studio permise di valutare la qualità del credito proprio delle banche acquirenti e acquisite prima dell'operazione, mediante la misurazione delle perdite attese e la probabilità di fallimento delle imprese. Le evidenze furono due: mediamente parve che le *bidder* patissero un minor rischio di credito rispetto alle *target* (1,06% contro 1,17%), tale evidenza non fu tuttavia considerata statisticamente rilevante; d'altra parte la perdita inattesa fu maggiore per le banche acquisite (3,31%) rispetto alle acquirenti (2,00%) e tale fatto venne spiegato da una sostanziale maggiore concentrazione delle seconde rispetto alle prime, che portò i portafogli delle *bidder* ad essere maggiormente diversificati e dunque relativamente meno rischiosi (*figura 2.17*).

Figura 2.17 Perdita inattesa, rischio di concentrazione, rischio sistematico al momento dell'operazione.

	Unexpected loss (*)			Concentration risk (*)			Systematic risk (*)		
	Acquiring bank	Target bank	Merged bank	Acquiring bank	Target bank	Merged bank	Acquiring bank	Target bank	Merged bank
MEAN	2.00%	3.31%	1.87%	1.34%	2.70%	1.23%	0.66%	0.61%	0.64%
MEDIAN	1.77%	2.37%	1.67%	1.30%	1.86%	0.98%	0.54%	0.51%	0.59%
STD	0.79%	2.35%	0.73%	0.72%	2.39%	0.74%	0.43%	0.41%	0.36%

(*) as a percentage of portfolio exposure (EAD)

Fonte: G. Chionsini, A. Foglia, P. M. Reedtz, op.cit., 9 settembre 2003, p. 22.

Infatti, si osservò come le banche acquirenti fossero, tendenzialmente, di dimensioni molto maggiori rispetto alle acquisite, con evidenti ripercussioni a livello di portafoglio e rischiosità dello stesso. Dal punto di vista del rischio sistematico (calcolato come percentuale sull'esposizione attesa al momento

dell'insolvenza, EAD), non si rilevarono differenze significative, dal momento che si trattava di concentrazioni tra società appartenenti allo stesso settore.

Concentrandoci ora sulle evidenze rilevate nel post-acquisizione, la valutazione del rischio sistematico relativamente alle perdite inattese (calcolato sempre come percentuale sull'esposizione di portafoglio) portò gli studiosi ad affermare che, in effetti, la banca risultante traesse benefici in tal senso dall'operazione, soprattutto se si osservano gli effetti a distanza di due anni (*figura 2.18*) ed, in particolare, i relativi valori mediani: 0,61% contro 0,46%. A livello di rischio correlato alla concentrazione e perdite inattese i valori appaiono lievemente diminuiti, ma tali differenze non risultano essere statisticamente rilevanti. Oltretutto venne registrata anche una consistente riduzione della concentrazione all'interno del portafoglio relativo ai singoli clienti nella nuova banca di circa il 15% (indice di Herfindahl-Hirschmann). Lo studio dimostrò, infine, l'esistenza di una correlazione positiva, avente rilevanza statistica, tra l'indice HH e la variazione delle perdite inattese; in altre parole Chionsini, Foglia e Reedtz dimostrarono come la riduzione del rischio fosse strettamente correlata alla diminuzione della concentrazione presente all'interno del portafoglio, a dimostrazione che operazioni di integrazione tra banche con le caratteristiche viste apportino una diminuzione del livello di rischio patito dalla banca risultante.

Figura 2.18 Perdita inattesa, concentrazione, rischio sistematico della banca risultante dopo l'operazione.

	Unexpected loss (*)		Concentration risk (*)		Systematic risk (*)	
	Merged bank	Merged bank after 2 years	Merged bank	Merged bank after 2 years	Merged bank	Merged bank after 2 years
MEAN	1.89%	1.92%	1.25%	1.35%	0.64%	0.56%
MEDIAN	1.67%	1.74%	1.00%	1.18%	0.61%	0.46%
STD	0.75%	0.63%	0.80%	0.65%	0.38%	0.39%

(*) as a percentage of portfolio exposure (EAD)

Fonte: G. Chionsini, A. Foglia, P. M. Reedtz, op.cit., 9 settembre 2003, p. 26.

2.7 Osservazioni finali

La presenza nella nostra penisola di un panorama ancora alquanto disomogeneo, che ha visto forte fermento in ambito di M&A bancario solo a partire dagli anni novanta, guidato da logiche non sempre propriamente economiche e strettamente sorvegliato dalle autorità, non ha certo agevolato gli studi sugli effetti generati da questi processi, che invece risultano copiosi in altri stati. Tuttavia, soprattutto negli ultimi anni, il rinnovato interesse verso la tematica, ha portato molti studiosi ad interessarsi anche al campione italiano. Grazie alle indagini riportate si è avuto modo di delineare un quadro generale, soprattutto per quanto concerne le banche commerciali e simili. È possibile, almeno per il nostro paese, confermare quanto da Carretta affermato riguardo alle evidenze rilevate: esse, infatti, sembrano dare credito a studi precedenti che dimostravano come i processi di concentrazione tra banche commerciali non consentono di conseguire, in linea di massima, rilevanti riduzioni almeno in termini di efficienza di costo e di profitto[114]. Tale conclusione porta inevitabilmente a riflettere sulla questione per cui se non sono i guadagni di efficienza le motivazioni chiave di una crescita per linee esterne, il movente deve essere ricercato altrove. Se è vero che i processi di acquisizione e fusione perdurano come modello di crescita dimensionale, che la frequenza degli stessi è sempre più sostenuta, nonché le risorse spese in continuo aumento, ciò sta a significare che, evidentemente, i ritorni sussistono, anche se statisticamente non emergono in misura così evidente. Essi sembrano esistere (in misura più o meno marcata) per gli azionisti in qualità di *abnormal returns*[115], ma la consistenza degli stessi non può certo giustificare, da sola, un simile fenomeno. Si è visto, inoltre, come vi possa essere un effettivo guadagno per la banca risultante in termini di minor rischio di credito, rilevabile soprattutto a distanza di alcuni anni, e tale evidenza sembra effettivamente avere un certo peso, anche se non può essere considerato il principale movente di simili operazioni, ma più

[114] A. Carretta, P. Schwizer, op. cit., 2008, p. 15.

[115] Si veda A. Beltratti, G. Paladino, "*Is M&A different during a crisis? Evidence from the European banking sector*", in "Journal of Banking & Finance", n. 37 (12), dicembre 2013, pp. 5394–5405.

spesso un gradito effetto[116]. Il presente lavoro ruota intorno al tema delle sinergie e, a parere di chi scrive, è proprio qui che va ricercata la risposta a molti di questi impliciti quesiti. Esistono benefici non misurabili immediatamente e nemmeno nel breve termine, come si è avuto modo di vedere, ma che si manifestano in momenti anche molto distanti dalla conclusione dell'operazione. Vi sono poi ritorni positivi di carattere non strettamente economico e monetario, così come si possono realizzare benefici immateriali che si trasformano in un secondo momento in ritorni economici (si pensi alla reputazione, al *brand*, al capitale intellettuale e così via). I ragionamenti riportati aprono pertanto la strada alle considerazioni che si dispiegheranno nel prossimo capitolo. Con esso ci si propone quale obiettivo principale quello di indagare come il fenomeno si articola in un caso reale, quali motivazioni lo muovano, quali effettivi benefici (o meno) apporta una simile scelta e se il maggior valore potenzialmente realizzabile possa pienamente giustificare il prezzo pagato.

[116] Cfr. Group of Ten, op. cit., 2001, p. 151 e ss..

CAPITOLO 3

MONTE DEI PASCHI E L'ACQUISIZIONE DI ANTONVENETA

3.1 Alcune precisazioni introduttive

Nel terzo e ultimo capitolo è intenzione di chi scrive proporre un'applicazione di quanto sin qui solo analizzato a livello puramente teorico. Il *modello di stratificazione del valore* fungerà da guida e base concettuale nell'esame del caso proposto. Alla luce delle riflessioni e dei concetti finora esposti, il tentativo sarà quello di applicare il particolare approccio di *valuation* proposto da Massari e Zanetti ad un ambito altrettanto peculiare qual è quello bancario. Se è certo, infatti, che i due studiosi non precludono l'applicazione di una simile metodologia ad aziende finanziarie, è altresì vero che, negli esempi applicativi proposti, i casi trattati fanno in genere riferimento ad aziende industriali e commerciali. Non si ritiene tuttavia di aver operato alcuna forzatura nell'adozione di un simile metodo, poiché, anzi, esso ha il pregio di stimare, ed evidenziare, separatamente i vari 'strati' che concorrono alla formazione del valore di acquisizione, identificando come gradualmente si generino le sinergie e che effetti esse possano avere sul risultato finale.

Tuttavia, come si avrà modo di osservare, tale approccio non risulta privo di semplificazioni più o meno rilevanti, di queste si avrà modo di parlare diffusamente in seguito, a questo punto è invece necessario illustrare quali siano stati gli accorgimenti utilizzati per consentire di applicare il modello nel modo più efficace e chiaro possibile. Innanzitutto, l'acquisizione vera e propria vede come soggetti direttamente coinvolti Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A. e il

Gruppo Antonveneta. È ragionevole pensare che la maggiore interessata ad un progetto simile, dal punto di vista strategico e sinergico, sia stata proprio Banca Monte dei Paschi, pertanto la stima del valore di acquisizione prenderà come punto di riferimento i dati del bilancio individuale della banca stessa; ciò tuttavia non toglie che benefici sinergici potessero essere conseguiti anche a livello di Gruppo Montepaschi, come si vedrà. D'altra parte Banca Antonveneta era la capogruppo dell'omonimo gruppo bancario acquisito, tuttavia nei documenti societari venne esplicitamente dichiarato che l'acquisizione non ricomprese Interbanca S.p.A.[117] – una delle maggiori consociate del gruppo –, si è ritenuto opportuno pertanto considerare il solo bilancio individuale della capogruppo dal momento che l'acquisizione ebbe come oggetto "*l'intero capitale sociale di Banca Antonveneta e delle società da questa controllate*[118]". Tale decisione è ammissibile non solo per ragioni di semplicità, ma soprattutto poiché un'accurata ed esauriente analisi in merito ai benefici e le sinergie raggiungibili tramite una concentrazione con queste caratteristiche, è possibile se si considerano attentamente gli istituti bancari presi singolarmente, è proprio nell'integrazione fra i due, infatti, che risiedono le principali sinergie ottenibili ed è per questa via che sarà possibile focalizzarsi al meglio sui benefici potenziali insiti nell'operazione al fine di valorizzarli al meglio.

Sebbene si sia scelto un approccio simile perché ritenuto più consono ed efficace ai fini della valutazione, ciò non toglie che osservazioni di più ampio respiro saranno effettuate in seguito per evidenziare ancor più risultati, cooperazioni e benefici raggiunti.

---

[117] Si veda "Documento Informativo relativo all'acquisizione di parte di Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A. dell'intero capitale sociale di Banca Antonveneta S.p.A.", Siena 16 giugno 2008, p. 6.

[118] "Documento Informativo relativo all'acquisizione di parte di Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A. dell'intero capitale sociale di Banca Antonveneta S.p.A.", Siena 16 giugno 2008, p. 6.

3.2 La *bidder*: Banca Monte dei Paschi di Siena

LE ORIGINI[119]

Banca Monte dei Paschi di Siena (in seguito anche chiamata MPS), comunemente considerata la banca più antica del mondo, vanta una tradizione storica di grande rilievo. Il 27 febbraio 1472 con delibera della Repubblica di Siena venne costituito il *Monte di Pietà (*o *Monte Pio*), istituto laico sorto per il sostegno economico delle classi più disagiate. Esso sopravvisse alla caduta della repubblica di Siena e assunse nel 1580 funzione esattoriale per conto dello Stato, confermando così il suo ruolo pubblico; la crescente importanza assunta dal Monte, a livello locale e non solo, portarono nel 1624 alla creazione di un nuovo istituto bancario, a sostegno dell'originario, amministrato da otto cittadini scelti all'interno della classe nobile, con il fine di concedere prestiti ad agricoltori, allevatori, istituzioni e privati, esso sarà denominato 'Monte dei Paschi'[120]. Si susseguirono momenti floridi e altri segnati da difficoltà finanziarie, sino a che nel 1784 i due istituti furono unificati nel 'Monti Riuniti', sempre governato dalla nobiltà locale, ma, ciononostante, conservando la vocazione sociale della banca, sia a sostegno dei più bisognosi che della popolazione locale. Seicento e Settecento posero le basi per la prosperità che consentì, nel Novecento, un'intensificazione delle attività tale da creare una realtà di primaria importanza nel panorama finanziario italiano. Negli anni novanta, i cambiamenti normativi noti, obbligarono a scindere le due attività cardine del Monte: venne istituita da una parte la Fondazione Monte dei Paschi di Siena, con finalità prettamente sociali e filantropiche, dall'altra l'azienda bancaria Monte dei Paschi di Siena S.p.A.. Ad oggi la Fondazione detiene il 33,5% delle azioni dell'istituto di credito, mentre la banca è a capo di un gruppo che opera in diversi segmenti: attività bancaria tradizionale, credito speciale, *bancassicurazione*, *asset banking*,

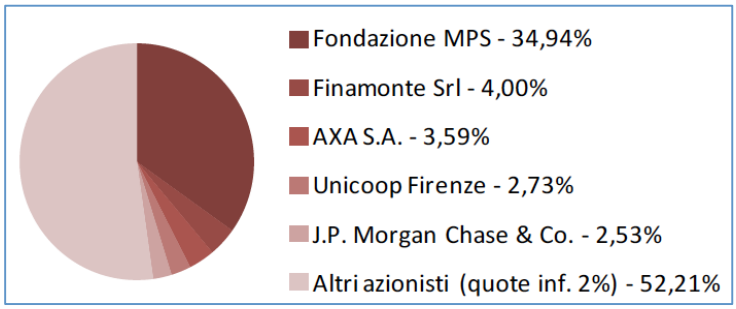
[119] Per la stesura di questo paragrafo ci si è avvalsi delle informazioni reperibili nel sito istituzionale (www.mps.it/La+Banca/Storia).

[120] L'origine del nome "Monte dei Paschi" discende dall'obbligo, imposto dal Granduca ai senesi, di utilizzare come garanzia per la creazione del nuovo istituto le rendite dei pascoli demaniali della Maremma, detti appunto 'Dogana dei Paschi'.

investment banking. Nel giugno del 1999 si quotò nella Borsa Italiana, mentre dal settembre dello stesso anno fa parte dell'indice FTSE Mib.

MPS si è sempre caratterizzata, dunque, per il forte spirito locale e se vogliamo anche sociale dell'attività svolta; la storia che vanta costituisce un punto di forza ineguagliabile in termini di *brand* e di fidelizzazione della clientela; la tradizionale vicinanza alla comunità locale ha creato un legame indissolubile col territorio. Questi sono elementi vincenti e difficilmente riproducibili, che hanno sicuramente contribuito in maniera forte al suo successo.

Figura 3.1 I principali azionisti di Banca Monte dei Paschi di Siena al 31 dicembre 2012.



Fonte: Gruppo MPS, Relazione e Bilancio consolidato del Gruppo Monte dei Paschi di Siena dell'esercizio 2012, marzo 2013, p. 18.

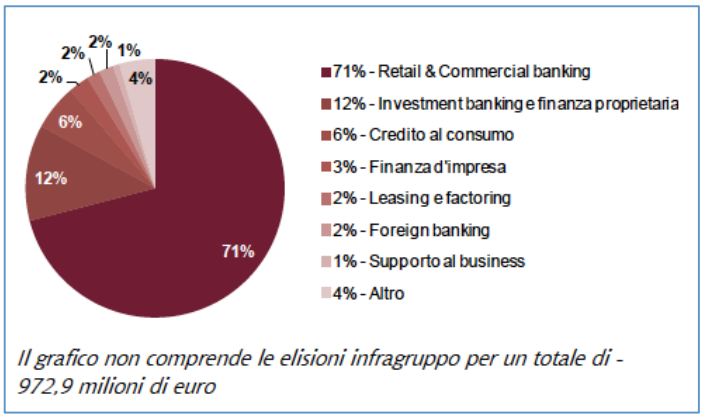
IL GRUPPO OGGI

Il Gruppo Montepaschi è attualmente il terzo *player* a livello italiano con un attivo di circa 218 miliardi di euro, 30.265 dipendenti e circa sei milioni di clienti[121]. In tutti i business in cui opera è riuscito a ritagliarsi uno spazio il più delle volte molto rilevante, è stata, inoltre, la prima realtà italiana a tentare lo sviluppo del modello francese della *bancassurance*, ottenendo risultati significativi garantiti innanzitutto da una forte fidelizzazione della clientela, da una rete capillare con ben 2.671 sportelli (in *figura 3.3* è visibile la localizzazione degli sportelli e la copertura a livello territoriale nel 2012), nonché da una partnership strategica con AXA. Oltre ai tradizionali sportelli, il Gruppo è presente nel territorio nazionale con 270 centri specialistici, 138 uffici di promozione finanziaria e ben 3.426 ATM; all'estero invece conta dieci uffici nell'Unione

[121] Dato aggiornato al 2012. Fonte: Gruppo MPS, *Relazione e Bilancio consolidato del Gruppo Monte dei Paschi di Siena dell'esercizio 2012*.

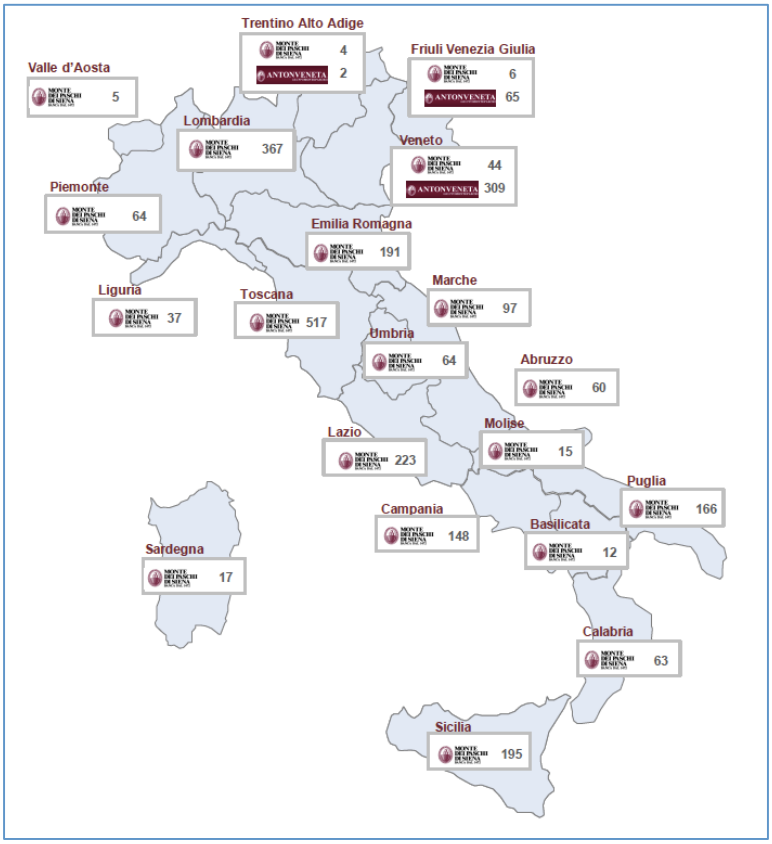
Europea, Europa Orientale, Cina e Nord Africa, quattro filiali operative a Londra, New York, Shanghai e Hong Kong, due banche di diritto estero MP Belgio con otto filiali e MP Banque con diciassette filiali.

Figura 3.2 Ripartizione per area di business dei ricavi di Gruppo nel 2012.



Fonte: Gruppo MPS, Relazione e Bilancio consolidato del Gruppo Monte dei Paschi di Siena dell'esercizio 2012, marzo 2013, p.19.

Figura 3.3 Ripartizione per regione delle filiali del Gruppo nel 2012.



Fonte: Gruppo Montepaschi, *Relazione e Bilancio consolidato del Gruppo Monte dei Paschi di Siena dell'esercizio 2012, p. 65.*

Pur mantenendo come *core business* l'attività di *commercial banking*, con un *focus* particolare sul segmento *retail*, il Gruppo Montepaschi è presente anche in altre aree di business: attività di *investment banking*, *foreign banking,* offerta di prodotti assicurativi (tramite AXA), gestioni patrimoniali, servizi di *leasing*, *factoring*, credito al consumo, finanza d'impresa, finanza proprietaria, 'supporto al business' (tramite MPS leasing & factoring, MPS Capital Services e altre)[122].

Il Gruppo è sempre stato caratterizzato da solidità e stabilità, lo testimoniano il crescente numero di clienti, nel 2007 si contavano 4.815.775 unità rispetto ai 4.513.068 di fine 2006 (con una variazione percentuale del +6,71%), arrivati oggi a circa sei milioni; i margini di interesse in costante aumento (almeno sino al 2008)[123]; la scarsa rischiosità percepita dall'esterno, facendo, infatti, riferimento ai giudizi attribuiti a Banca Monte dei Paschi di Siena dalle società di *rating* essi sono piuttosto buoni, almeno sino al 2007; dando uno sguardo alle varie relazioni finanziarie, inoltre, si nota l'attenzione posta alla gestione interna del rischio, sia a livello globale di *risk management* mediante la predisposizione di un apposito organo dedicato, sia in merito alla valutazione dei singoli clienti grazie ad un accurato sistema di valutazione del rating, poi adeguatosi agli accordi di Basilea II.

Nel corso del 2006 fu messo a punto il Piano Industriale 2006-2009 volto ad implementare tre principali linee strategiche:

- creazione di un nuovo modello di business che da multi-mercato divenisse 'multi-relazionale', basato sulle tre aree di attività principali, volto a potenziare e razionalizzare la rete distributiva;
- raggiungere una maggiore efficienza nelle strutture esistenti attraverso un impiego più razionale delle risorse disponibili, nonché tramite una riduzione del personale;
- ottimizzazione del capitale, per creare maggiore solidità finanziaria, oltre ad un piano di adeguamento ai principi stabiliti da Basilea II.

---

[122] Si veda Gruppo MPS, *Relazione e Bilancio consolidato del Gruppo Monte dei Paschi di Siena dell'esercizio 2012*, p.18.

[123] I dati di bilancio testimoniano un aumento percentuale del margine di intermediazione primario (margine di interesse e commissioni nette) del 6,1% dal 2006 al 2007, del 2,5% dal 2007 al 2008.

In queste righe si è cercato, seppur brevemente, di delineare il profilo del Gruppo, tali informazioni, approfondendo maggiormente i dati relativi a Banca Monte dei Paschi, verranno analizzate nel dettaglio in sede di valutazione delle finalità, delle motivazioni e peculiarità del *deal* preso in esame.

3.3 La *target*: Banca Antonveneta

LE ORIGINI

Banca Antonveneta (originariamente Banca Antoniana Popolare Veneta) nasce nel 1996 dalla fusione di Banca Antoniana (fondata nel 1893) e Banca Popolare Veneta (fondata nel 1866), aventi entrambe sede a Padova, nel 2000 a queste si unirà Banca Nazionale dell'Agricoltura, mentre sarà solo nel 2002 che assumerà la forma giuridica di Società per Azioni e con la contestuale quotazione in Borsa. Dalle origini cooperative e periferiche, si giunse alla formazione di uno dei primi dieci gruppi bancari italiani con un attivo totale di circa 50 miliardi di euro e 1,5 milioni di clienti[124].

IL GRUPPO

Il gruppo ha da sempre una vocazione all'attività di *commercial banking*, specializzato in particolare nel segmento *retail* e ciò sia per la forte presenza a livello territoriale, che per le radici nel nord-est Italia, le quali hanno sempre garantito una posizione preferenziale nei confronti della clientela locale. Accanto all'attività tradizionale negli anni si sono affiancate quella di *merchant banking*, gestita prevalentemente da Interbanca (società interamente posseduta) e quella dell'*asset management* svolta da AAA Bank S.p.A. (controllata al 100%).

Per quanto attiene la copertura territoriale, da una rete prettamente focalizzata su Veneto, Lombardia e Friuli Venezia Giulia, il tentativo è stato quello di espandere il proprio bacino d'utenza in tutto il territorio nazionale, anche grazie a successive acquisizioni (si veda a titolo di esempio, nel 2002, l'acquisizione di

[124] Si veda http://it.wikipedia.org/wiki/Banca_Antonveneta.

Banca di Credito Popolare - Siracusa). La situazione degli sportelli aggiornata al 2006 sarà illustrata accuratamente nel paragrafo 3.4.1 (*figura 3.6*), a riconferma di quanto detto sarà possibile notare la forte presenza in Veneto, Lombardia, Friuli Venezia Giulia e in Emilia Romagna, mentre le 96 filiali siciliane (95 se si considera Banca Antonveneta singolarmente) sono ricollegabili all'acquisizione sopracitata. Nel 2006 il Gruppo contava un totale di 1009 sportelli (divenuti 996 nel 2007 in seguito a cessioni di rami aziendali), mentre i dipendenti raggiungevano il numero complessivo di 9.444 nello stesso anno (contro le 9.492 unità del 2007)[125]. La realtà presentata, nata come una piccola banca regionale, ha fatto del forte radicamento territoriale il suo punto di forza, il quale le ha consentito di diventare un istituto rilevante a livello nazionale senza per questo venir meno al sostegno attivo alle comunità locali.

La breve digressione proposta offrirà spunti per comprendere meglio quali possano essere state le caratteristiche che hanno contribuito maggiormente a fare di questa la società *target* del processo di integrazione che si andrà ad analizzare.

3.4 Le caratteristiche dell'operazione

3.4.1 La banca *target* e la banca *bidder* nel pre-acquisizione

All'inizio del capitolo si è avuto modo di annunciare che l'attenzione si sarebbe focalizzata sulle banche considerate singolarmente quali entità che primariamente avrebbero beneficiato dell'operazione stessa, di seguito verrà proposta una descrizione più dettagliata dei due *player*.

BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA

Banca Monte dei Paschi di Siena si contraddistingue, come si è avuto modo di vedere, innanzitutto per una tradizione storca di rilievo, questo fu da sempre il suo maggiore punto di forza, poiché proprio l'attaccamento al territorio consentì

[125] Banca Antonveneta, *Relazioni e Bilancio. XI Esercizio. 2006*, 2007, p. 26.

un legame privilegiato con la comunità locale prima e successivamente il diffondersi nelle aree limitrofe. Nella tradizionale vocazione a sostegno delle classi più disagiate va ricercata la forza motrice che portò un'istituzione laica nata per il sostegno dei più poveri a diventare una delle principali banche italiane. Oltretutto l'originaria *mission* aziendale fu la determinante che ancor oggi caratterizza la compagine proprietaria. Come già ricordato, infatti, negli anni '90 la 'legge Amato – Carli' costrinse a scindere l'antica vocazione, quasi filantropica, al business bancario vero e proprio con la creazione della Fondazione omonima da un lato e di banca Monte dei Paschi di Siena dall'altro; tuttavia la Fondazione continuò ad avere un ruolo per nulla marginale rimanendone il principale azionista: nel febbraio 2001 la quota in suo possesso era del 66,03%[126], negli anni la posizione è andata ridimensionandosi, senza mai tuttavia perderne il controllo, e giungendo ad oggi a detenere il 33,5% delle azioni. Non si tratta di un fatto dalla rilevanza modesta, dal momento che la Fondazione ha sempre avuto come obiettivo principale il perseguimento di "*fini di utilità sociale, con il territorio e le istituzioni di riferimento*[127]", questo ha generato uno stretto legame con la politica locale (e non solo), conseguentemente innegabili, a parere di chi scrive, sono le ripercussioni che tali relazioni e commistioni hanno avuto e hanno sulla gestione della banca stessa.

Dai bilanci societari reperibili nel sito istituzionale (si fa riferimento al più a documenti risalenti al 2000) emerge una realtà che negli anni ha visto incrementare i risultati innanzitutto per quanto riguarda il *core business*, ciò non ha fatto altro che accrescere e rafforzare la quota di mercato. In particolare la *figura 3.4* consente di osservare le maggiori poste di Conto Economico dal 2000 al 2011.

[126] Si veda Banca Monte dei Paschi di Siena, *Bilancio individuale 2000*, 31 dicembre 2000, p. 95.

[127] Si veda: www.fondazionemps.it/ita/attivita.asp..

Figura 3.4 Andamento delle maggiori voci di Conto Economico di Banca Monte dei Paschi (2000-2011).

Anno	Voci	a) margine di interesse	margine di interesse/ impieghi alla clientela	b) altri ricavi netti	di cui:		c) margine di intermediazione (a+b)	Per memoria: Attività totali	d)Spese amministrative	di cui:		e)Risultato lordo di gestione (c-d)
					Risultato netto di negoziazione	*Commissioni nette*				*Personale*	*Altre spese*	
2000	**valori assoluti**	**1.159**	**3,16%**	**1.455**	**(n.p.)**	**1.455**	**2.614**	**74.696**	**1.334**	**779**	**555**	**1.280**
	% su Marg. Intermed.	44,34%		55,66%	(n.p.)	55,66%	100,00%					
	% su tot. Attività	1,55%		1,95%	(n.p.)	1,95%	3,50%					
2005	**valori assoluti**	**1.314**	**2,99%**	**1.349**	**145**	**913**	**2.663**	**100.377**	**1.845**	**986**	**859**	**818**
	% su Marg. Intermed.	49,34%		50,66%	5,44%	34,28%	100,00%					
	% su tot. Attività	1,31%		1,34%	0,14%	0,91%	2,65%					
2006	**valori assoluti**	**1.373**	**2,69%**	**1.750**	**58**	**774**	**3.123**	**105.998**	**1.818**	**980**	**838**	**1.305**
	% su Marg. Intermed.	43,96%		56,04%	1,86%	24,78%	100,00%					
	% su tot. Attività	1,30%		1,65%	0,05%	0,73%	2,95%					
2007	**valori assoluti**	**1.453**	**2,35%**	**1.172**	**211**	**795**	**2.625**	**121.390**	**1.852**	**958**	**894**	**773**
	% su Marg. Intermed.	55,35%		44,65%	8,04%	30,29%	100,00%					
	% su tot. Attività	1,20%		0,97%	0,17%	0,65%	2,16%					

Anno	Voci	a) margine di interesse	margine di interesse/ impieghi alla clientela	b) altri ricavi netti	di cui:		c) margine di intermediazione (a+b)	Per memoria: Attività totali	d)Spese amministrative	di cui:		e)Risultato lordo di gestione (c-d)
					Risultato netto di negoziazione	*Commissioni nette*				*Personale*	*Altre spese*	
2008	**valori assoluti**	**2.437**	**2,04%**	**1.602**	**-451**	**1.159**	**4.039**	**184.750**	**3.065**	**1648**	**1417**	**974**
	% su Marg. Intermed.	60,34%		39,66%	-11,17%	28,70%	100,00%					
	% su tot. Attività	1,32%		0,87%	-0,24%	0,63%	2,19%					
2009	**valori assoluti**	**2.509**	**1,89%**	**1.603**	**-206**	**1353**	**4.112**	**198.620**	**3.377**	**1739**	**1638**	**735**
	% su Marg. Intermed.	61,02%		38,98%	-5,01%	32,90%	100,00%					
	% su tot. Attività	1,26%		0,81%	-0,10%	0,68%	2,07%					
2010	**valori assoluti**	**2.419**	**1,83%**	**1.810**	**186**	**1.543**	**4.229**	**206.413**	**3.184**	**1662**	**1522**	**1.045**
	% su Marg. Intermed.	57,20%		42,80%	4,40%	36,49%	100,00%					
	% su tot. Attività	1,17%		0,88%	0,09%	0,75%	2,05%					
2011	**valori assoluti**	**2.119**	**1,67%**	**1.874**	**38**	**1.413**	**3.993**	**214.576**	**3.061**	**1675**	**1386**	**932**
	% su Marg. Intermed.	49,75%		50,25%	0,95%	29,62%	100,00%					
	% su tot. Attività	0,99%		0,87%	0,02%	0,66%	1,86%					

Fonte: nostra elaborazione su dati Banca Monte dei Paschi di Siena, *Bilancio individuale*, annate varie.

Nota: i valori sono espressi in milioni di euro.

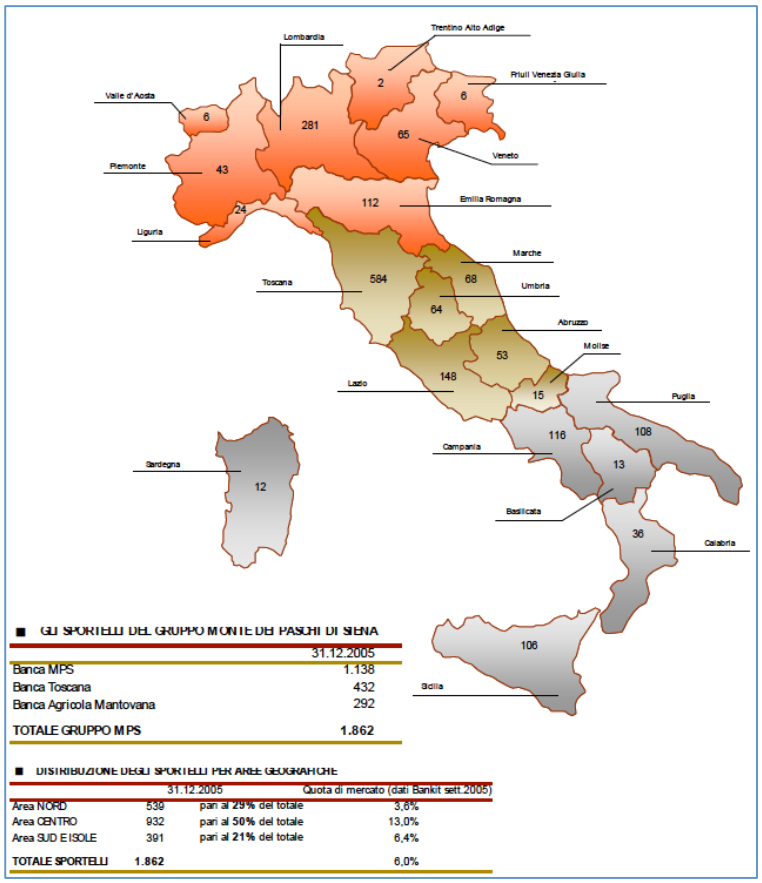
Calcolando le variazioni percentuali subite dal margine di interesse, è possibile notare come esso dal 2000 al 2005 risulti aumentato del 13,37%, mentre il margine di intermediazione crebbe solo dell'1,87%; il balzo dal 2005 al 2006 fu chiaramente più contenuto, ma utile in ogni caso a confermare la tendenza appena evidenziata con un incremento del margine di interesse e del margine di intermediazione rispettivamente del 4,49% e del 17,27% (in questo caso in termini assoluti si nota un'inversione di tendenza, che testimonia in ogni caso l'andamento positivo della banca stessa). Un indicatore importante è il rapporto tra margine di interesse e impieghi alla clientela, il quale fornisce un' utile indicazione in merito alla redditività dell'attività di intermediazione caratteristica. Dalla tabella si può notare come tale rapporto sia diminuito negli anni, un andamento di questo tipo è spiegabile innanzitutto dallo storico assottigliamento che ha subito la forbice tra interessi attivi e passivi, ma certamente anche la crisi del 2008 ha avuto la sua incidenza. Si avrà modo di analizzare diffusamente i dati successivi quando ci si occuperà in maniera approfondita degli sviluppi dell'operazione.

Dando ora un rapido sguardo alla *figura 3.5*, essa permette di avere una più chiara visione della presenza di MPS sulla nostra penisola al 31 dicembre 2005. La diffusione capillare in tutta Italia ha posto la banca in una posizione di prim'ordine all'interno del panorama creditizio italiano: è solida la presenza soprattutto nell'Italia centrale (si contano ben 932 sportelli solo al centro con una quota di mercato del 13%), trainata dalla Toscana; anche al nord, negli anni, MPS ha cercato di ritagliarsi un suo spazio, tuttavia, se si osserva la quota di mercato relativa, essa raggiunge solo il 3,6%, ed è proprio qui che va ricercata una delle motivazioni principali nell'acquisizione presa in esame. Gli sportelli presenti al Sud raggiungono le 391 unità, con una quota di mercato del 6,4%[128]. È interessante osservare come alla fine del 2005 la quota di mercato totale

[128] Come si può notare nello specchietto presente in figura i dati riguardanti la numerosità di sportelli fanno riferimento non solo a quelli di Banca Monte dei Paschi, ma anche a Banca Toscana e Banca Agricola Mantovana, entrambe controllate dalla prima. È Banca MPS che detiene i maggiori sportelli con un totale di 1138, pertanto il ragionamento appena effettuato è valido, a grandi linee, anche se si considera la capogruppo singolarmente.

ammontasse al 6%, trainata in particolar modo dal centro Italia, mentre la posizione più debole era rappresentata dalla relativa scarsa presenza al nord, è evidente dunque come uno degli obiettivi ricercati dal gruppo, e dalla capogruppo in particolare, fosse quello di rafforzare la posizione nell'Italia settentrionale.

Figura 3.5 Distribuzione territoriale MPS al 31 dicembre 2005.



■ GLI SPORTELLI DEL GRUPPO MONTE DEI PASCHI DI SIENA

	31.12.2005
Banca MPS	1.138
Banca Toscana	432
Banca Agricola Mantovana	292
TOTALE GRUPPO MPS	**1.862**

■ DISTRIBUZIONE DEGLI SPORTELLI PER AREE GEOGRAFICHE

	31.12.2005		Quota di mercato (dati Bankit sett.2005)
Area NORD	539	pari al **29%** del totale	3,6%
Area CENTRO	932	pari al **50%** del totale	13,0%
Area SUD E ISOLE	391	pari al **21%** del totale	6,4%
TOTALE SPORTELLI	**1.862**		6,0%

Fonte: Gruppo Monte dei Paschi di Siena, *Relazione sulla gestione 2005*, 29 marzo 2006, p. 86.

Questo proposito fu esplicitamente previsto dal "Piano sportelli" inserito nel Piano Industriale 2006-2009[129] con il quale si prospettava per il triennio l'apertura di più di 100 nuovi sportelli oltre a nuovi centri specialistici (circa 36). Si trattava di un piano non isolato ma rappresentante il naturale proseguimento del "Piano Sportelli 2004-2006" avente il fine di ottimizzare la presenza delle banche commerciali sul territorio, con particolare attenzione alle aree in cui

[129] Si veda Gruppo Monte dei Paschi di Siena, *Relazione sulla gestione 2006*, 22 marzo 2007, p. 8.

tradizionalmente la presenza di MPS era forte, oltre all'apertura di nuovi sportelli in zone ancora poco presidiate, trasferimenti e delocalizzazioni. Tuttavia, se il Piano del 2004-2006 si collocava più che altro in una prospettiva di crescita interna, ciò non si può dire per il Piano stabilito per il triennio successivo, in cui si colloca, tra l'altro, l'acquisizione analizzata. Il Piano 2006-2009 prevedeva inoltre una razionalizzazione delle spese amministrative, tra cui anche quelle riguardanti il personale, controbilanciate dall'inserimento di molte giovani risorse; ciò fu possibile soprattutto grazie ad un processo di incremento dell'efficienza a livello di strutture, operazioni di *cost cutting* e iniziative di *cost management*.

Aspetto degno di nota, su cui si tornerà nel prosieguo della trattazione, è rappresentato dal profilo di rischio percepito dal mercato. Per quanto riguarda Banca Monte dei Paschi essendo una società quotata è stato piuttosto agevole individuare il rischio percepito esternamente attraverso il *rating* assegnato dalle principali agenzie sia in riferimento al debito a breve che a medio e lungo termine. I *rating* attribuiti alla fine 2006 sono rimasti invariati rispetto alla fine del 2005 attestandosi su livelli abbastanza buoni: P-1, A-1 e F-1 per il debito a breve, A-1, A, A+ per il debito a medio-lungo termine[130]. In particolare a gennaio del 2007 Standard & Poor's ha modificato l'*outlook* espresso nei confronti della banca che da 'stabile' è divenuto 'positivo', tale segnale è stato interpretato positivamente come premio alla migliore redditività dell'intero gruppo[131].

Anche gli indicatori borsistici possono fornire uno strumento valido per comprendere il *sentiment* presente nel mercato, analizzando gli indicatori riferiti a dicembre 2006 si evincono prospettive relativamente positive percepite in merito al titolo, con la quotazione delle azioni di MPS valutata 15,5 volte il valore degli utili per azione attesi, e il doppio rispetto al valore contabile del patrimonio netto[132].

---

[130] I *rating* fanno riferimento rispettivamente a Moody's, Standard & Poor's, Fitch. Fonte: Gruppo Monte dei Paschi di Siena, *Relazione sulla gestione 2006*, 31 dicembre 2006, p. 96.

[131] Si veda Gruppo Monte dei Paschi di Siena, *Relazione sulla gestione 2006*, 31 dicembre 2006, p. 96.

[132] Si veda Gruppo Monte dei Paschi di Siena, *Relazione sulla gestione 2006*, 31 dicembre 2006, p. 96.

BANCA ANTONVENETA

Banca Antonveneta (in seguito anche soltanto Antonveneta) ha molti punti in comune con la banca senese, innanzitutto entrambe sono realtà caratterizzate da una rilevante storia alle spalle, nonostante nel caso della banca padovana si tratti di un'istituzione più recente; un altro punto di vicinanza è rappresentato dall'attaccamento al territorio e la forte localizzazione, divenuta negli anni un punto di forza più che un limite. Anche nel caso di Antonveneta si parla di una banca commerciale, che punta ai clienti soprattutto *retail*, cercando di offrire un prodotto e un servizio sempre in linea con le loro esigenze e il più possibile personalizzato, questo è reso possibile dalle dimensioni dell'istituto nel suo complesso e dall'attitudine innata al perseguimento del più alto grado di *customer satisfaction* possibile. Evidentemente Antonveneta costituisce un istituto creditizio minore rispetto a Monte dei Paschi: se guardiamo il volume di attività esso nel 2006 ammontava a 42.938.370.603 di Euro contro i 105.998.000.000 di Euro di BMPS; il margine di intermediazione invece era pari a 1.665.622.327 di Euro, mentre per Monte dei Paschi la cifra risulta quasi doppia con ben 3.123.000.000 di Euro nello stesso anno, il numero di dipendenti della banca padovana era di 9.239 contro i 12.555 dell'istituto toscano, infine la differenza nel numero di sportelli non risulta così marcata con i 994 della prima, rispetto alla seconda con 1.168. Soffermandoci su quest'aspetto la *figura 3.6.* illustra la rete distributiva della banca al 31 dicembre 2006. Evidente è la forte presenza nel nord-est: con 289 filiali in Veneto, 66 in Friuli Venezia Giulia, rilevanti sono anche, in termini numerici, gli sportelli presenti in Lombardia e Emilia Romagna. Oltre alla tradizionale 'roccaforte' rappresentata dall'area suddetta si può notare il tentativo di espansione degli ultimi anni verso altre aree, si guardi per esempio alla Sicilia (della cui acquisizione si è parlato precedentemente), ma anche al Lazio.

Figura 3.6 Ripartizione per regione delle filiali di Banca Antonveneta al 31 dicembre 2006.

PIEMONTE	42
VALLE D'AOSTA	1
LIGURIA	12
LOMBARDIA	109
VENETO	289
FRIULI - VENEZIA GIULIA	66
TRENTINO - ALTO ADIGE	2
EMILIA ROMAGNA	98
MARCHE	34
TOSCANA	21
UMBRIA	1
LAZIO	87
ABRUZZO	7
MOLISE	2
CAMPANIA	26
PUGLIA	71
BASILICATA	2
CALABRIA	28
SICILIA	95
Totale Rete italiana	993
Rete estera	1
TOTALE	994

Fonte: Antonveneta, *Relazioni e Bilancio. XI Esercizio. 2006*, p. 233.

Proseguendo nell'analisi viene di seguito riportata una tabella (*figura 3.7*) simile a quella vista per Monte dei Paschi, utile ad avere una visione d'insieme sull'andamento dell'istituto oggetto d'analisi. L'unica premessa necessaria fa riferimento alla grande differenza riscontrabile tra il 2007 e il 2008 (in particolare nel 2008 è stato possibile reperire solo il bilancio relativo al primo semestre) i cui valori riportati subiscono enormi variazioni in senso negativo. Ricordando che i dati fanno riferimento ai bilanci individuali di Antonveneta, questo fatto si spiega poiché i prospetti successivi al 2007 hanno ad oggetto una società che giuridicamente risulta nuova, denominata 'Nuova Banca Antonveneta S.p.A.', e rimasta praticamente inattiva per l'intero 2008. Come si vedrà meglio in seguito, la nuova banca, completamente controllata dall'istituto senese, diverrà operativa il 1° gennaio 2009, comprendendo principalmente gli sportelli del Triveneto[133].

[133] Si veda a tal proposito Banca Antonveneta, *Bilancio di esercizio periodo dal 23/04/2008 al 31/12/2008*, "*Relazione del collegio sindacale all'assemblea degli azionisti convocata per l'approvazione del bilancio della Banca Antonveneta spa (già Nuova Banca Antonveneta spa chiuso al 31 dicembre 2008, redatta ai sensi dell'articolo 2429, comma 2 del codice civile*", p. 28.

Figura 3.7 Andamento delle maggiori voci di Conto Economico di Banca Antonveneta nel periodo 2001-2011.

Anno	Voci	a) margine di interesse	margine di interesse/ impieghi alla clientela	b) altri ricavi netti	di cui:		c) margine di interme-diazione (a+b)	Per memoria: Attività totali	d)Spese ammi nistr.	di cui:		e)Risultato lordo di gestio-ne (c-d)
					Risultato netto negoziazio-ne	Commis-sioni nette				Perso-nale	altre spese	
2001	**valori assoluti**	**1.033**	**4,08%**	**990**	**(n.p.)**	**462**	**2.023**	**38.121**	**958**	**598**	**360**	**1.065**
	% su Marg. Intermed.	51,06%		48,94%	(n.p.)	22,84%	100,00%					
	% su tot. Attività	2,71%		2,60%	(n.p.)	1,21%	5,31%					
2005	**valori assoluti**	**1.134**	**4,00%**	**434**	**36**	**462**	**1.568**	**39.138**	**1.165**	**710**	**455**	**403**
	% su Marg. Intermed.	72,32%		27,68%	2,30%	29,46%	100,00%					
	% su tot. Attività	2,90%		1,11%	0,09%	1,18%	4,01%					
2006	**valori assoluti**	**1.044**	**3,48%**	**621**	**60**	**417**	**1.665**	**42.938**	**1.061**	**580**	**481**	**604**
	% su Marg. Intermed.	62,70%		37,30%	3,60%	25,05%	100,00%					
	% su tot. Attività	2,43%		1,45%	0,14%	0,97%	3,88%					
2007	**valori assoluti**	**1.058**	**3,46%**	**542**	**36**	**412**	**1.600**	**44.621**	**1.191**	**691**	**500**	**409**
	% su Marg. Intermed.	66,13%		33,88%	2,25%	25,75%	100,00%					
	% su tot. Attività	2,37%		1,21%	0,08%	0,92%	3,59%					

Anno	Voci	a) margine di interesse	margine di interesse/ impieghi alla clientela	b) altri ricavi netti	di cui:		c) margine di interme-diazione (a+b)	Per memoria: Attività totali	d)Spese ammi nistr.	di cui:		e)Risultato lordo di gestio-ne (c-d)
					Risultato netto negoziazio-ne	Commis -sioni nette				Perso-nale	altre spese	
2008 (al 30/6)	**valori assoluti**	**550**	**1,74%**	**230**	**-**	**237**	**780**	**42.680**	**577**	**344**	**233**	**203**
	% su Marg. Intermed.	70,51%		29,49%	-	-	100,00%					
	% su tot. Attività	1,29%		0,54%	-	-	1,83%					
2009	**valori assoluti**	**370**	**2,85%**	**174**	**2**	**173**	**544**	**16.721**	**353**	**210**	**143**	**191**
	% su Marg. Intermed.	68,01%		31,99%	0,37%	31,80%	100,00%					
	% su tot. Attività	2,21%		1,04%	0,01%	1,03%	3,25%					
2010	**valori assoluti**	**309**	**2,27%**	**196**	**3**	**193**	**505**	**20.671**	**332**	**203**	**129**	**163**
	% su Marg. Intermed.	61,19%		38,81%	0,59%	38,22%	100,00%					
	% su tot. Attività	1,49%		0,95%	0,01%	0,93%	2,44%					
2011	**valori assoluti**	**349**	**2,56%**	**178**	**3**	**183**	**527**	**18.016**	**307**	**198**	**109**	**220**
	% su Marg. Intermed.	66,22%		33,78%	0,57%	34,72%	100,00%					
	% su tot. Attività	1,94%		0,99%	0,02%	1,02%	2,93%					

Fonte: nostra elaborazione da dati Banca Antonveneta, *Bilancio individuale*, annate varie.

Nota: i valori sono espressi in milioni di euro.

A questo punto è possibile focalizzare la nostra attenzione sull'andamento dei margini riportati che rivelano una realtà molto differente dalla *bidder*. Se, infatti, non è possibile affermare si tratti di una società in declino, d'altra parte il margine di interesse in diminuzione nel 2006 rispetto al 2005 (-7,94%) e praticamente stabile dal 2006 al 2007 (+1,34%) non fanno ben sperare, così come i margini di intermediazione in discesa a partire dal 2007 con una variazione del -3,9% nello stesso anno. Sicuramente i passaggi di mano che caratterizzarono l'istituto nel periodo considerato non aiutarono, creando un clima di incertezza e instabilità a livello di *governance* che non consentì sempre di portare a termine i Piani Industriali e perseguire gli obiettivi fissati; a questo fattore si possono aggiungere oltretutto i primi sintomi della crisi che del 2008.

Passando ora alla strategia che ha caratterizzato l'istituto negli ultimi anni, il triennio 2004-2006 si caratterizzò per la ricerca di maggior equilibrio innanzitutto dal punto di vista economico e finanziario, perseguito attraverso il miglioramento della gestione creditizia e dei sistemi di controllo, ma anche per mezzo del potenziamento della struttura patrimoniale. Un altro aspetto importante fu il potenziamento del *core business* rappresentato dall'attività di *commercial banking*[134] e ottenuto mediante "*un miglioramento di redditività attraverso una maggiore efficienza e qualità del servizio, anche grazie alla riorganizzazione dei modelli operativi e di sviluppo*[135]". In particolare per il perseguimento di quest'ultimo obiettivo il tentativo fu*, in primis*, quello di offrire prodotti e servizi maggiormente personalizzati in relazione al segmento di clientela servito, *in secundis* venne ricercato il potenziamento del potere competitivo puntando sul forte radicamento territoriale e sulla sua espansione. Si è già avuto modo di affermare che tali propositi, e in particolar modo quelli di carattere quantitativo-monetario, non furono sempre raggiunti, tuttavia gli indirizzi di massima saranno presi come punto di riferimento per il piano successivo.

---

[134] Il Piano Industriale 2004-2006 prevedeva inoltre, a livello di gruppo, il potenziamento delle attività di *"banca d'affari"* e *"private banking"* presidiate rispettivamente da Interbanca e AAA Bank. Si veda a tal proposito Banca Antonveneta, *Relazioni e Bilancio. VIII Esercizio. 2003*, 30 marzo 2004, p.16.

[135] Si veda a tal proposito Banca Antonveneta, *Relazioni e Bilancio. VIII Esercizio. 2003*, 30 marzo 2004, p. 16.

Passata nell'aprile del 2006 in mani olandesi, fu ABN AMRO, a redigere per la banca neo acquisita il Piano Industriale 2007-2008 che prevedeva innanzitutto la creazione di una struttura divisionale avente tre unità principali: *consumer, commercial* e *private*. L'obiettivo chiaramente esplicitato era quello di ricreare il modello utilizzato nel gruppo ABN, modificato e rivisto per adattarlo al meglio al mercato italiano. Grande attenzione venne data alla clientela, in particolare a famiglie e PMI, e al legame tra i vari business al fine di offrire combinazioni di servizi e prodotti più adatti ai clienti. Lo sviluppo dal punto di vista commerciale del *cross-selling*, di un'offerta orientata maggiormente ai derivati *corporate* e attività di M&A, oltre alle possibilità offerte dall'appartenenza al nuovo gruppo avrebbe dovuto consentire di soddisfare in maniera più ampia anche un segmento così particolare come quello delle imprese, a tutti i livelli dimensionali. Sempre in un'ottica di maggiore specializzazione rispetto alla domanda esistente e futura nasce la volontà di creare una divisione *Private*, affidata ad Antonveneta (fino al 2006 invece tale area era presidiata da AAA Bank), essa avrebbe dovuto avere come punto di forza il forte "*radicamento della Banca Antonveneta nelle cinque regioni italiane ove più alto è il reddito pro-capite*[136]*"*. Il Piano prevedeva un potenziamento della rete attraverso la creazione di strutture apposite, create a supporto degli sportelli esistenti, in totale i ricavi stimati per il 2008 inerenti a tale comparto ammontano a 54 milioni di euro[137]. Il piano elaborato aveva, inoltre, risvolti dal lato della razionalizzazione delle risorse umane, esso si collocava come naturale prosecuzione di un processo già avviato dalla banca stessa che aveva portato nel 2006 a ridurre di 307 unità il numero di dipendenti rispetto al 2005 (584 sono state le uscite totali, di cui 277 coperte da assunzioni mirate)[138].
Soffermandoci infine sulla rischiosità percepita dalle principali agenzie di *rating*, esse all'inizio del 2006 sembravano aver migliorato le loro sensazioni nei confronti della banca padovana aumentando il *rating* di lungo termine (A1 per

[136] Si veda Banca Antonveneta, *Relazioni e Bilancio. XI Esercizio. 2006*, p.19.
[137] Tali dati sono riportati in Banca Antonveneta, *Relazioni e Bilancio. XI Esercizio. 2006*, p. 20.
[138] Si veda a tal proposito Banca Antonveneta, *Relazioni e Bilancio. XI Esercizio. 2006*, p. 234.

Modddy's, A+ per Fitch) e quello di breve ("Prime-1" per Moody's, "F1" per Fitch) e confermando giudizi positivi anche per i periodi avvenire.

3.4.2 L'analisi di alcuni parametri

Sempre allo scopo di valutare le logiche strategiche sottese all'operazione e comprendere meglio quali avrebbero dovuto essere le sinergie potenzialmente ottenibili, si è pensato fosse utile esaminare alcuni parametri significativi relativi ad una fase precedente all'acquisizione. Si è provveduto a calcolare tali indicatori, suddivisi in *figura 3.8* per variabile analizzata, avvalendosi dei dati relativi agli ultimi tre esercizi precedenti l'acquisizione (2004, 2005, 2006); i valori riportati fanno riferimento ai dati medi dei periodi considerati. Si tratta evidentemente di valori indicativi, tuttavia possono offrire un'idea globale della situazione dei due istituti, utile a comprendere affinità e divergenze e, in un secondo momento, la performance post-acquisizione.

Figura 3.8 Alcuni parametri nel pre-acquisizione (valori medi 2004-2005-2006).

Variabile	Parametro	Valori medi ANTONVENETA	Valori medi MPS
Performance	margine interesse/totale attivi	0,029	0,013
	ricavi netti da servizi/totale attivi	0,014	0,009
	utile/patrimonio netto (ROE)	0,063	0,080
Efficienza	costi operativi/ totale attivi	0,028	0,019
	numero Dipendenti	9.699	12.444
	numero Filiali	990	1.167
	numero Dipendenti/filiali	10	11
Patrimonializzazione	coefficiente di solvibilità	0,121	0,146
Esposizione al rischio	sofferenze/impieghi a clientela	0,038	0,016
Struttura attivo	marg. Interesse/marg. Intermediazione	0,652	0,473
	ricavi netti da servizi/marg. Interm.	0,319	0,323

Fonte: nostra elaborazione su dati Banca Monte dei Paschi di Siena, *Bilancio individuale*, annate varie; Banca Antonveneta, *Bilancio individuale*, annate varie.

Partendo dai primi due indicatori di performance (margine di interesse/totale attivi e ricavi netti da servizi/totale attivi), essi illustrano una situazione in cui Antonveneta sembra ottenere risultati migliori rispetto MPS. In entrambe le società la componente di ricavo derivante dall'intermediazione creditizia tradizionale occupa una posizione superiore, pur non mancando anche quella relativa ai servizi. Considerando, invece, il ROE medio, esso sembra premiare maggiormente il Monte. Tale risultato, apparentemente discordante, può trovare una spiegazione innanzitutto in un minor livello di efficienza della banca veneta: se si osserva il peso dei costi operativi (si sono considerati i costi del personale e amministrativi) sul totale delle attività, esso risulta superiore nella banca padovana, pur non attestandosi su livelli drammatici; qui potrebbe per esempio essere ricercato uno dei possibili sviluppi che un processo volto al miglioramento dell'efficienza e una maggiore razionalizzazione potrebbero offrire. Se si osserva poi il numero di dipendenti, sebbene il rapporto dipendenti/filiali sia simile, può essere fatta un'ulteriore considerazione: una parte, seppur minima, della forza lavoro considerata è impiegata nell'amministrazione centrale, pertanto, trattandosi di istituti di diversa entità, il numero di dipendenti di Antonveneta potrebbe essere, in effetti, piuttosto elevato in rapporto alle dimensioni della banca. Tale fatto non rappresenta, tuttavia, un'anomalia se si pensa che, soprattutto in aziende di questo tipo, esistono delle soglie minime che consentono di ottenere riduzioni considerevoli anche dei costi riguardanti il personale. Pertanto, anche in questo senso potrebbe essere declinato il perseguimento di maggiori livelli di efficienza, sia grazie al raggiungimento della soglia suddetta, sia attraverso l'eliminazione di costi che sarebbero altrimenti duplicati. Un'altra spiegazione ai risultati di performance discordanti potrebbe essere offerta dall'indicatore attinente all'esposizione al rischio, infatti, se si analizzano le sofferenze sugli impieghi, è possibile notare come Antonveneta sia, rispetto a MPS, più carente, tale evidenza potrebbe essere in grado di intaccare sensibilmente la redditività aziendale.

Anche quest'aspetto non dev'essere inteso come un limite, ma come un'ulteriore possibilità di miglioramento[139].

L'analisi del coefficiente di solvibilità, individuato dal rapporto tra il patrimonio di vigilanza e le attività ponderate per il rischio, mostra una situazione più solida nella banca toscana, tuttavia entrambi gli indicatori si attestano su valori maggiori rispetto a quanto previsto dalla normativa in merito[140], confermando una situazione patrimoniale buona.

Infine, osservando la composizione dell'attivo e ribadendo quanto inizialmente affermato, è visibile il ruolo rilevante rappresentato dal reddito da interessi, tuttavia questo sembra pesare in misura maggiore in banca Antonveneta (65% contro il 31% dei ricavi da servizi) rispetto a Monte dei Paschi, dove il livello di margine di interesse sul margine di intermediazione non raggiunge valori estremamente lontani dal rapporto tra ricavi da servizi e margine di intermediazione e dove, anzi, è presente un'ulteriore quota destinata alla componente relativa ad altri ricavi netti (prevalentemente gestione finanziaria vera e propria).

3.4.3 I momenti salienti[141]

APRILE 2006: Banca Antonveneta viene acquisita dal Gruppo olandese ABN AMRO mediante un Offerta di Pubblico Acquisto totalitaria a 26,5 euro per azione (il valore teorico dell'intero capitale sarebbe quindi stato di 7,2 miliardi, ma l'esborso effettivo per l'acquisizione dell'87,324% fu di 6,3 miliardi

[139] Cfr. studio G. Chionsini, A. Foglia, P.M. Reedtz, "*Bank Mergers, Diversification And Risk",* in Banca d'Italia Banking and Financial Supervision 1, 2003.

[140] Il coefficiente di solvibilità secondo quanto prescritto da Basilea II non doveva essere inferiore all'8%. Si veda a tal proposito Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, "*Convergenza internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali*", giugno 2006, p. 12.

[141] La ricostruzione delle varie tappe è avvenuta tramite i comunicati stampa reperibili sul sito istituzionale (www.mps.it) di Banca Monte dei Paschi di Siena alla sezione *Investor Relations- Comunicati stampa*, notizie reperibili su quotidiani e sul web.

con il perfezionamento dell'operazione ABN viene a detenere una partecipazione del 69,285%)[142].

OTTOBRE 2007: L'acquisizione di ABN AMRO e il suo conseguente smembramento da parte del consorzio formato da Royal Bank of Scotland - Banco Santander - Fortis fa ricadere Antonveneta in mani spagnole. In tale occasione Antonveneta insieme ad Interbanca venne valutata 6,6 miliardi di euro[143]. ABN venne in pratica acquisita per essere smembrata, si trattava, infatti, di un *competitor* del Consorzio. Fu così che due importanti banche divenute parte del gruppo, ma estere, tornano in mano ai paesi d'origine: LaSalle Bank che tornò in mani statunitensi e Antonveneta appunto.

8 NOVEMBRE 2007: Annuncio dell'accordo tra Banco Santander e Banca Monte dei Paschi per la cessione di Antonveneta (Interbanca esclusa) per 9.000 milioni di euro[144].

18 MARZO 2008: Approvazione dell'operazione da parte di Banca d'Italia.

30 MAGGIO 2008: Acquirente e cedente dichiarano concluse mediante un comunicato stampa le operazioni di vendita di Banca Antonveneta, lo stesso giorno un altro comunicato sottolineò il grande successo dell'aumento di capitale del Monte, necessario per acquisire Antonveneta, conclusosi con la sottoscrizione totale delle azioni ordinarie offerte (si trattò di un totale di 2.740.485.580 azioni ordinarie, per un controvalore complessivo di 4.110.728.370 euro)[145].

---

[142] Cfr. "Documento di Offerta Pubblica di Acquisto Obbligatoria avente ad oggetto azioni ordinarie Banca Antoniana Popolare Veneta S.p.A. offerente ABN AMRO Bank N.V.", febbraio 2006; "*Abn, offerta da 6,3 miliardi per Antonveneta*", in Panorama.it, 30 marzo 2005.

[143] Cfr. M. Calcaterra, "*Banco Santander: abbiamo chiuso con gli investimenti in Italia*", in Il Sole 24 Ore.com, 8 novembre 2007.

[144] Si veda Banca Monte dei Paschi di Siena, *Bilancio al 31 dicembre 2006*, p. 156.

[145] Si veda il comunicato stampa del 30 maggio 2008, "*Banco Santander perfeziona la vendita di Antonveneta a Banca Monte dei Paschi di Siena*".

22 DICEMBRE 2008[146]: L'operazione venne perfezionata con atto notarile tra Banca Monte dei Paschi e Banca Antonveneta, si giunse così alla creazione della 'Nuova Banca Antonveneta'.

1 GENNAIO 2009: 'Nuova Banca Antonveneta' diventa operativa a tutti gli effetti assumendo l'attuale configurazione di Banca territoriale per il Triveneto. Con ben 403 sportelli, centri per le PMI, centri *private* e centro enti, essa pur essendo interamente controllata da BMPS, continuerà a mantenere il *brand* storio per garantire un carattere di continuità sia con la clientela che col territorio; non sarà quotata, infine, in linea anche con i piani strategici precedentemente attuati, continuerà a perseguire l'obiettivo di sostegno alle esigenze del cliente, personalizzazione dei prodotti e servizi offerti, supporto alla crescita del nord-est.

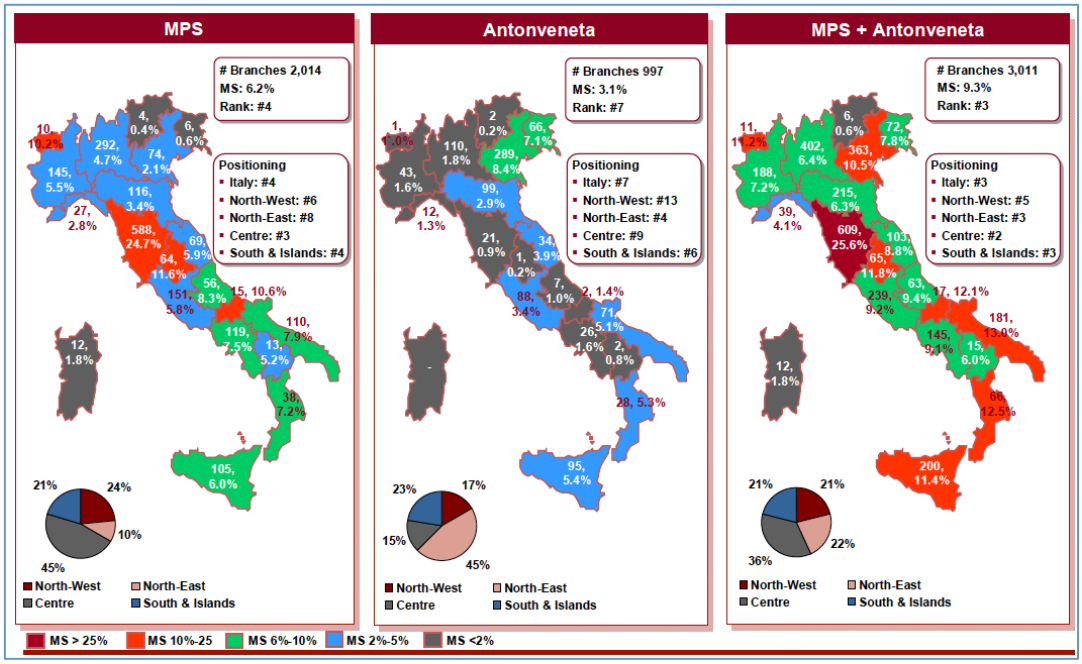
3.5 Caratteristiche, dinamiche, sinergie ottenibili

Si è avuto modo di delineare brevemente le diverse tappe che portarono al raggiungimento dell'accordo, in particolare il percorso che ha visto coinvolti *bidder* e *target* e durato probabilmente ben oltre i sei mesi, fu solo preliminare alla predisposizione di un progetto, da parte della banca senese, che aveva come fine quello di fare di Antonveneta una sorta di 'quartier generale' a presidio del Triveneto. Ai fini dell'analisi che seguirà, ciò che qui è opportuno sottolineare inerisce i presupposti, le finalità, le sinergie che l'acquirente valutò nel momento in cui l'operazione venne presa in considerazione, analizzata, intrapresa e conclusa.

[146] In tale data venne stipulato l'"*Atto di fusione per incorporazione della società 'Banca Antonveneta S.p.a.' nella società 'Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.a.",* contestualmente avvenne il conferimento del ramo d'azienda composto da 400 sportelli (valore complessivo di 3.200 milioni) in favore della banca di nuova costituzione denominata 'Nuova Banca Antonveneta', la quale per operare tale conferimento fu costretta ad un aumento di capitale per 3.200 milioni di euro.

È proprio nell'ottica di implementazione del Piano industriale 2006-2009 delineato dal management di MPS e del successivo Piano 2008-2011, che si colloca l'acquisizione di Antonveneta, la quale risulta chiara espressione della volontà di potenziamento della rete distributiva con particolare attenzione al nord-est Italia (*figura 3.9*). Con i suoi quasi 400 sportelli solo in Triveneto la nuova acquisita poteva offrire al Monte un presidio in territori tradizionalmente poco controllati. Si trattò, oltretutto, di un'acquisizione strategica dal punto di vista dello specifico business presidiato, in quanto acquisendo la banca veneta (Interbanca esclusa) l'obiettivo parve quello di voler implementare un'attività in cui la banca senese era tradizionalmente performante e specializzata, ovvero il *retail banking*; la *target* dal canto suo faceva del *commercial banking*, specializzato nel *retail*, il suo *core business*, pertanto un'integrazione simile sembrò, almeno potenzialmente, un buon connubio.

Figura 3.9 Rafforzamento della rete distributiva stimato tramite l'acquisizione di Antonveneta.



Fonte: Gruppo MPS, Presentazione "*A Successful Story Enhanced by the Acquisition of Antonveneta*", 12 novembre 2007, p. 18. Nota: i dati relativi ad Antonveneta escludono Interbanca.

Ecco quanto riportato a proposito dell'operazione da Banca d'Italia: "*L'operazione, di recente autorizzata, consente una significativa crescita della rete*

di sportelli e della quota di mercato del gruppo, che si attesterebbe all'8,3 per cento del totale attivo, rafforzandone il ruolo di terzo polo bancario in Italia"[147]. L'obiettivo dichiarato fu dunque il consolidamento e sviluppo del mercato domestico. In una presentazione rivolta alla comunità finanziaria[148] vengono illustrate in modo dettagliato le caratteristiche e le sinergie che il *deal* avrebbe dovuto generare. L'acquisizione avrebbe consentito, come detto, l'affermazione di BMPS quale terza banca in Italia, rendendola così competitiva anche a livello europeo, nonché portando la sua quota di mercato relativamente ai prestiti dal 6 al 9%. Finalità primariamente perseguita atteneva al potenziamento del segmento *retail* nel nord Italia, gli obiettivi prefissati, relativamente alla quota di mercato, erano i seguenti:

- 6,4% in Lombardia;
- 6,3% in Emilia Romagna;
- 10,5% in Veneto;

mentre la quota complessiva nel settentrione nel settembre 2005 giungeva appena al 3,6%.

Nel complesso l'integrazione presentata avrebbe apportato, a detta del management, incrementi di circa il 30% nei maggiori indicatori di carattere finanziario. Sulla base delle stime preliminari furono individuate sinergie minime totali per ben 360 milioni di euro lordi:

- di cui 220 milioni relativi a risparmi di costo ottenibili entro il 2009, secondo le stime effettuate, e corrispondenti al 25% dei costi di Antonveneta (esercizio 2007).
- I restanti 140 milioni sarebbero derivati da aumenti di ricavo equivalenti al 6% dei ricavi di Antonveneta (esercizio 2007), raggiungibili entro il 2010.
- Sinergie aggiuntive, ma di difficile stima *ex-ante*, avrebbero fatto riferimento alla possibilità di dare nuovo slancio all'attività di Antonveneta, sotto tono negli ultimi esercizi.

---

[147] Banca d'Italia, *Relazione Annuale 2007*, Roma, 31 maggio 2008, p. 260.

[148] Gruppo MPS, "*A Successful Story Enhanced by the Acquisition of Antonveneta*", 12 novembre 2007.

D'altra parte sono da considerarsi i costi di integrazione stimabili intorno ai 200 milioni lordi e pari quindi a circa il 90% delle sinergie di costo ottenibili.
Oltre a quanto sopra esposto si prospettavano sviluppi positivi anche in merito agli utili per azione previsti per il 2009 e alla solidità del capitale. Quest'ultimo aspetto trova ulteriori approfondimenti nelle previsioni di Banca Monte dei Paschi in relazione agli obiettivi imposti per il *Tier 1* e *Core Tier 1 Ratio*, quest'ultimo secondo Basilea II[149] fino al 2010 doveva essere almeno pari al 4% (l'obiettivo è quello di portarlo entro il 2018 al 6%), MPS al 2007 aveva un *Core Tier 1* pari al 6,2% e l'obiettivo era quello di arrivare, nel 2009, a circa il 7%. Tutto ciò dovrebbe essere alquanto indicativo di una volontà di miglioramento patrimoniale resa possibile tramite la nuova concentrazione.
Il paragrafo ha consentito di realizzare un quadro preliminare delle sinergie attese, frutto dell'integrazione tra Monte dei Paschi e Antonveneta e stimate dall'acquirente stessa. Il successivo sforzo sarà quello di comprendere, nei limiti delle informazioni disponibili, se effettivamente tali stime fossero verosimili e in linea con il prezzo effettivamente attribuito, i dati illustrati costituiranno gli input necessari all'applicazione del *modello di stratificazione del valore*.

3.6 L'applicazione del *modello di stratificazione del valore*[150]

Individuati i *player* coinvolti, le loro caratteristiche e peculiarità, le finalità e le prospettive con cui il *deal* fu pensato e le potenzialità dallo stesso offerte, sarà possibile procedere con l'analisi dell'acquisizione alla luce del *modello di stratificazione del valore* elaborato da Massari e Zanetti. Si tratta di un approccio

[149] Nel panorama degli Accordi di Basilea (si veda nota n. 56), Basilea II si colloca come un passo successivo nell'uniformare i criteri base applicati alle banche, siglato nel 2004 e attuato a partire dal 2007, l'accordo prevede per tutti gli istituti di credito l'adozione di requisiti patrimoniali minimi più aspri rispetto al precedente accordo e più prudenti in quanto venne considerato anche il rischio operativo oltre che quelli di credito e di mercato (adozione di *rating* interni da parte delle singole banche, innalzamento del *Core Tier 1*). Tale accordo prevedeva quindi un maggiore controllo da parte delle banche centrali oltre alla ricerca di una maggiore trasparenza verso l'esterno. Per approfondimenti si veda A. Carretta, P. Schwizer, *Le fusioni in banca. Gestire l'integrazione per creare valore*, Bancaria editrice, Roma, 2008, "Riquadro 4", pp. 176-177; si veda inoltre la voce "*Tier 1*" in www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/tier-capitale-banche164.htm.

[150] Per la redazione dello schema teorico di base del paragrafo seguente ci si è avvalsi di M. Massari, *Finanza aziendale. Valutazione*, McGraw-Hill, Milano, 1998, capitolo 5.

asset side, che considera cioè i flussi di cassa operativi al netto delle imposte (FCFO), questi, una volta attualizzati al tasso opportuno, daranno luogo al valore dell'impresa non indebitata (*unlevered*). L'ipotesi forte sottostante è che tale valore sia generato da una proiezione perpetua del flusso così individuato, la formula utilizzata è, infatti, quella tipica della rendita perpetua. Un'altra precisazione necessaria inerisce all'utilizzo della tecnica dell'*Adjusted Present Value* che consente di ottenere il valore dell'impresa *levered* sommando il valore *unlevered* individuato al valore derivante dalla deducibilità degli interessi passivi $\left(\frac{K_d \times D \times t_c}{K_d}\right)$; tale approccio ha il pregio di consentire una distinta considerazione dei benefici fiscali degli interessi passivi e del valore derivante dalla valorizzazione *unlevered* dell'impresa.

Il punto di partenza è costituito dunque dall'individuazione dei cosiddetti FCFO, partendo dai bilanci relativi agli esercizi 2004, 2005, 2006, in particolare l'anno preso come riferimento per la valutazione è stato il 2006[151], si è provveduto a riclassificare i prospetti in maniera funzionale all'obiettivo dell'analisi, evidenziando le tre aree di business tipiche della società in questione (e degli istituti di credito in genere): intermediazione creditizia tradizionale, servizi alla clientela, gestione finanziaria (*figura 3.10*). È stato in questo modo possibile individuare le tre tipologie di capitale circolante commerciale – ciascuna per ogni area d'interesse – che hanno concorso in misura differente alla variazione complessiva di circolante, l'individuazione delle immobilizzazioni operative nette (partecipazioni strategiche escluse), poi, ha consentito di valutare l'entità delle variazioni subite dal capitale immobilizzato, conseguentemente l'isolamento

[151] Si è scelto il 2006 quale esercizio di riferimento in quanto l'accordo pattuito tra Monte dei Paschi e ABN AMRO (in realtà infatti la negoziazione avvenne tra questi due istituti non essendo ancora stata effettivamente acquisita la banca padovana da parte di Santander, si veda il "Documento Informativo relativo all'acquisizione di parte di Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A. dell'intero capitale sociale di Banca Antonveneta S.p.A.", Siena 16 giugno 2008, p. 10) venne stipulato già a novembre 2007, è presumibile dunque pensare che una stima del valore fosse stata fatta precedentemente, alla luce dei dati di bilancio aggiornati al 31 dicembre 2006.

delle partecipazioni e del patrimonio netto, ha permesso di individuare le voci di attivo e passivo afferenti alla 'Posizione finanziaria netta'[152] (*figura 3.11*).

Figura 3.10 Prospetto di Stato Patrimoniale riclassificato di Banca Antonveneta.

Attivo	2006	2005	2004
Crediti verso clienti	29.990.381.919	28.319.274.658	27.312.597.118
Altre attività	1.464.638.256	1.313.702.964	1.737.102.949
ATTIVITA' COMMERCIALI CORRENTI 1	**31.455.020.175**	**29.632.977.622**	**29.049.700.067**
Attività finanziarie detenute per la negoziazione	694.476.625	243.917.536	537.809.094
Attività finanziarie disponibili per la vendita	474.314.668	527.413.097	410.522.621
ATTIVITA' COMMERCIALI CORRENTI 2	**1.168.791.293**	**771.330.633**	**948.331.715**
Attività finanziarie valutate al *fair value*	363.061.029	356.197.141	564.641.837
Attività detenute sino a scadenza	-	-	-
ATTIVITA' COMMERCIALI CORRENTI 3	**363.061.029**	**356.197.141**	**564.641.837**
Attività materiali	127.431.318	135.655.272	152.816.882
Attività immateriali	790.699.030	792.479.283	798.790.366
IMMOBILIZZAZIONI OPERATIVE NETTE	**918.130.348**	**928.134.555**	**951.607.248**
Partecipazioni	1.474.426.428	1.689.621.448	1.667.861.546
PARTECIPAZIONI "STRATEGICHE"	*1.474.426.428*	*1.689.621.448*	*1.667.861.546*
Cassa e disponibilità liquide	310.663.007	294.634.217	236.556.152
ATTIVITA' LIQUIDE	**310.663.007**	**294.634.217**	**236.556.152**
Adeguamento di valore delle attività finanziarie oggetto di copertura generica	-	-	-
Attività non correnti e gruppi di attività in via di dismissione	27.441.540	-	86.834.823
ATTIVITA' NON STRUMENTALI	**27.441.540**	**-**	**86.834.823**
Derivati di copertura	66.187.084	87.681.703	-
Crediti verso banche	6.407.196.391	4.710.152.595	3.315.968.678
Attività fiscali	747.453.308	667.621.336	513.849.916
TOTALE ATTIVO	**41.463.944.175**	**37.448.729.802**	**35.667.490.436**

Passivo	2006	2005	2004
Debiti verso clientela	19.540.086.853	19.792.280.063	18.744.529.162
Trattamento di fine rapporto del personale	281.063.188	294.449.246	302.340.645
Fondi per rischi e oneri:	271.231.044	350.571.582	269.982.187
Altre passività	1.303.645.401	1.160.862.435	1.145.616.857
PASSIVITA' COMMERCIALI CORRENTI 1	**21.396.026.486**	**21.598.163.326**	**20.462.468.851**

[152] La 'posizione finanziaria netta', nota anche come 'indebitamento finanziario netto' (*D*), verrà in seguito utilizzata per la valorizzazione dello scudo fiscale.

Passività finanziarie di negoziazione	177.652.311	67.623.435	-
PASSIVITA' COMMERCIALI CORRENTI 2	**177.652.311**	**67.623.435**	**-**
Debiti verso banche	10.719.308.975	5.829.730.654	3.021.450.500
Titoli in circolazione	6.750.979.407	8.125.383.591	10.455.670.830
Derivati di copertura	17.850.149	12.524.795	-
Passività fiscali	258.258.038	221.081.440	212.521.084
Riserve da valutazione	117.045.463	75.861.362	3.394.886
Strumenti di capitale	8.551.329	8.551.329	-
Riserve	85.012.787	-31.150.900	168.619.121
Sovrapprezzi di emissione	2.188.152.036	2.188.152.035	1.827.506.954
Capitale	926.266.497	926.266.497	864.791.313
Utile (Perdita) d'esercizio (+/-)	293.267.125	116.163.686	318.928.443
TOTALE PASSIVO E PATRIMONIO NETTO	**42.938.370.603**	**39.138.351.250**	**37.335.351.982**

Fonte: nostra elaborazione da dati Banca Antonveneta, *Bilancio individuale*, annate varie.

Figura 3.11 Prospetto di Stato Patrimoniale riclassificato di Banca Antonveneta.

	2006	2005	2004
ATTIVITA' COMMERCIALI CORRENTI 1	31.455.020.175	29.632.977.622	29.049.700.067
ATTIVITA' COMMERCIALI CORRENTI 2	1.168.791.293	771.330.633	948.331.715
ATTIVITA' COMMERCIALI CORRENTI 3	363.061.029	356.197.141	564.641.837
ATTIVITA' COMMERCIALI CORRENTI	**32.986.872.497**	**30.760.505.396**	**30.562.673.619**
PASSIVITA' COMMERCIALI CORRENTI 1	21.396.026.486	21.598.163.326	20.462.468.851
PASSIVITA' COMMERCIALI CORRENTI 2	177.652.311	67.623.435	-
PASSIVITA' COMMERCIALI CORRENTI	**21.573.678.797**	**21.665.786.761**	**20.462.468.851**
CAPITALE CIRCOLANTE COMMERCIALE	**11.413.193.700**	**9.094.718.635**	**10.100.204.768**
IMMOBILIZZAZIONI OPERATIVE NETTE	918.130.348	928.134.555	951.607.248
CAPITALE IMMOBILIZZATO OPERATIVO	**918.130.348**	**928.134.555**	**951.607.248**
CAPITALE INVESTITO NETTO OPERATIVO	**12.331.324.048**	**10.022.853.190**	**11.051.812.016**
PARTECIPAZIONI "STRATEGICHE"	1.474.426.428	1.689.621.448	1.667.861.546
ATTIVITA' NON STRUMENTALI	27.441.540	-	86.834.823
CAPITALE INVESTITO NETTO COMPLESSIVO	**13.833.192.016**	**11.712.474.638**	**12.806.508.385**
COPERTURE:			
POSIZIONE FINANZIARIA NETTA	10.214.896.779	8.428.630.629	9.623.267.668
PATRIMONIO NETTO	3.618.295.237	3.283.844.009	3.183.240.717
TOTALE COPERTURE FINANZIARIE	**13.833.192.016**	**11.712.474.638**	**12.806.508.385**

Fonte: nostra elaborazione da dati Banca Antonveneta, *Bilancio individuale*, annate varie.

Coerentemente una logica simile è stata adottata per il Conto Economico: si sono suddivisi i ricavi nei tre segmenti individuati, a questi sono stati sottratti costi monetari e accantonamenti per l'individuazione del Margine Operativo Lordo (utile ai fini dell'individuazione dei flussi relativi), sottraendo a questo le quote di ammortamento accantonate si è giunti al Reddito Operativo, infine, sommando gli utili (o sottraendo le perdite) di gestioni accessorie, sottraendo gli oneri finanziari e le imposte di esercizio si è arrivati all'Utile Netto di esercizio. Una precisazione doverosa attiene gli 'oneri finanziari', essi, nei bilanci bancari, sono normalmente ricompresi all'interno della voce 'interessi passivi e oneri assimilati', è stato quindi necessario estrarli da questa e sottrarli al Reddito Operativo perché solo in questo modo sarebbe stato possibile individuare il MOL adeguato per il calcolo dei *Free Cash Flow from Operations* (*figura 3.12*).

Figura 3.12 Prospetto di Conto Economico riclassificato di Banca Antonveneta.

	2006	2005	2004
Ricavi da attività creditizia	1.362.845.887	1.245.188.197	1.321.430.694
Ricavi da servizi	477.712.585	493.472.485	483.444.572
Ricavi da gestione finanziaria	-85.634.276	-317.224.511	-351.812.227
RICAVI NETTI (esclusi oneri finanziari)	1.754.924.196	1.421.436.171	1.453.063.039
COSTO MONETARIO VENDUTO	-1.061.846.820	-1.165.227.974	-1.144.619.915
Accantonamenti netti ai fondi per rischi e oneri	-25.179.812	-46.780.713	-26.057.014
Altri oneri/proventi di gestione	214.482.283	227.864.537	234.404.223
MOL	**882.379.847**	**437.292.021**	**516.790.333**
Ammortamenti su attività materiali	-24.504.179	-30.380.776	-35.688.784
Ammortamenti su attività immateriali	-21.918.492	-32.611.451	-34.869.042
REDDITO OPERATIVO	**835.957.176**	**374.299.794**	**446.232.507**
Utili (Perdite) da partecipazioni	31.553	-4.817.000	-
Utili (Perdite) da cessione investimenti	-271.130	465.501	92.955.022
Oneri finanziari	-318.815.000	-111.177.000	-72.739.000
Utili (Perdite) da gruppi di attività in via di dismissione al netto delle imposte	5.466.738	30.323.177	-
Utile ante imposte	**522.369.337**	**289.094.472**	**466.448.529**
Imposte sul reddito di esercizio	-229.102.212	-172.930.786	-233.116.713
UTILE NETTO	**293.267.125**	**116.163.686**	**233.331.816**

Fonte: nostra elaborazione da dati Banca Antonveneta, *Bilancio individuale*, annate varie.

A questo punto si dispone dei dati di sintesi necessari alla stima dei flussi di cassa di Antonveneta riguardanti l'esercizio 2006 e 2005. L'individuazione dei relativi flussi monetari dell'area operativa è mostrata analiticamente in *figura 3.13*, dove sono riportati i ricavi suddivisi per area di appartenenza, i costi, le variazioni di circolante commerciale e capitale immobilizzato (esso ricomprende le variazioni di immobilizzazioni rettificate delle quote di ammortamento relative e le eventuali plusvalenze o minusvalenze per cessione di investimenti o dismissione di attività). La variazione di circolante, derivante dalla differenza tra il valore individuato nel 2006 e quello relativo al 2005, è stata sottratta al MOL: in tal modo un aumento dei crediti commerciali (o delle immobilizzazioni) andrà a diminuire il flusso finale, viceversa una diminuzione (o un aumento dei debiti commerciali) comporterà un incremento di liquidità in azienda.

Figura 3.13 Prospetto dei flussi di cassa operativi netti di imposte.

Voci	2006	2005	Flussi "a regime"
Ricavi da attività creditizia	1.362.845.887	1.245.188.197	1.362.845.887
Ricavi da servizi	477.712.585	493.472.485	477.712.585
Ricavi da gestione finanziaria	-85.634.276	-317.224.511	-85.634.276
RICAVI NETTI TOTALI (esclusi oneri finanziari)	1.754.924.196	1.421.436.171	1.754.924.196
COSTI MONETARI	-1.061.846.820	-1.165.227.974	-1.061.846.820
Accantonamenti netti ai fondi per rischi e oneri	-25.179.812	-46.780.713	-25.179.812
Altri oneri/proventi di gestione	214.482.283	227.864.537	214.482.283
MOL	**882.379.847**	**437.292.021**	**882.379.847**
Δ CCC 1	**-2.024.179.393**	**552.416.920**	**-**
Δ CCC 2	**-287.431.784**	**244.624.517**	**-**
Δ CCC 3	**-6.863.888**	**208.444.696**	**-**
Flusso monetario della gestione corrente	-1.436.095.218	1.442.778.154	882.379.847
Δ CIMM.	**-31.222.856**	**-8.730.856**	**-46.422.671**
imposte su R.O.	-384.540.301	-172.177.905	-384.540.301
FCFO	**-1.851.858.375**	**1.261.869.393**	**451.416.875**

Fonte: nostra elaborazione da dati Banca Antonveneta, *Bilancio individuale*, annate varie.

Infine, la quota di imposte qui riportata è quella attinente all'area della gestione operativa, calcolata pertanto sul Reddito Operativo precedentemente individuato[153].

Appare evidente come i due flussi così ricostruiti presentino una forte differenza non facilmente inquadrabile: una simile tensione di liquidità potrebbe essere spiegata da una fase di crescita dal momento che i ricavi netti sono aumentati dal 2005 al 2006 e l'incremento è dovuto essenzialmente alla gestione finanziaria. La crescita del MOL è giustificabile, inoltre, dal conseguito miglioramento nei costi previsto dal Piano Industriale 2004-2006; ma ciò che impatta in misura forte è la variazione di circolante: in particolare sono le voci 'crediti verso clienti' e 'attività detenute per la negoziazione' a variare in misura consistente da un anno all'altro e così facendo si ripercuotono sui flussi con l'effetto visibile. Si è ragionevolmente pensato, dunque, che il modello dovesse basarsi su un flusso di cassa operativo netto più stabile e in particolare individuato da una configurazione cosiddetta 'a regime'. L'approccio adottato è stato quindi quello di cristallizzare la situazione di Banca Antonveneta in essere al 31 dicembre 2006 e considerare quello lo stato da cui partire per la valutazione. Per adottare una simile prospettiva si è ipotizzato di:

- mantenere costante il MOL dell'esercizio 2006, eventuali oscillazioni dovute ai rischi connessi all'operatività aziendale, infatti, sono già scontati nel tasso di attualizzazione prescelto;
- porre la variazione di capitale circolante commerciale pari a zero, questo perché l'azienda è in una situazione cosiddetta '*steady state*', non cresce né decresce, ma si perpetua nella condizione attuale;
- in linea con quanto appena affermato, gli investimenti effettuati saranno ipotizzati essere esclusivamente quelli di sostituzione, mentre gli accantonamenti al fondo ammortamento, nell'ipotesi che essi corrispondano effettivamente all'obsolescenza delle immobilizzazioni, continueranno ad essere quelli presenti nell'esercizio considerato;

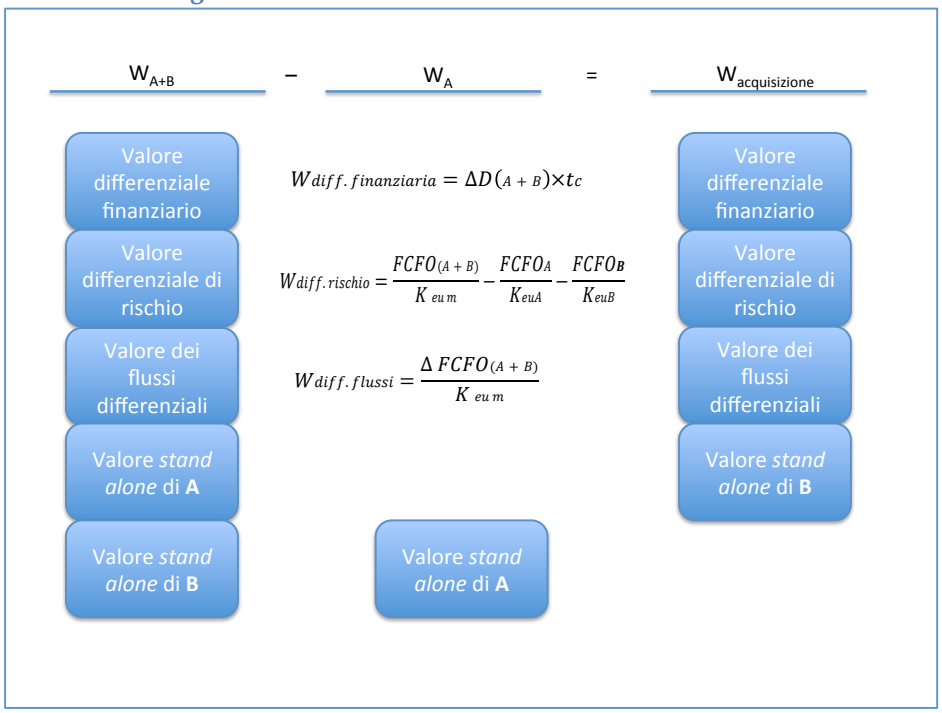
[153] L'aliquota utilizzata in questo caso è un'aliquota media calcolata sulla base degli esercizi precedenti come rapporto tra imposte di esercizio e Risultato ante imposte, essa è pari al 46%.

- le imposte calcolate sul Reddito Operativo, essendo MOL e ammortamenti costanti, saranno esattamente le medesime previste per il 2006;
- essendo la banca in una situazione di stabilità nel tempo, si considera un rapporto di indebitamento, a valori di mercato (*D/E*), costante.

È a partire dall'FCFO così individuato (*figura 3.13*) che sarà possibile sviluppare le successive fasi.

Nel primo capitolo si è avuto modo di esporre il modello e gli *step* necessari per la stima del valore di acquisizione, riproponendo lo schema presente in *figura 3.14* risulta più agevole ripercorrere i passaggi, che, con le dovute cautele e semplificazioni, condurranno verso una stima del valore cercato.

Figura 3.14 Modello di stratificazione del valore.



Fonte: nostra elaborazione da M. Massari, L. Zanetti, op. cit., 2008, p. 376.

Come facilmente individuabile il valore di acquisizione è formato da:

- valore *stand alone* di Antonveneta, ovvero la somma tra il valore *stand alone unlevered*, ottenuto attualizzando il flusso di cassa operativo netto, e il valore attualizzato dei risparmi di imposta:

$$Wstand\ alone\ B\ = \frac{FCFO_B}{K_{euB}} + D_B \times t_c$$

In cui:

$FCFO_B$ = flusso di cassa operativo al netto delle imposte prodotto autonomamente da B;

K_{euB} = tasso di attualizzazione di B, in assenza di debito;

D = indebitamento finanziario netto;

t_c = aliquota dell'imposta societaria.

La formula appena proposta restituisce il valore *levered* dell'intera azienda (nonostante le ipotesi e le semplificazioni presenti) partendo dalla formula di Modigliani-Miller: $W_l = W_u + D \times t_c$ [154]; se invece si volesse individuare il valore dell'*equity* dell'impresa *levered* si dovrebbe procedere con il calcolo mediante la formula: $W_e = W_l - D$, dove W_e è il valore dell'*equity*, W_l il valore suddetto, D il valore di mercato del debito (in questa sede si utilizzerà l'indebitamento finanziario netto).

- Valore dei flussi differenziali:

$$Wdiff.flussi = \frac{\Delta\, FCFO_{(A\,+\,B)}}{K_{\,eu\,m}}$$

non si tratta d'altro se non dei flussi incrementali derivanti dalle sinergie realizzabili grazie all'integrazione delle due realtà, attualizzati al tasso $K_{\,eu\,m}$, ovvero il costo ponderato del capitale della nuova realtà *unlevered*, modificato per tenere conto del rischio, solitamente minore, patito dalla società risultante dall'operazione. A questo punto sarà dunque necessario precisare che $\Delta\, FCFO_{(A\,+\,B)}$ rappresenta l'incremento in termini di flusso di cassa operativo al netto delle imposte realizzabile annualmente grazie a

[154] Si tratta della nota Proposizione I di Modigliani e Miller (con imposte) che si inserisce nella più ampia teoria dagli stessi elaborata nel 1958 (al 1963 risale il modello con imposte) che diede un grosso contributo alla finanza aziendale, dimostrando come, con le dovute ipotesi, due imprese simili ma con indebitamento - considerato a valori di mercato – diverso, avessero un valore differente.

miglioramenti nell'efficienza, incremento di ricavi e altre sinergie operative che si traducono in un maggiore afflusso monetario.

- Valore del differenziale di rischio:

$$W_{diff.rischio} = \frac{FCFO_{(A+B)}}{K_{eu\,m}} - \frac{FCFO_A}{K_{euA}} - \frac{FCFO_B}{K_{euB}}$$

dove:

$FCFO_{(A+B)}$ = somma dei flussi di cassa operativi al netto delle imposte prodotti da A e B separatamente;

$K_{eu\ m}$ = tasso di attualizzazione modificato per tenere conto del differente rischio patito dalla società grazie all'acquisizione. È il nuovo tasso della realtà generata tramite la concentrazione, esso sarà minore se nell'azienda risultante vi sarà un'attenuazione di specifici fattori di rischio. Nell'operazione in questione si potrebbe configurare proprio tale ipotesi, in quanto le maggiori dimensioni, il conseguente incremento di ricavi prospettato, il maggiore patrimonio disponibile e la volontà di imporre maggiore efficienza alla neo-acquisita saranno tutti fattori che abbasseranno il rischio operativo e finanziario patito dall'istituto stesso.

- Valore del differenziale di struttura finanziaria:

$$Wdiff.finanziaria = \Delta D_{(A+B)} \times tc$$

dove $\Delta D_{(A+B)}$ corrisponde all'indebitamento netto incrementale che la nuova realtà aziendale può sopportare grazie all'integrazione di A e B.

Si sono già ricordati gli assunti insiti nel modello, quale l'utilizzo della formula della rendita perpetua per la valorizzazione dei flussi di cassa, lo stesso ragionamento è effettuato per l'attualizzazione dello scudo fiscale la cui risultante

è: $D \times t_c$. Un'ulteriore assunzione fa riferimento all'indebitamento, considerato costante nel tempo, e coerente con il medesimo assunto fatto a proposito della scelta del flusso *steady state*. Il valore di partenza è inoltre di tipo *stand alone*, ciò consente di valutare con estrema prudenza le implicazioni dell'operazione e scindere il valore derivante dalla banca acquisita di per sé e quello relativo agli altri 'strati'. È necessario sempre ricordare, infatti, come il valore di acquisizione sia una configurazione del tutto soggettiva, dipendente essenzialmente dai progetti che l'acquirente ha in merito alla società *target*; pertanto il valore *stand alone* può essere considerato il "*valore-base*"[155] e talvolta anche il limite inferiore di prezzo, ma per ottenere un valore di acquisizione il più possibile adeguato sarà necessario aggiungere i successivi passaggi illustrati.

3.6.1 Stima del valore *stand alone*

A questo punto si procederà per gradi, innanzitutto valorizzando il primo 'strato', ovvero il valore *stand alone* di Banca Antonveneta, indispensabile risulterà pertanto il ricorso al prospetto di *figura 3.13*, nel quale viene evidenziato il flusso di cassa netto di imposte della gestione operativa 'a regime'. Esso equivale a 443.893.260 euro, si tratta di un flusso positivo poiché al MOL (anch'esso positivo), sono state sottratte variazioni di circolante pari a zero, variazione di capitale immobilizzato pari alle sole quote relative agli ammortamenti, le imposte calcolate sul Reddito Operativo. Una volta ricostruito FCFO si tratterà di individuare il tasso di attualizzazione opportuno: il costo del capitale di rischio dell'impresa *unlevered* ($K_e(U)$) risulta essere il più adeguato nella valutazione in esame[156]. La sua individuazione non è tuttavia immediata dal momento che difficilmente è possibile reperire la configurazione cercata. Si procederà quindi con il suo calcolo mediante l'equazione principale individuata dal *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), per cui:

---

[155] Si veda M. Massari, op.cit., McGraw-Hill, Milano, 1998, p.166.

[156] Il costo del capitale di rischio in un'impresa non indebitata equivale, infatti, al *Weighted Average Cost of Capital*, quest'ultimo sarebbe il tasso più appropriato per scontare flussi di cassa operativi. Cfr. M. Massari, *Finanza aziendale. Valutazione*, McGraw-Hill, Milano, 1998, capitolo 3.

$$K_e = \ R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

dove:

K_e = costo del capitale;

R_f = tasso di rendimento dei titoli privi di rischio;

R_m = tasso di rendimento del portafoglio di mercato;

β = rischio sistematico dell'attività in oggetto (in questo caso di Banca Antonveneta nel suo complesso).

Tale formula consente di stimare il tasso di rendimento di un'attività rischiosa (nel nostro caso l'attività svolta dalla banca in esame) facendolo corrispondere alla somma tra il tasso di rendimento privo di rischio – solitamente fatto coincidere con i tassi dei titoli di Stato – e la rischiosità propria dell'operatività aziendale moltiplicata per un 'premio per il rischio'. Quest'ultimo è dato dalla differenza: $R_m - R_f$, ovvero tra il tasso di rendimento del portafoglio rappresentato da tutte le attività presenti nel mercato e il tasso privo di rischio, in letteratura esso è fatto coincidere normalmente con il 5-6%. Assumendo quindi R_f pari a 4% e premio per il rischio di mercato parti a 5%[157] sarà possibile, una volta individuato il beta *equity*, procedere con il calcolo del tasso $K_e(U)$. Il beta, come si è visto, è un coefficiente che misura il rischio sistematico dell'operatività dell'azienda in questione, quantifica quindi il cosiddetto rischio non diversificabile; solitamente i beta basati sui dati di mercato considerano sia il rischio operativo che quello finanziario, si tratta cioè di beta *levered*; tali valori possono variare anche di molto in relazione alla metodologia e l'orizzonte temporale analizzato. Osservando i dati Bloomberg mensili relativi agli *adjusted beta* nel 2006, si notano valori insolitamente bassi sia per quanto riguarda Antonveneta, ma soprattutto con riferimento a Monte dei Paschi. Tale anomalia potrebbe essere spiegata da molteplici fattori: possibili *rumors* in merito all'operazione, aspettative troppo alte da parte del mercato, diminuzione nel volume di titoli scambiati, o

[157] Cfr. P. Savona, A. Sironi, *La gestione del rischio di credito. Esperienze e modelli nelle grandi banche italiane, Bancaria editrice, Roma,* 2000, § 3.1.5.

altro ancora; pertanto si è ritenuto più opportuno basare la valutazione sui beta del primo trimestre 2005 che sembrano essere meno inquinati da situazioni contingenti e maggiormente in linea con i beta di settore. Il valore del beta *levered* di Banca Antonveneta individuato risulta pari a 0,76[158], ma ai fini dell'applicazione del *modello di stratificazione del valore* è necessario risalire al beta *unlevered*, esso è correlato alla configurazione *levered* come segue:

$$\beta_{equity}(U) = \frac{\beta_{equity}(L)}{1 + (1 - t_c) \times \frac{D}{E}}$$

A questo punto, per mezzo dei dati raccolti, è possibile giungere alla determinazione del beta cercato e del tasso *unlevered* correlato:

βe *levered* medio	0,76
t_c	0,37
D/E	1,47
βe *unlevered* medio	0,39
R_f	0,04
R_m	0,09
K_e *unlevered* nominale di Antonveneta	5,97%
K_e *unlevered* reale di Antonveneta	**3,89%**

Un'ulteriore precisazione riguarda l'indebitamento finanziario netto (o posizione finanziaria netta), ipotizzando che l'intera quantità di debito sia stata negoziata a condizioni di mercato, *D* verrà fatto coincidere con l'indebitamento finanziario netto relativo all'esercizio considerato (2006), che costituirà quindi il numeratore del rapporto *D/E,* mentre al denominatore è stato posto il valore di mercato dell'*equity* calcolato come prodotto tra il numero di azioni in circolazione (308.755.499) e il prezzo per azione (22,52)[159]. L'aliquota applicata è differente

[158] Dati Bloomberg 2005.

[159] Si tratta della media aritmetica dei prezzi ufficiali di borsa a 12 mesi relativi al 2005 (fonte: Bloomberg), si veda "Documento di Offerta Pubblica di Acquisto Obbligatoria avente ad oggetto azioni ordinarie Banca Antoniana Popolare Veneta S.p.A. offerente ABN AMRO Bank N.V.", p. 74. Si sono utilizzati tali prezzi perché si tratta di un valore ritenuto più ragionevole rispetto ai periodi successivi in cui il prezzo delle azioni aumentò in modo difficilmente spiegabile (tale osservazione è coerente con quanto osservato nello stesso periodo in merito ai beta).

da quella utilizzata per il calcolo delle imposte sul flusso operativo, questo perché, in questa sede, si è ritenuta più adeguata l'aliquota effettivamente rilevante in termini di deducibilità degli interessi, essa risulta pari al 37,25%[160]. Dunque il tasso di attualizzazione K_{eu} nominale per Antonveneta risulterà essere pari al 5,97%, tuttavia si ritiene più opportuno e realistico utilizzare un tasso reale, ipotizzando che la banca sia in grado di recuperare annualmente l'inflazione, esso sarà calcolato tramite la relazione: $K_{eu\,reale} = \frac{1 + K_{eu\,nominale}}{1+\pi} - 1$, dove π è il tasso di inflazione programmato posto pari al 2%, si otterrà quindi un tasso pari a 3,89%.

Il valore *stand alone* ottenuto sarà il seguente:

$$W_{u\,B} = \frac{451.416.875}{3{,}89\%} = 11.609.809.960$$

$$D_B \times t_c = 10.214.896.779 \times 0{,}37 = 3.805.049.050$$

$$W_{stand\ alone\ B} = 11.609.809.960 + 3.805.049.050 = 15.414.859.010$$

Quest'ultimo rappresenta il valore dell'intera Banca Antonveneta (con tutte le assunzioni del caso) considerata come una realtà completamente a sé stante e che si perpetua nel tempo nella condizione in essere alla fine del 2006. Pertanto pur rappresentando una prospettiva peculiare, tale configurazione potrà essere utilizzata come metro di confronto rispetto agli altri valori attribuibili.

A partire dal valore dell'istituto così calcolato si risalirà facilmente al valore dell'*equity* mediante l'adozione dell'APV come segue:

$$W_{equity\,B} = W_{l\,B} - D = 15.414.859.010 - 10.214.896.779 = 5.199.962.231$$

[160] Si sono considerate sia l'aliquota IRES (33%) che IRAP (4,25%) in quanto al 2006 entrambe prevedevano la deducibilità degli oneri finanziari, si vedano a tal proposito D.Lgs. 12 dicembre 2003, n. 344; art. 6 D.Lgs. 15 dicembre 1997, n. 446.

Il valore *stand alone* fungerà, come afferma Massari, da "*base*" e si può affermare che, nonostante gli assunti adottati, si tratta dell'unico valore in un certo senso veramente sicuro, mentre i flussi potenzialmente derivabili dalle sinergie fanno rifermento a proiezioni e ipotesi che, come si è spesso ribadito, non hanno una valenza inconfutabile, ma di questo si discuterà nel prosieguo.

3.6.2 Stima del valore dei flussi incrementali

Proseguendo quindi con la valorizzazione degli 'strati' successivi, quello riferibile al già citato 'effetto quantità' assume di norma un peso consistente, valorizzando i flussi incrementali generati dalle cosiddette *take over synergy*. Nel caso dell'acquisizione di Antonveneta, Monte dei Paschi stimò una serie di incrementi che, con tutta probabilità, sarebbero stati generati in seguito all'integrazione. Basando, dunque, l'analisi su quanto previsto dal management del Monte nella presentazione precedentemente citata[161], di seguito si illustreranno nel dettaglio le sinergie operative ricercate.

SINERGIE DI RICAVO

Sinergie lato ricavi stimate intorno a 140 milioni lordi, furono valutate considerando una serie di ottimizzazioni e razionalizzazioni che avrebbero coinvolto tutte le aree di business dal *retail*, al *wealth-management*, all'area *corporate*. La possibilità di condividere ed estendere ai due istituti le *best practices*, le competenze distintive, ma anche l'utilizzo e condivisione del *brand* Monte dei Paschi (nonché quello di Antonveneta), avrebbe dovuto consentire di ottenere incrementi significativi sia a livello di processi commerciali che di portafoglio prodotto. L'interazione tra le due realtà avrebbe agevolato, inoltre, una più incisiva penetrazione del mercato, grazie ad operazioni di *cross-selling*, rese possibili anche dal fatto che, oltre a prodotti e servizi bancari, il Gruppo MPS commercializza, tramite consociate e *partnership*, altri prodotti finanziari, assicurazioni, contratti di leasing e altro ancora. Infine, la necessità di

[161] Gruppo MPS, "*A Successful Story Enhanced by the Acquisition of Antonveneta*", 12 novembre 2007.

omogeneizzare il più possibile i prezzi, avrebbe teoricamente consentito di ottenere dei guadagni in tal senso, laddove le correzioni sarebbero state al rialzo.

SINERGIE DI COSTO

Secondo le valutazioni effettuate, i risparmi sarebbero stati raggiunti grazie ad un'integrazione e una riorganizzazione tesa al raggiungimento di una maggior efficienza delle funzioni centrali, amministrazione e *back-office*, attraverso la costituzione di una piattaforma IT comune, l'unificazione e razionalizzazione dei processi di produzione. Altre sinergie conseguibili, sempre lato costi, attenevano all'incremento delle dimensioni totali dell'istituto risultante ed il conseguente miglioramento dell'efficienza. Maggiori dimensioni, infatti, sono spesso associate a economie di scala e scopo. Le prime, ottenibili in virtù del fatto che i costi tendono a diminuire all'aumento della scala di produzione, possono essere conseguite in misura maggiore grazie alla razionalizzazione delle funzioni comuni, unificando quelle centrali e amministrative (ad esempio gli uffici amministrativi) sia dal punto di vista delle strutture, che delle risorse umane impiegate; non solo, una simile logica può essere applicata anche a livello operativo, per quanto riguarda la funzione di *back-office*, una gestione degli immobili unificata e così via. Le economie di scopo sono invece solitamente conseguibili grazie al fatto che una stessa struttura, competenze specialistiche, alto potere contrattuale, nonché *brand* e portafoglio clienti possono essere sfruttati, in seguito ad un'operazione di concentrazione, non più esclusivamente per il portafoglio prodotti di un istituto, bensì di due (o più); questa logica, nel caso in esame, viene estesa anche ai servizi correlati quali consulenza, *asset management*, prodotti assicurativi e così via, che potranno sfruttare 'processi produttivi', strutture, *intangibles* esistenti. I risparmi di costo stimati, relativi a tali economie, ammontavano approssimativamente a 200 milioni di euro[162]. Gli ulteriori 20 milioni sarebbero verosimilmente stati abbattuti grazie alle

[162] Tale valutazione è stata effettuata tendendo conto dei risultati in termini di costi operativi/*total asset* conseguiti dai maggiori *players* italiani (Unicredit, Intesa Sanpaolo) ed europei (Santander, RBS, BNP Paribas) al 2006, si veda a tal proposito Gruppo MPS, "*A Successful Story Enhanced by the Acquisition of Antonveneta*", 12 novembre 2007, p.25.

inefficienze presenti in Antonveneta e sanabili tramite quanto appena esposto e un normale processo di razionalizzazione della struttura.

Il flusso ottenuto sulla base delle stime proposte è di seguito ricostruito:

FLUSSO INCREMENTALE LORDO (*'EFFETTO QUANTITA''*)	
Aumento ricavi	140.000.000
Risparmio costi	220.000.000
Costi integrazione	200.000.000
Flusso incrementale lordo	**160.000.000**

MOL + flusso incrementale lordo da sinergie	**1.042.379.847**
+/- Δ CCC	-
Flusso monetario gestione corrente	1.042.379.847
+/- Δ CIMM	-46.422.671
- imposte su R.O.	-458.140.301
FCFO con incrementi sinergici	537.816.875

Il flusso così costruito sarà quindi sottratto a quello 'a regime' relativo al 2006 per individuare il potenziale flusso incrementale ottenibile annualmente grazie alla cooperazione sinergica delle due realtà, esso risulta essere pari a 86.400.000 euro.

A questo punto le strade applicabili sono due:

- da una parte è possibile adottare un approccio prudenziale e stimare il valore derivante dalle sinergie citate attualizzando i flussi incrementali al tasso ottenuto dalla media ponderata tra il costo del capitale *unlevered* relativo ad Antonveneta e quello relativo a MPS. Tale strada implica un'applicazione semplificata del *modello di stratificazione* e consente il raggiungimento di un valore molto prudente e poco 'aggressivo'.
- Un'altra via è quella consistente nell'applicazione fedele del modello nelle sue varie fasi, attualizzando il flusso incrementale ad un tasso $K_{eu\,m}$ corretto per il minor (o maggior) rischio patito dalla nuova realtà risultante dall'integrazione.

MODELLO DI STRATIFICAZIONE DEL VALORE: VERSONE SEMPLIFICATA

La versione semplificata del modello è stata declinata in due modi (per un quadro completo dei casi prospettati si veda *figura 3.16*):

SCENARIO 1

Nella prima ipotesi si sono utilizzati i tassi di attualizzazione derivanti dai beta *levered* del 2005 (come precedentemente illustrato). Il tasso $K_{eu\ medio}$ è stato calcolato ponderando $K_{eu\ Antonveneta}$ e $K_{eu\ MPS}$, quest'ultimo è stato ricavato similmente a quanto fatto per Antonveneta:

β *levered* medio	1,04[163]
t_c	0,37
D/E	1,01
β unlevered medio	0,64
R_f	0,04
R_m	0,09
K_e *unlevered* nominale di MPS	7,20%
K_e *unlevered* reale di MPS	**5,09%**

I pesi per la ponderazione sono costituiti dai flussi attualizzati generati dalle due banche (ovvero dal valore *unlevered* delle due banche). Coerentemente con i calcoli effettuati per Antonveneta, si è utilizzato anche per la banca senese il flusso 'a regime' individuato partendo dai dati dell'esercizio conclusosi il 31 dicembre 2006, esso risulta essere pari a 927.900.653[164], che attualizzato al tasso $K_{eu\ MPS}$ reale (5,09%), restituisce il valore *unlevered* di MPS utile alla ponderazione: 18.217.215.439 euro. Da qui si ricava agevolmente il $K_{eu\ medio}$ ponderato: 4,62%.

La versione semplificata si limita appunto ad una quantificazione del valore *stand alone* della società *target* sommato al valore dei flussi differenziali derivanti da

[163] Dati Bloomberg 2005.

[164] Il procedimento per la sua individuazione è stato esattamente il medesimo utilizzato per Banca Antonveneta. Partendo dai dati di bilancio relativi all'esercizio 2006 opportunamente riclassificati, si è giunti all'individuazione dell'FCFO relativo. Il flusso 'a regime' è stato calcolato partendo dal MOL individuato per il 2006 e sottraendo le quote relative agli ammortamenti e alle imposte sul Reddito Operativo (l'aliquota utilizzata è stata calcolata mediante una media tra quelle storiche) relativi al 2006. Fonte dati: Banca Monte dei Paschi di Siena, *Bilancio individuale*, annate varie.

fenomeni sinergici realizzabili tra le due società. Pertanto se ci si fermasse a questo punto il valore d'acquisizione ottenuto sarebbe il seguente:

$$W_{diff.\,flussi} = \frac{\Delta\, FCFO_{(A\,+\,B)}}{K_{\,eu\,medio}} = \frac{86.400.000}{4{,}62\%} = 1.868.355.141$$

$$W_{acq\,B} = W_{stand\ alone\ B} + W_{flussi\ incrementali} = 15.414.859.010 + 1.868.355.141$$
$$W_{acq\,B} = 17.283.214.151$$

Si tratta di una valutazione più prudente, che considera esclusivamente i flussi che con tutta probabilità potranno essere ottenuti, evitando di avanzare ipotesi, spesso molto soggettive, su una possibile diminuzione del rischio della nuova realtà, così come sulla possibilità di incremento della capacità di indebitamento.

SCENARIO 2

Nel secondo caso si è voluto tentare di comprendere a quale valore si sarebbe giunti se si fosse proceduto con la stima dei tassi di attualizzazione partendo dai beta, apparentemente anomali, individuabili al 2006[165]. Essi risultano essere pari a: 0,371 per Antonveneta, 0,296 per Banca Monte dei Paschi, i tassi reali saranno rispettivamente di 2,90% e 2,85%. Il che già di per sé è peculiare, poiché se è vero che le banche di dimensioni maggiori, avendo un portafoglio meno concentrato, hanno maggiori possibilità di diversificare il rischio, d'altra parte, se si osservano i beta di settore, le realtà più grandi tendono spesso a patire un rischio sistematico maggiore[166]. Partendo da questi presupposti sarà necessario ricalcolare il valore *stand alone* della banca padovana, nell'ipotesi di assumere sin da principio questi quali tassi di riferimento. Il nuovo valore *stand alone* sarà 19.388.360.556 euro, a questo si aggiungerà il valore differenziale relativo ai

[165] Dati Bloomberg relativi al primo quadrimestre 2006 (i dati successivi per Antonveneta non sono più disponibili poiché la banca uscì dal listino di Borsa).

[166] Tale osservazione potrebbe essere spiegata dal fatto che avendo una clientela più vasta, essa potrebbe ricomprendere anche soggetti più rischiosi; solitamente poi si tratta di istituti con indebitamenti consistenti e anche questo potrebbe incidere sul grado di rischiosità (si ricordi infatti che i beta *levered* contemplano anche il rischio finanziario); infine spesso alcune banche, forti della loro posizione, sono spinte ad assumersi rischi maggiori, andando ad intaccare la stabilità conseguita.

flussi incrementali derivanti dalle sinergie operative pari a 3.016.344.786, ottenendo il valore di acquisizione di 22.404.705.342 di euro. Si tratta di un risultato evidentemente più elevato del precedente, giustificato dall'utilizzo di tassi che scontavano, almeno apparentemente, un rischio estremamente esiguo. Si ritornerà in seguito su tali valori.

***MODELLO DI STRATIFICAZIONE DEL VALORE*: VERSONE COMPLETA**

Le configurazioni che si sono sin qui prospettate tengono conto di una parte delle sinergie realizzabili, quelle di carattere più strettamente operativo, ma si è detto come i processi di integrazione siano spesso fonte di effetti cosiddetti 'qualitativi', attinenti alla rischiosità e alla capacità di indebitamento della società. Pertanto, pur tenendo in considerazione quanto appena affermato, sarà possibile formulare un'analisi maggiormente 'aggressiva' che parta da due assunti:

- studi empirici dimostrano come, tendenzialmente, tramite operazioni di M&A bancarie l'istituto risultante goda di un migliore profilo in termini di rischio[167];
- MPS stessa aveva stimato una riduzione del rischio ottenibile grazie ad una "*redistribuzione del portafoglio impieghi*"[168].

Alla luce di queste basilari ipotesi sarà intenzione di chi scrive rappresentare alcune delle possibili configurazioni delineabili.

3.6.3 Stima del valore del differenziale di rischio

Procedendo con ordine, il primo aspetto da analizzare riguarda proprio la stima di $K_{eu\ m}$, ovvero quel tasso che, partendo dalla ponderazione vista, dovrebbe essere corretto per rappresentare il nuovo profilo di rischio della neonata configurazione societaria. I benefici in tal senso possono sussistere, come affermano Chionsini, Foglia e Reedtz, se la banca acquirente è effettivamente in

[167] Si vedano nel capitolo 2 gli studi riportati effettuati dal Group of Ten, op.cit., 2001; R. Moore, op. cit., 1996; G. Chionsini et al., op. cit., 2003.

[168] Si veda, "Documento Informativo relativo all'acquisizione di parte di Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A. dell'intero capitale sociale di Banca Antonveneta S.p.A.", Siena 16 giugno 2008, p. 14.

grado, in termini di volumi di attività, di influenzare la rischiosità della *bidder*[169]. Dal punto di vista puramente dimensionale, almeno in via teorica, un'influenza simile avrebbe potuto effettivamente esistere da parte di Banca Antonveneta, avente un totale di impieghi alla clientela pari al 58% rispetto al totale di MPS. Se poi si analizzano le motivazioni sottese ad un fenomeno simile, esse possono essere varie: teoricamente una diminuzione della rischiosità dovrebbe essere ricollegata alle maggiori dimensioni in termini di portafoglio clienti, consentendo di diversificare in misura maggiore il rischio. Nel caso specifico proprio l'entità del portafoglio dell'acquisita avrebbe consentito di apportare benefici in tal senso; inoltre Antonveneta si occupava di una clientela differente anche a livello geografico e questo, da una parte, avrebbe probabilmente contribuito ulteriormente alla diversificazione del rischio; dall'altra l'area interessata, ovvero quella del nord-est Italia, tradizionalmente considerata una zona particolarmente ricca, avrebbe potuto conferire maggiore solidità al portafoglio. Lo stesso indicatore di rischio, rappresentato dal rapporto tra sofferenze e impieghi alla clientela, ricordiamo fosse pari al 3,8% (contro l'1,6% di MPS) e quindi potenzialmente migliorabile in seguito all'integrazione. I beta *levered*, come accennato, solitamente tengono conto non solo del rischio dell'attività, ma anche di quello finanziario e quest'ultimo sarebbe teoricamente migliorato grazie ad un'integrazione volta a dare una maggiore stabilità in tal senso. Banca Monte dei Paschi appariva un istituto solido, ciò avrebbe potuto influenzare positivamente il rischio patito da Antonveneta, che invece, nello stesso periodo pareva meno stabile, anche a causa dei continui passaggi di mano. Oltretutto l'orientamento forte di entrambe verso lo stesso business, non avrebbe dovuto apportare, almeno in via teorica, variazioni significative a livello di rischio in senso negativo.
Si sono ipotizzati quindi tre diversi scenari:

[169] Si veda G. Chionsini, A. Foglia, P.M. Reedtz, op. cit., 2003, p. 13.

SCENARIO 3:

Si è considerato il caso estremo in cui il rischio sistematico della banca risultante dopo l'acquisizione si allineasse a quello di Banca Antonveneta, cioè dell'istituto meno rischioso tra i due. Il beta preso come riferimento è quello del 2006, perché ritenuto (a parere di chi scrive) maggiormente realistico; il relativo tasso di attualizzazione corretto per il rischio ($K_{eu\ m}$) è stato fatto coincidere con 3,89%, esattamente pari a quello di Antonveneta. Pertanto il valore derivante dai flussi incrementali sarà maggiore rispetto allo SCENARIO 1 ed equivalente esattamente a 2.222.087.024 di euro. In quest'ipotesi, inoltre, il flusso differenziale derivante dal minor rischio è presente nella misura di 5.647.090.131 euro. Tale scenario comporta pertanto un valore dei flussi derivanti dalle sinergie che sommati al valore *stand alone* inizialmente attribuito ad Antonveneta porta all'individuazione di un valore di acquisizione di 23.284.036.165 euro, superiore evidentemente anche allo SCENARIO 2, a causa del maggior flusso derivante dall'effetto rischio.

SCENARIO 4:

Il secondo scenario del modello 'completo' rappresenta una situazione opposta: si assume che la rischiosità della nuova realtà si allinei a quella di Monte dei Paschi, la più rischiosa tra *target* e *bidder*, pertanto $K_{eu\ m}$ coinciderà con il 5,09%. Tale configurazione, comportando una correzione di $K_{eu\ m}$ al rialzo, produrrà un valore connesso al differenziale di rischio negativo (-2.747.268.009 euro). Il valore di acquisizione che si otterrebbe sarebbe pari a 14.363.858.170, si tratta di una cifra addirittura inferiore al valore *stand alone*. Una simile situazione non è assurda, tuttavia, in un'ottica di *valuation* difficilmente verrà adottata per la stima del valore finale, potrebbe invece essere utilizzata nell'individuazione degli scenari possibili di un'analisi di sensitività.

SCENARIO 5:

Infine, si è ipotizzato di porre $K_{eu\ m}$ pari a 4,36%, il valore relativo ai flussi incrementali ammonterebbe a 1.982.222.496, mentre quello derivante dal differenziale di rischio 1.817.815.272, per un valore di acquisizione complessivo

di 19.214.896.779. L'ipotesi prospettata aveva lo scopo di comprendere quali assunzioni avrebbero giustificato il valore che effettivamente fu attribuito e pagato. Essendo, infatti, noto il prezzo pagato per il capitale del Gruppo Antonveneta e pari a 9 miliardi[170], si è ricavato il valore *levered* attribuito a Banca Antonveneta sommando ai 9.000.000.000 di capitale i 10.214.896.779 di indebitamento finanziario netto (*D*) in essere al 2006, il valore ottenuto è pari a 19.214.896.779 di euro, esattamente quello individuato in quest'ultimo scenario.

A questo punto si potrà analizzare la questione da una diversa prospettiva, cercando, cioè, di capire quali siano state le ipotesi sottostanti all'attribuzione di un simile valore, ma soprattutto quanto queste fossero credibili. Ebbene lo SCENARIO 5, presupponendo un tasso di attualizzazione corretto per il rischio che si colloca lievemente al di sotto del $K_{eu\ medio}$ calcolato inizialmente (4,6%) potrebbe essere considerato ragionevole. I valori derivanti dal differenziale dei flussi e dal differenziale di rischio, inoltre, non sono estremamente elevati, dunque disponendo di adeguate informazioni giustificative per l'utilizzo di un tasso che effettivamente sconti un minor rischio, l'ipotesi configurata potrebbe rappresentare una valutazione piuttosto plausibile e coerente, e oltretutto in linea con il valore pagato.

Alla luce del valore che effettivamente fu pagato, è possibile considerare tutti gli altri scenari. Lo SCENARIO 2 appare piuttosto inverosimile, a causa dei beta completamente avulsi da quelli osservabili nel settore, esso restituisce un valore totale addirittura al di sopra di quello stimato tramite il prezzo pagato, pertanto è ragionevole ipotizzare che si trattasse davvero di configurazioni di costo del capitale troppo basse. Lo SCENARIO 3, seppur estremizzato, potrebbe essere più verosimile, tuttavia un valore derivante dal differenziale di rischio superiore ai 5,6 miliardi è da considerarsi una stima estremamente ottimista; anche in questo caso il valore individuato eccede quello pagato (per più di 4 miliardi) e ciò porta effettivamente a poter ritenere tale ipotesi poco realistica e prudente. Lo SCENARIO 4 rappresenta, come detto, l'estremo opposto ed è anche la situazione in cui,

[170] Si veda "Documento Informativo relativo all'acquisizione di parte di Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A. dell'intero capitale sociale di Banca Antonveneta S.p.A.", Siena 16 giugno 2008, p. 11.

ovviamente, più grande è il divario con il prezzo effettivamente pagato (circa 4,8 miliardi), in quest'ipotesi il valore derivante dall'incremento del rischio è negativo e tale fatto condiziona l'intera valutazione che giunge a un valore di poco più di 14 miliardi, ben al di sotto anche del valore *stand alone* precedentemente stimato. Infine, lo SCENARIO 1 rappresenta l'ipotesi più cauta e forse – in una prospettiva esterna – anche quella maggiormente aderente alla realtà, il tasso di sconto utilizzato è da considerarsi oltre che prudente, credibile, conseguentemente il valore totale di acquisizione individuato è inferiore al prezzo e la differenza si aggira intorno a 1,9 miliardi di euro.

Per cogliere le effettive variazioni del rischio sistematico che avrebbe subito la banca *target* si è pensato di procedere a ritroso e, partendo dal tasso di attualizzazione ponderato corretto o meno per il rischio, calcolare quale beta di Antonveneta si sarebbe ottenuto nei vari casi. Si tratta evidentemente di un'estremizzazione che ipotizza vari solo la rischiosità sistematica relativa all'acquisita, quando invece, di norma, la variazione dovrebbe avvenire sia da una parte che dall'altra, tuttavia tale analisi può risultare utile per analizzare la questione sotto un certo punto di vista. Nella tabella seguente (*figura 3.15*) sono riportati i β *levered* (β (L)) e *unlevered* (β (U)) relativi ad Antonveneta, individuati nelle casistiche sopra descritte. Ebbene, per quanto riguarda il primo scenario si riconferma quanto detto: il β utilizzato è esattamente quello individuato nel 2006, la stessa cosa vale per il secondo caso in cui invece i valori sono quelli al 2005. Le cose cambiano se si osservano le ultime tre ipotesi: lo Scenario 3 restituisce un valore del beta *levered* molto basso (0,26) se si applica il ragionamento appena spiegato; d'altra parte il quarto caso evidenzia addirittura un β maggiore rispetto a quello di MPS (1,04), il che risulta alquanto inverosimile se fossero veri i ragionamenti precedentemente esposti. Infine, l'ultimo scenario porta ad identificare un valore per Antonveneta minore rispetto al primo caso, ma non eccessivamente basso, piuttosto verosimile in assenza di ulteriori dati a riguardo. Tali osservazioni portano a concludere come lo Scenario 1 possa effettivamente rappresentare un quadro molto verosimile e prudente, sia a livello di tassi utilizzati che di valori derivanti dalle sinergie ottenibili; un'eventualità altrettanto

credibile, sebbene più 'aggressiva', è rappresentata dallo Scenario 5, che contempla la presenza di un effetto 'rischio' piuttosto consistente.

Figura 3.15 Andamento dei beta relativi a Banca Antonveneta nei vari scenari.

	SCENARIO 1	SCENARIO 2	SCENARIO 3	SCENARIO 4	SCENARIO 5
β (L) Anton-veneta	0,76	0,37	0,26	1,24	0,56
β(U) Anton-veneta	0,39	0,19	0,13	0,64	0,29
K e(U) Anton-veneta reale	3,89%	2,90%	2,62%	5,10%	3,36%
K e(U) m reale	4,62%	2,86%	3,89%	5,09%	4,36%
Valore acquisi-zione totale	17.283.214.151	22.404.705.342	23.284.036.165	14.363.858.170	19.214.896.779

Fonte: nostra elaborazione.

3.6.4 Stima del valore del differenziale di struttura finanziaria e di un tasso di crescita compatibile

Il *modello di stratificazione* contempla anche un ultimo 'strato': quello riguardante la maggiore possibilità di indebitamento apportata dalla nuova struttura societaria. Nel caso in esame tale valore è di difficile stima, dal momento che non si dispone di informazioni sufficienti per ipotizzare simili sinergie, tuttavia la sua mancata valorizzazione potrebbe rispondere anche alle esigenze di maggiore prudenza citate. D'altra parte, si potrebbe ipotizzare che un tasso di crescita adeguato (g) sia invece in grado di giustificare gli eventuali differenziali individuati tra i valori di acquisizione stimati e il prezzo effettivo pagato. La crescita supposta potrebbe essere considerata quale frutto di una combinazione di fattori tra cui le sinergie derivanti da una migliore capacità di indebitamento e la crescita attesa della banca stessa.

Tramite la formula di Gordon:

$$Wu = \frac{\text{FCFO}}{K_{eu} - g}$$

sarà possibile ricavare g mediante la relazione inversa $g = K_{eu} - \frac{\text{FCFO}}{Wu}$ [171] ed individuare quindi il tasso di crescita insito nei vari scenari. Il flusso di cassa operativo netto di imposta al numeratore è giustificato dal fatto che la formula proposta adotta una prospettiva *unlevered*, conseguentemente il tasso di sconto adeguato sarà il noto K_{eu}. A questo punto si rende necessario un'ulteriore passaggio: dal momento che inizialmente si è adottata una prospettiva *steady state* con l'assunzione di un rapporto di indebitamento (*D/E*) costante nel tempo, si dovrà compiere un ragionamento ulteriore ovvero: assumendo che la banca produrrà flussi di cassa operativi netti perpetuamente, se si aggiunge a quest'ipotesi un fattore di crescita, conseguentemente e per mantenere il rapporto *D/E* costante, crescerà anche il debito. Si creerà pertanto una relazione per cui all'aumentare del tasso di crescita *g* aumenterà anche il debito, per mantenere il rapporto costante, ciò provocherà un aumento del valore dello scudo fiscale e il conseguente incremento del valore *levered* della banca sarà dovuto quindi non solo alla crescita dei flussi ma anche del beneficio fiscale del debito. Evidentemente, maggiore sarà la differenza tra il valore di acquisizione stimato e quello effettivamente pagato, maggiore sarà anche il tasso di crescita giustificativo insito nel differenziale individuato (*figura 3.17*).

In *figura 3.16* è presente il quadro della situazione: per i diversi scenari sono riportati i tassi ponderati corretti (o meno) per il rischio, il relativo beta ponderato, i valori dei flussi incrementali derivanti dalle sinergie operative e di rischio, il valore complessivo individuato, il tasso di crescita *g* al quale i flussi avrebbero dovuto crescere per eguagliare il prezzo che effettivamente fu pagato, l'indebitamento adeguato (*D**) per mantenere il rapporto *D/E* costante (pari a 1,5 a valori di mercato).

---

[171] La formula proposta deriva dall'originaria: $Wl = \frac{EBIT \times (1 - t_c)}{wacc* - g}$ che può essere scissa grazie all'approccio dell'APV in $Wu = \frac{\text{FCFO}}{K_{eu} - g}$ e $G = \frac{D_0 \times I_p \times t_c}{K_d - g}$ (valore dello scudo fiscale in presenza di crescita). Infine, EBIT(1-t_c) viene a coincidere, nel caso di una situazione 'a regime', con FCFO, nell'ipotesi che gli utili siano interamente reinvestiti (Div=0).

Figura 3.16 Tabella riepilogativa dei vari scenari.

	SCENARIO 1	SCENARIO 2	SCENARIO 3	SCENARIO 4	SCENARIO 5
$K_{e(U)\,m}$	4,62%	2,86%	3,89%	5,09%	4,36%
β ponde-rato	0,93	0,37	0,76	1,04	0,95
W diff. Flussi	1.868.355.141	3.016.344.786	2.222.087.024	1.696.267.169	1.982.222.496
W diff. Rischio	-	-	5.647.090.131	-2.747.268.009	1.817.815.272
W Acqui-sizione tot.	17.283.214.151	22.404.705.342	23.284.036.165	14.363.858.170	19.214.896.779
DIFFER ENZA: valore-prezzo	1.931.682.628	-3.189.808.563	-4.069.139.386	4.851.038.609	0
g	0,58%	-0,59%	-1,03%	1,60%	0,00%
D*	11.858.702.161	16.361.407.335	17.121.626.231	9.290.622.376	13.551.225.119

Fonte: nostra elaborazione.

Due sono gli scenari su cui vale la pena soffermarsi (negli altri il differenziale tra prezzo pagato e valore attribuito è negativo o pari a zero): il primo scenario portava ad individuare una differenza tra valore di acquisizione individuato e il valore ricavato tramite il prezzo pagato di 1.931.682.628, il tasso di crescita reale risulta essere, approssimativamente, dello 0,58%[172](il tasso nominale è invece del 2,59%); considerando poi l'indebitamento necessario per mantenere il rapporto *D/E* costante esso risulta pari a 11.858.702.161. L'altra ipotesi degna di nota è quella che si prospetta nel quarto scenario in cui, invece, la differenza tra valore individuato e prezzo ammonta a 4.851.038.609, il tasso di crescita reale calcolato è pari a 1,06% (tasso nominale: 3,64%) e il nuovo indebitamento 9.290.622.376. Nelle altre ipotesi le differenze nulle o negative tra valore stimato

[172] Esso è stato calcolato con la formula di Gordon sopra riportata utilizzando come K_{eu} il tasso utilizzato nello scenario di riferimento, come W_u il valore *unlevered* ricavato dal prezzo pagato per il capitale (15.409.847.729), FCFO sarà invece il flusso che attualizzato al K_{eu} precedentemente utilizzato restituirà il valore *unlevered* dello scenario considerato. Pertanto il tasso *g* è individuato in una prospettiva *unlevered*, tramite lo stesso tasso si potrà di valorizzare la crescita del beneficio fiscale del debito.

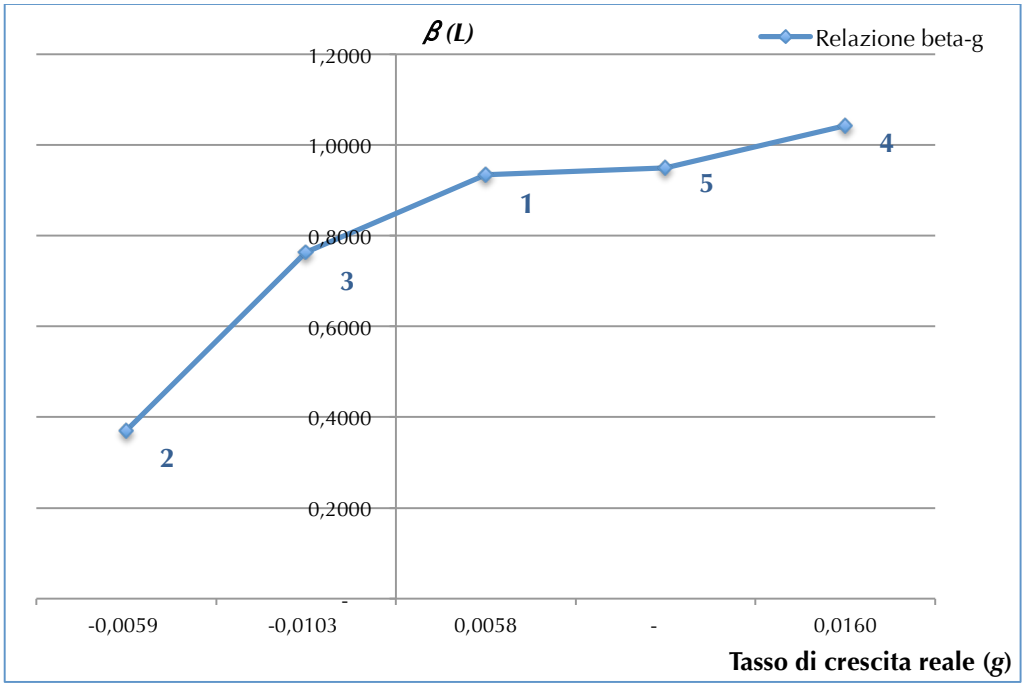
e prezzo restituiscono evidentemente *g* negativi o nulli, non significative pertanto ai fini delle considerazioni che si stanno compiendo.

A questo punto è doveroso cercare di comprendere se, in effetti, le stime di crescita fossero plausibili o meno. Il primissimo scenario restituisce un valore prudenzialmente basso, la differenza, tuttavia, è giustificata da un tasso di crescita reale piuttosto contenuto, se si osserva invece il tasso nominale pari 2,59% esso appare meno modesto. Se si considera, infatti, il mercato di riferimento, il fatto che quello bancario fosse un settore molto più che maturo, la scarsa presenza di una crescita giustificabile da processi di ricerca e sviluppo di una certa rilevanza, così come le limitate possibilità di crescita ulteriore per via esterna, è possibile al massimo ipotizzare un tasso nominale del 2-2,7%[173]. Pertanto la crescita stimata nel primissimo caso potrebbe essere valida. Il maggiore tra i tassi di crescita individuati, riferito allo Scenario 4 e pari a 1,60% reale, 3,64% se si considera la configurazione nominale, rappresenta una prospettiva maggiormente ottimistica e lievemente maggiore ai valori di settore individuati. Peraltro, come anticipato, si potrebbe contemplare in questa sede la valorizzazione di benefici derivanti dal differenziale relativo alla struttura finanziaria, potrebbe esserci quindi una vera e propria combinazione tra le due componenti.

Infine, nel grafico di *figura 3.17* è rappresentata la relazione individuata tra il tasso di crescita reale *g* e il beta ponderato relativi alle differenti configurazioni. Il tasso *g* è stato ricavato come descritto, mentre $\beta(L)$ si riferisce al beta *levered* ricavato dal tasso medio ponderato corretto (o meno) per il rischio utilizzato nelle varie ipotesi. È chiaro che ad un aumento della differenza tra valore stimato e prezzo, il tasso di crescita individuato debba necessariamente aumentare; allo stesso tempo la differenza valore-prezzo sarà maggiore laddove il tasso di attualizzazione utilizzato risulti maggiore, ad esso corrisponderà un beta *levered* più elevato, conseguentemente si individuerà una correlazione positiva tra $\beta(L)$ e *g* come mostra il grafico.

[173] Per un confronto si veda Banca Leonardo s.r.l., "Relazione di stima del rapporto di cambio relativo alla fusione per incorporazione di Sanpaolo IMI S.p.A. in Banca Intesa S.p.A.", Milano, 12 ottobre 2006, p. 19.

Figura 3.17 Relazione tra il tasso di crescita *g* e il beta nei vari scenari.



Fonte: nostra elaborazione.

3.6.5 Un confronto tra il valore di acquisizione stimato e il prezzo pagato

Alla luce di quanto evidenziato sin ora emergono effettivamente delle possibili discordanze tra il valore di acquisizione stimato tramite il *modello di stratificazione del valore* e, invece, il valore che effettivamente fu concordato alla chiusura dell'accordo, questo se non si considera, chiaramente, il tasso di crescita insito nei vari scenari. Se è vero che l'approccio utilizzato non è privo di assunti e semplificazioni, d'altra parte bisogna tenere presente che esso fonda le sue basi su un'ipotesi di non poca rilevanza, tale per cui il flusso individuato (nel caso considerato tale flusso è inoltre 'a regime') si dovrebbe perpetuare nel tempo infinitamente. Da una parte può considerarsi l'applicazione pedissequa della definizione di azienda intesa come una realtà economica perdurante nel tempo, nel contempo necessita di un confronto con la realtà. Se, infatti, ciò che ciascun manager, azionista, proprietario si auspica (o dovrebbe) è che la sua attività si perpetui nel tempo con i più alti risultati possibili, dall'altra ciò che suggerisce

l'evidenza e la letteratura in merito è che, normalmente, vi sia un orizzonte temporale limitato in cui effettivamente la crescita risulta elevata, ma che in seguito questa situazione lasci spazio ad una fase di maggiore stabilità. Pertanto forse sarebbe opportuno partire anche da queste considerazioni per valutare complessivamente i dati individuati. In particolare, si considerino gli Scenari 1 e 5 come i più plausibili – il secondo risultò da subito poco credibile, il terzo appare troppo ottimistico soprattutto in considerazione del beta che dovrebbe rappresentare la rischiosità sistemica di Antonveneta, il quarto in un'ottica di *valuation* applicata al caso specifico, si è detto, avrebbe poco riscontro nell'identificazione di un valore di acquisizione –, essi rappresentano due valutazioni piuttosto differenti e ciò è dovuto principalmente alla valorizzazione o meno del differenziale di rischio. Dunque, se si opterà per una valutazione più cauta, sarà più logico considerare il valore individuato dal primo scenario, la differenza con il prezzo pagato risulta essere in questo caso di 1,9 miliardi; se invece si vorrà adottare una prospettiva più aggressiva, ma non per questo irragionevole, il quinto scenario sarà preferito e in tale configurazione il valore individuato non si discosterà da quello pagato.

Tutto ciò a posteriori assume una valenza chiaramente diversa, la crisi che si è scagliata con forza dapprima sul mondo finanziario e poi sull'economia reale, non ha consentito di capire sino in fondo quanto queste stime fossero errate o meno. È vero, infatti, che il 2006, secondo quanto affermato da Banca d'Italia, rappresentò un anno positivo e di ripresa per il panorama bancario italiano, ricominciarono ad aumentare i prestiti bancari, sia alle imprese che alle famiglie, d'altra parte i depositi continuarono a diminuire e sostituirsi con altre forme di risparmio, ma nel complesso la redditività degli istituti di credito risultava buona[174]. Ciò che si verificò in seguito al 2007 potrebbe fungere da monito e suggerire che valutazioni più caute sarebbero da preferirsi, ciononostante si è ribadito spesso quanto i valori di acquisizione e i prezzi che si generano nel mercato del controllo siano strettamente soggettivi, e la valutazione svolta in

[174] Banca d'Italia, *Relazione annuale 2006*, 31 maggio 2007, p. 184.

questa sede parte da ipotesi, congetture e previsioni che potrebbero essere anche parzialmente differenti da quelle reali, insite nel *deal* e proprie dei soggetti coinvolti.

Il lavoro sin qui svolto ha voluto dunque delineare i tratti essenziali di una possibile valutazione, attraverso un approccio molto particolare, senza per questo voler offrire risposte risolutive, né formulare giudizi a riguardo. Il tentativo è stato piuttosto quello di ricostruire il meccanismo che, in linea teorica, si sarebbe potuto utilizzare per individuare alcuni dei possibili valori di acquisizione, ma trattandosi di una prospettiva esterna e, per molti versi, estranea alle logiche economiche, finanziarie e strategiche particolari del soggetto acquirente, nonché dai meccanismi e dalle situazioni contingenti, deve essere considerata in quanto tale.

3.7 Gli effetti dell'acquisizione

In seguito all'operazione di acquisizione ciò che accadde fu in realtà la ricostituzione di una "*Nuova Banca Antonveneta*" mediante atto notarile il 23 aprile 2008, essa divenne a tutti gli effetti operativa il primo gennaio 2009 con un conferimento di 403 sportelli (provenienti dall'originaria Banca Antonveneta) e capitale per oltre 3,2 miliardi[175]. L'istituto di nuova costituzione doveva fungere da presidio per il Triveneto (dal momento che gli sportelli erano collocati principalmente in quest'area), pur mantenendo continuità a livello di *brand* e legame con la clientela, la nuova banca fu ampiamente ristrutturata, sia a livello di piattaforma IT (comune a quella del nuovo Gruppo), che di riorganizzazione delle funzioni della struttura centrale, di Direzione Generale e *back office*, risorse umane. Lo snellimento delle strutture e dei processi, l'eliminazione di duplicazioni negli organi direttivi, il potenziamento del rapporto banca-cliente, il maggiore controllo del rischio, la valorizzazione del capitale umano all'interno della nuova compagine e il rafforzamento dell'istituto quale attore chiave nel

[175] Si veda Banca Antonveneta, *Bilancio al 31 dicembre 2009*, p. 12.

controllo della rete del nord-est Italia, fecero di Banca Antonveneta una società rinnovata e importantissima per l'intero Gruppo Montepaschi.

Tornando alla *figura 3.7* è possibile dare uno sguardo a cosa accadde ad Antonveneta dopo l'acquisizione. Bisognerà tenere presente la creazione della nuova configurazione societaria e valutare i dati da questa prospettiva, pertanto il margine di interesse, estremamente basso - in termini assoluti - se confrontato con gli ultimi dati relativi al 2006 e 2007, deve essere rivisto in quest'ottica, così come la componente relativa agli altri ricavi netti (tra cui commissioni nette e risultato da negoziazione). Se si osservano gli stessi risultati in termini relativi la situazione non migliora: il margine di interesse sugli impieghi appare in caduta (2,85% nel 2009 contro il 3,46% del 2007) con un valore medio del 2,56% se si considerano gli esercizi 2009, 2010, 2011; il rapporto tra margine di interesse e totale attivi sembra subire una sorte simile attestandosi su un valore medio dell'1,86% se si considera lo stesso periodo (contro il 2,43% del 2006). Tale risultato è certamente da ricollegarsi anche alla drammatica situazione contingente che colpì il settore (e non solo) in quegli anni e che assottigliò enormemente la forbice tra interessi attivi e passivi, pertanto difficile è stabilire i veri risvolti dell'operazione. Dall'altro lato si nota un'effettiva riduzione dei costi – sia in termini assoluti che relativi – che sicuramente contribuì, negli esercizi 2009 e 2010, al conseguimento di un utile netto positivo. Osservando invece i dati di *figura 3.4* riferiti a Monte dei Paschi, sebbene in termini relativi il margine di interesse sugli impieghi risultasse peggiorato in seguito all'acquisizione raggiungendo un valore medio dell'1,80%[176], in termini assoluti la banca registrò un incremento sia a livello di intermediazione creditizia tradizionale che di ricavi da servizi, ciò rispecchia, in effetti, un aumento a livello di giro d'affari dovuto a tipiche sinergie operative lato ricavi; d'altra parte il contestuale aumento dei costi assoluti e un'incidenza sul totale attivi che non diminuì subito in modo rilevante, non consentì di conseguire, probabilmente, i risultati sperati.

[176] Valore medio riferito agli esercizi 2009, 2010, 2011 al solito considerati per valutare il post-acquisizione.

Spostando ora l'attenzione sugli indicatori contenuti in *figura 3.18*, essi consentono di operare un confronto tra la situazione pre-acquisizione e quella successiva attraverso l'analisi dei parametri che si è già avuto modo di osservare. Gli indicatori utilizzati per monitorare la performance mostrano sia per Antonveneta che per Monte dei Paschi un peggioramento, soprattutto se si osserva il ROE, addirittura negativo in entrambi i casi. Lato costi, invece, il processo di perseguimento di maggiore efficienza, sembra aver dato qualche frutto; l'incidenza dei costi operativi sulle attività totali parve migliorare, soprattutto per la banca padovana, così come il rapporto numero di dipendenti-filiali, e ciò è vero soprattutto se si osserva MPS la quale, aumentando di più di 10.000 unità le sue filiali è risuscita a diminuire l'incidenza dei due indicatori osservati, a riprova che effettivamente delle sinergie operative a livello di costo potrebbero essere state conseguite. Osservando la composizione dei ricavi, la situazione non sembra essere particolarmente cambiata, la componente di intermediazione creditizia tradizionale continuò a trainare la redditività delle due banche, anche se i ricavi netti da servizi appaiono in lieve aumento nell'acquisita, probabilmente a causa di uno stimolo in tal senso dato dalla capogruppo. Infine, soffermandosi sulla variabile relativa alla patrimonializzazione essa sembrerebbe migliorata osservando il coefficiente di solvibilità, ma più interessante appare il peggioramento del rapporto tra sofferenze ed impieghi con una variazione percentuale media (tra i dati medi relativi al 2004, 2005, 2006 e i dati medi 2009, 2010, 2011) del + 20% per Banca Antonveneta e del + 52,6% per Banca Monte dei Paschi. Una variazione simile potrebbe sostenere la tesi per cui, in effetti, l'operazione apportò più che un miglioramento a livello di rischio, un peggioramento, tuttavia tale conclusione è di difficile verifica dal momento che potrebbero essere altre le concause che portarono a simili risultati, prima fra tutti il deterioramento dell'affidabilità delle famiglie e delle imprese.

Figura 3.18 Alcuni parametri nel post-acquisizione (valori medi 2009-2010-2011).

Variabile	Parametro	Valori medi ANTONVENETA	Valori medi MPS
Performance	margine interesse/totale attivi	0,019	0,011
	ricavi netti da servizi/totale attivi	0,010	0,007
	utile/patrimonio netto (ROE)	-0,114	-0,099
Efficienza	costi operativi/ totale attivi	0,018	0,016
	numero Dipendenti	3.106	22.925
	numero Filiali	383	2.487
	numero Dipendenti/filiali	8	9
Patrimonializzazione	coefficiente di solvibilità	0,208	0,223
Esposizione al rischio	sofferenze/impieghi a clientela	0,045	0,024
Struttura attivo	marg. Interesse/marg. Intermediazione	0,652	0,571
	ricavi netti da servizi/marg. Interm.	0,353	0,351

Fonte: nostra elaborazione su dati Banca Monte dei Paschi di Siena, *Bilancio individuale*, annate varie; Banca Antonveneta, *Bilancio individuale*, annate varie.

L'analisi esposta, infatti, deve essere letta considerando adeguatamente anche la situazione contingente: redditività, minor peso del margine di interesse sugli attivi, sofferenze in aumento, potrebbero essere spiegate dal peggioramento delle condizioni delle famiglie e delle imprese, dai tassi di interesse ai minimi storici, dalla crescente scarsa fiducia negli istituti creditizi, tutti aspetti diffusi nel panorama bancario e finanziario degli ultimi anni.

3.8 Osservazioni finali

L'operazione che si è avuto modo di analizzare rappresenta per molti versi un caso studio piuttosto ordinario nel panorama delle concentrazioni bancarie, offrendo una valida applicazione a quanto esposto in via generale. La logica strategica, le sinergie ricercate, l'implementazione, i piani industriali redatti sono perfettamente coerenti con le linee guida precedentemente viste. Si tratta di una

tipica operazione di espansione volta ad aggredire un'area ancora poco presidiata e rafforzare il proprio business di riferimento, con l'obiettivo ultimo di diventare il terzo *player* a livello nazionale. Alle sinergie operative lato ricavi, si accompagna il perseguimento di altrettante sinergie lato costi, rese possibili dall'incremento dimensionale, ma anche da un altro fattore spesso ricordato: il livello di efficienza, non ottimale, dell'acquisita [177]. Queste ultime si sono, almeno parzialmente, realizzate se si osservano i principali indicatori, similmente ponendo l'attenzione sui risultati conseguiti da Monte dei Paschi (sia singolarmente che a livello di gruppo), si riscontrano incrementi in termini assoluti nel margine di interessi e di intermediazione, soprattutto negli esercizi 2008 e 2009. Collateralmente Banca Antonveneta entrando nel circuito Montepaschi ebbe la possibilità di commercializzare un maggior numero di prodotti e strumenti, fu esteso alla stessa l'accordo di *bancassurance* firmato dal Gruppo Montepaschi con AXA, tuttavia tali risvolti sinergici sono difficilmente inquadrabili a causa della flessione nei margini subita e dalla frattura esistente tra la società acquisita e la nuova configurazione sorta dopo il *deal*.

Cambiando prospettiva di analisi e ponendosi nell'ottica del mercato è possibile constatare come, nel corso degli anni successivi all'operazione, i giudizi in merito al rischio di *default* emessi dalle maggiori società di *rating* peggiorarono – questo accadde, tra l'altro, in seguito al declassamento subito a livello nazionale, pertanto può risultarne una diretta conseguenza–; d'altra parte anche il prezzo delle azioni di Banca MPS che dagli oltre 4 euro del dicembre 2006 passò a poco più di 1,5 euro nel dicembre 2008 non denotò certo un segnale positivo. Un simile decremento è da considerarsi il risultato sicuramente di una serie di concause, in cui evidentemente è necessario far rientrare l'andamento dell'economia mondiale, tuttavia è possibile compiere delle ulteriori supposizioni in merito anche, per esempio, alla percezione dell'operazione suddetta. Procedendo in questa direzione si potrebbe affermare che effettivamente l'acquisizione non venne apprezzata dal mercato e questo nonostante anche il

[177] Si veda a tal proposto § 2.4, § 2.6, Group of Ten, op. cit, 2001.

fatto che si trattò di una cosiddetta *cash acquisition*[178]. Nel corso del secondo capitolo si è avuto modo di comprendere quali possano essere le motivazioni sottese ad un'acquisizione per mezzo di contanti piuttosto che mediante scambio di azioni[179]; secondo quanto affermato, si sarebbe dovuta manifestare una percezione positiva in merito al *deal* in questione, solitamente, infatti, viene prediletta quest'opzione laddove si è certi dei risvolti positivi futuri, se dal punto di vista quantitativo le stime appaiono molto verosimili e si ha piena fiducia nell'acquisizione. Tuttavia, *ex post*, si potrebbe addirittura pensare ad una forma di *signalling* diretta proprio al mercato, nella convinzione a priori che esso non avrebbe visto di buon occhio l'operazione (forse proprio per il prezzo pagato), potrebbe quindi essere stata una manovra di rassicurazione nei confronti dei mercati stessi. Si tratta evidentemente di congetture e ipotesi possibili solo a posteriori, ciononostante quello che più rileva ai fini della trattazione attiene ai risvolti che l'acquisizione effettivamente ebbe: da una parte, infatti, essi potrebbero giustificare un valore di acquisizione simile a quello prospettato dallo Scenario 1; dall'altra difficile, quasi impossibile, risulta operare una valutazione *ex post* in merito alla congruità del prezzo che effettivamente fu pagato, a causa degli eventi successivi verificatisi.

[178] Essa sarebbe stata finanziata per circa il 50% da un aumento di capitale, per circa il 20-25% da dismissione di *asset* e ottimizzazione del capitale (si sarebbe provveduto ad accelerare il processo di riallocazione del capitale verso il *core business*), infine per il 25-30% circa da liquidità in eccesso e finanziamento tramite debito. Si veda a tal proposito Gruppo MPS, "*A Successful Story Enhanced by the Acquisition of Antonveneta*", 12 novembre 2007, p. 14.
[179] Cfr. § 2.6.

CONCLUSIONI

La frase di Bottiglia *"o cresci in modo efficiente o scompari*[180]*"* potrebbe essere considerata una sorta di monito e una raccomandazione valida soprattutto alla luce di quanto sinora esposto. L'idea che le operazioni di concentrazione interbancaria dovessero avere tra i loro propositi la ricerca di una maggiore efficienza in senso lato, è stata una delle ipotesi reggenti l'intero lavoro. Adottando una prospettiva più ampia di efficienza si potrebbe intendere non solo il rapporto ottimale tra input e output, ma anche la razionalità di scelta della *target*, la ponderazione delle modalità di attuazione dell'operazione, l'attenta stima di risvolti ed effetti di simili scelte. Non sempre, tuttavia, sono stati questi indirizzi ad animare il panorama bancario italiano, nel corso dei secoli esso ha visto un susseguirsi di evoluzioni normative e strutturali, ma in concreto è rimasto sempre molto legato al passato e a logiche talvolta anche piuttosto arretrate e, se si vuole, diseconomiche. Solo a partire dagli anni novanta le banche della nostra penisola, dovendo fare i conti con un altissimo grado di inefficienza e una concorrenza sempre più aspra, iniziarono ad aprirsi a processi di integrazione e ad una politica lievemente diversa nella ricerca di partner adeguati, anche se difficilmente le reminiscenze del passato scomparirono totalmente.

Si è più volte ripetuto che i processi di M&A bancari (ma non solo) debbano essere animati da qualcosa di più della semplice razionalizzazione delle strutture e diminuzione dei costi; le sinergie sono state il *leitmotiv* dell'intera trattazione, dal momento che, a parere di chi scrive, sono queste che giustificano realmente il dispiegarsi di tali fenomeni. Sinergie, queste, intese ad ampio spettro e considerando non solo quelle di tipo quantitativo e operativo, qualitativo e

[180] R. Bottiglia, op. cit., Giuffrè, Milano, 2009, p. 115.

intangibile, finanziario e fiscale, ma anche relative alle nuove possibilità sconosciute che si potrebbero prospettare, a sviluppi futuri del portafoglio prodotti, possibilità di raggiungimento di segmenti di clientela al momento impensati.

Il modello di Massari e Zanetti ha funto da strumento per scandagliare il problema e cercare di indagare se i prezzi che si generano nel 'mercato del controllo' fossero esplicabili adeguatamente dalle ipotetiche sinergie conseguibili. In particolare, si è cercato di comprendere se un'adeguata valorizzazione della banca *target* considerata quale entità autonoma e indipendente, le potenzialità derivanti dalla nuova integrazione in termini di flussi incrementali e i benefici conseguibili a livello di rischiosità e struttura finanziaria potessero giustificare adeguatamente i valori attribuiti nella realtà. La tesi per cui il valore di acquisizione può essere considerato come il frutto della sedimentazione di una serie di 'strati', rappresentanti ognuno le possibili implicazioni che un'operazione adeguatamente studiata può offrire, trova in questo lavoro una risposta affermativa, che necessita però delle opportune chiarificazioni. Se è vero, infatti, che tramite una simile valorizzazione è possibile individuare una o più grandezze che possono verosimilmente avvicinarsi ai valori attribuiti nella realtà, è altresì doveroso ricordare quanto tali valori abbiano una connotazione fortemente soggettiva e strettamente correlata non solo alla banca bersaglio ma anche, e soprattutto, all'acquirente: è da essa che dipendono gli effetti sinergici che si manifesteranno, in particolare è dalle intenzioni della *bidder* e dal piano strategico ideato che discende il valore che sarà attribuito all'acquisita. Quest'ultimo aspetto attiene pertanto a informazioni spesso riservate e stime effettuate internamente che difficilmente sono ricostruibili in una prospettiva esterna, è proprio per questo motivo che occorre utilizzare estrema cautela quando si affrontano tali tematiche. Ricordando che il valore netto creato dall'acquisizione è il frutto della differenza tra valore d'acquisizione e prezzo pagato, essenziale è sottolineare che il valore di acquisizione dovrebbe corrispondere al prezzo massimo che l'acquirente sarà disposto a pagare per quella determinata *target*. Si tratterà pertanto di un limite superiore, per cui

l'obiettivo principale della potenziale acquirente sarà proprio quello di riuscire a spuntare un prezzo più basso in modo tale da guadagnare in termini di valore netto creato.

Lo scenario bancario e finanziario rende il tutto, se vogliamo, più opaco, la forte asimmetria informativa presente, il maggior potere contrattuale detenuto dalle banche acquisite, i connotati spesso poco trasparenti caratterizzanti le operazioni in questione, non agevolano di certo l'analisi, creando un ambiente in cui non è così immediato capire le logiche di fondo di determinate scelte. Tutto ciò potrebbe ricollegarsi agli studi sugli effetti del fenomeno in Italia che, come si è avuto modo di constatare, sono controversi e talvolta poco significativi se si analizza un campione molto esteso. Per questo motivo sarebbe più utile, laddove possibile, concentrarsi sul singolo caso – anche per quanto affermato in merito al rilevante peso assunto dalla soggettività dell'operazione –. Questa considerazione ci riporta all'acquisizione analizzata, essa rappresenta un modello piuttosto tradizionale, si è detto, se si considera il fenomeno italiano, pertanto potrebbe essere visto come un punto di riferimento anche in merito agli effetti riscontrabili. Questi ultimi però appaiono inquinati dalla congiuntura economica negativa, ciononostante si è tentato ugualmente di intravedere quelli direttamente connessi all'integrazione, questo ha permesso di affermare, anche se con estrema prudenza, che in linea di massima sinergie in termini di razionalizzazione dei costi dovrebbero comparire, magari nel lungo termine, così come dovrebbero essere rilevanti quelle lato ricavi, soprattutto nel caso di gruppi bancari che possono contare su un portafoglio prodotti vasto e integrato. Tutto questo è ancora più vero se si considera quanto affermato dal management di Monte dei Paschi in merito ai vantaggi conseguibili dall'acquisizione, si riteneva, infatti, che risvolti sinergici positivi riguardanti i costi si sarebbero indubbiamente registrati, mentre un qualche grado di incertezza poteva essere rilevato a livello di ricavi, dipendenti in misura molto maggiore dalle evoluzioni di mercato[181]. Gli effetti a

[181] Si veda a tal proposito il "Documento Informativo relativo all'acquisizione di parte di Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A. dell'intero capitale sociale di Banca Antonveneta S.p.A.", Siena 16 giugno 2008, p.11.

livello di rischio, come si è visto, sono più difficili da inquadrare, così come quelli riguardanti la struttura finanziaria.

Le evidenze raccolte portano a concludere che il fenomeno osservato sia per quanto concerne la sua portata in termini di controvalore, che di frequenza delle operazioni effettuate trova negli effetti sinergici conseguibili un movente molto forte, capace di giustificare scelte talvolta anche azzardate, ma soprattutto di esplicare adeguatamente l'attribuzione di determinati valori. Se non esistesse questo presupposto sarebbe molto difficile comprendere come una banca facente parte di un contesto molto strutturato, di un settore assai maturo, in cui le potenzialità in termini di rinnovamento e ricerca e sviluppo sono limitate se confrontate con altri business, possa pagare un prezzo estremamente alto solo per la ricerca di un aumento dimensionale o il recupero di efficienza. È ovvio che le motivazioni siano da ricercarsi nell'intreccio e nelle implicazioni che un incremento della quota di mercato, un'espansione in aree diverse, il raggiungimento di una soglia dimensionale vantaggiosa possono offrire, ma ciò non basta, è necessario che subentrino vantaggi di tipo intangibile, concernenti la fiducia verso la clientela, il *brand*, la cultura aziendale. Solo una commistione tra questi e molti altri fattori potrà davvero consentire di giustificare – o almeno provare – i valori di acquisizione attribuiti, dai quali poi discendono le cifre effettivamente pagate. Ciò non significa che tali risultati saranno poi effettivamente raggiunti, ecco perché in un certo senso il valore di acquisizione potrebbe essere considerato una sorta di 'valore potenziale' espressione, appunto, di tutte le potenzialità insite nell'operazione che si è in procinto di attuare, con le cautele e gli accorgimenti del caso.

BIBLIOGRAFIA

M. Affinito, E. Reviglio, M. Baldassarri, *Banche d'Italia. La genesi dei conglomerati della finanza e la nuova mappa delle relazione banca-impresa*, Mondo economico 24, Il sole 24 ore, Milano, 1998.

P. Biffis, *Il settore bancario*, III edizione, EIF-e.Book, Venezia, 2009.

G. Birindelli, *Variabili e metodi nel processo di valutazione delle imprese bancarie*, Giuffrè, Milano, 1999.

R. Bottiglia, *I grandi gruppi bancari: formazione, sviluppo e crisi*, Giuffrè, Milano, 2009.

A. Carretta, P. Schwizer, *Le fusioni in banca. Gestire l'integrazione per creare valore*, Bancaria editrice, Roma, 2008.

F. Cesarini, *Le aziende di credito italiane: Aspetti strutturali e lineamenti di gestione*, Il Mulino, Bologna, 1981.

F. Cesarini, *Le strategie della grandi banche in Europa*, Bancaria editrice, Roma, 2003.

G. M. Chiesi, *Assetti proprietari e valore nelle banche italiane,* Giuffrè, Milano, 2009.

G. Ferrero, *La valutazione economica del capitale d'impresa*, Giuffrè, Milano, 1966.

M. La Torre, *Le concentrazioni tra banche: riflessi gestionali e dinamiche di mercato,* Utet libreria, Torino, 2000.

R. Lupi, A. Motta, *Manuale delle acquisizioni di imprese: aspetti strategici, finanziari e di valutazione, riflessi contabili secondo i principi nazionali e internazionali, attività di due diligence, strutturazione giuridica e fiscale*, Il sole-24 ore, Milano, 2003.

M. Massari, *Finanza aziendale. Valutazione*, McGraw-Hill, Milano, 1998.

M. Massari, L. Zanetti, *Valutazione – Fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario,* II edizione, McGraw-Hill, Milano, 2008.

S. Miani, A. Proto, U. Rigoni, F. Zen, C. Baldan, M. Polato, (a cura di) P. Biffis, *Le operazioni e i servizi bancari,* V edizione, Giappichelli editore, Torino, 2012.

M. Onado, *Il sistema finanziario italiano. I circuiti di distribuzione del credito: 1964-1978*, Il mulino, Bologna, 1980.

F. Pedriali, *Analisi finanziaria e valutazione aziendale: la logica applicativa con i nuovi principi contabili internazionali*, U. Hoepli, Milano, 2006.

A. Resti, *Le fusioni bancarie. La lezione dell'esperienza*, Bancaria editrice, Roma, 2006.

A. Riva, *Le acquisizioni e le operazioni di finanza straordinaria,* MIX ARACNE editrice S.r.l., Roma, 2009.

E. Rossi, *La finanza della crescita esterna: creazione e distruzione di valore nelle acquisizioni aziendali*, EGEA, Milano, 1999.

M. Sarcinelli, *Capitalismo, mercati, banche. Esiste una via finanziaria, bancaria, imprenditoriale per accelerare la trasformazione dell'Italia?*, Guerini e Associati, Milano, 1997.

P. Savona, A. Sironi, *La gestione del rischio di credito. Esperienze e modelli nelle grandi banche italiane*, Bancaria editrice, Roma, 2000.

Università degli studi di Modena, Dipartimento di economia aziendale, *Fusioni e acquisizioni delle aziende di credito: dimensioni e struttura di gruppo. Atti del Convegno, Modena, 13-14 aprile 1989,* Giuffrè, Modena, 1990.

L. Zanetti, *La valutazione delle acquisizioni: sinergie, rischio e prezzi,* EGEA, Milano, 2000.

ARTICOLI, RELAZIONI, *WORKING PAPER*:

ABI, "*Rapporto 2007 sul mercato del lavoro nell'industria finanziaria*", 2007.

Banca Antonveneta, *Bilanci e Relazioni*, annate varie.

Banca d'Italia, *Bollettino Economico*, annate varie.

Banca d'Italia, *Relazioni annuali*, annate varie.

Banca Leonardo s.r.l., "Relazione di stima del rapporto di cambio relativo alla fusione per incorporazione di Sanpaolo IMI S.p.A. in Banca Intesa S.p.A.", Milano, 12 ottobre 2006.

Banca Monte dei Paschi, *Bilancio consolidato e individuale*, annate varie.

BCE, *Eu Banking Structures,* annate varie.

BCE, "*Mergers and acquisitions involving the EU banking industry*", dicembre 2000.

BCE, "*Bank Mergers, Competition And Liquidity"*, Working Paper No. 292, novembre 2003.

A. Beltratti, G. Paladino, "*Is M&A different during a crisis? Evidence from the European banking sector*", in "Journal of Banking & Finance", n. 37 (12), dicembre 2013, pp. 5394–5405.

M. Calcaterra, "*Banco Santander: abbiamo chiuso con gli investimenti in Italia",* in *"*Il Sole 24 Ore.com*"*, 8 novembre 2007.

E. Carletti, P. Hartmann, G. Spagnolo, "*Bank Mergers, Competition And Liquidity",* BCE Working Paper No. 292, novembre 2003.

G. Chionsini, A. Foglia, P.M. Reedtz, "*Bank Mergers, Diversification And Risk*", Banca d'Italia Banking and Financial Supervision 1, 9 settembre 2003.

Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, "*Convergenza internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali*", giugno 2006.

"Documento di Offerta Pubblica di Acquisto Obbligatoria avente ad oggetto azioni ordinarie Banca Antoniana Popolare Veneta S.p.A. offerente ABN AMRO Bank N.V.", febbraio 2006.

"Documento Informativo relativo all'acquisizione di parte di Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A. dell'intero capitale sociale di Banca Antonveneta S.p.A.", Siena 16 giugno 2008.

E. Fama, "*Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*," in "Journal of Finance", 1970, pp. 383-417.

J. Garabedian, R. Morette, "*Opportunities for Action – Banking on Insurance*", in "Financial Services", The Boston Consulting Group, Inc, 1999.

Group of Ten, *"Report on consolidation in the financial sector"*, gennaio 2001.

Gruppo MPS, "*A Successful Story Enhanced by the Acquisition of Antonveneta*", 12 novembre 2007.

L. Guatri, "*Verso una nuova sistemazione concettuale della varietà pratica dei metodi di valutazione delle imprese*", in "La valutazione delle aziende", 7/1997, pp. 3-13.

R. Moore, *"Banking's Merger Fervor: Survival of the Fittest?"*, in "Financial Industries Studies", Federal Reserve Bank of Dallas, dicembre 1996.

S. Myers, N.S. Majluf, "*Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*", in "Journal of Financial Economics", n.13, pp. 187–221, 1984.

A. Resti, *"Regulation can foster Mergers, can Mergers foster Eficiency? The Italian Case"*, in "Journal of Economics and Business", n. 50 (2), New York, 1998, pp. 157-170.

SITOGRAFIA:

www.abi.it

www.assbb.it

www.bancaditalia.it

www.bankpedia.org

www.bcg.com

www.borsaitaliana.it

www.cariparma.it

www.ecb.int

www.fondazionemps.it

www.group.intesasanpaolo.com

www.ilsole24ore.com

www.kpmg.com

www.mbsconsulting.it

www.mps.it

www.panorama.it

www.treccani.it

www.unicreditgroup.eu

www.wikipedia.org

RINGRAZIAMENTI

Giunta al termine di questo lavoro ci tengo ad esprimere i miei personali e sentiti ringraziamenti a tutte le persone che mi sono state accanto non solo in quest'ultimo periodo ma durante tutto il mio percorso di studi. Essi sono rivolti in primo luogo a tutta la mia famiglia: mia sorella, i miei nonni, i miei zii che mi hanno 'adottato' ospitandomi quando ne ho avuto bisogno, ma in particolare i miei genitori, senza di loro non sarei dove sono ora, devo a loro tutto. Gli sono grata perché mi sono sempre stati accanto comprendendomi, rimproverandomi, incoraggiandomi e sostenendomi in qualunque scelta. Nella speranza oggi di renderli fieri, spero un giorno di riuscire davvero a sdebitarmi.

Ringrazio il mio relatore, il Professor Giorgio Stefano Bertinetti, che mi ha seguita in maniera impeccabile durante questo percorso, incoraggiandomi e guidandomi nella stesura del presente lavoro. Grazie alla sua competenza mi sono riavvicinata ad una materia e, in particolare, ad un ambito estremamente affascinante che spero potrà offrirmi un futuro in termini lavorativi.

Proseguo col ringraziare Pierelia, che è sempre stato presente, ma in questi due anni mi è stato accanto condividendo appieno gioie, preoccupazioni, successi, difficoltà, il suo sostegno è stato fondamentale.

Un grazie di cuore va a Francesca, che mi comprende come neanche io so fare, a Giulia, che c'è sempre stata nonostante tutto.

Ringrazio tutti coloro che hanno condiviso con me l'esperienza di questi anni Andrea e Sara che ho assillato nel corso di questi mesi e che adoro, Matteo, Nicholas, Matteo e tutti coloro che in un modo o nell'altro mi sono stati accanto: Ema, Annalia, Aurora, Filippo, Sandra.

Grazie davvero.

Alessandra