Università
Ca'Foscari
Venezia

Corso di Laurea magistrale (*ordinamento ex D.M. 270/2004*)
in ECONOMIA E FINANZA – Risk Management

Tesi di Laurea

Ca' Foscari
Dorsoduro 3246
30123 Venezia

La concentrazione nel settore bancario

Relatore
Ch. Prof. Antonio Proto

Laureando
Ilaria Maschietto
Matricola 815816

Anno Accademico
2012 / 2013

Indice

INTRODUZIONE 4

Capitolo 1 LE CONCENTRAZIONI BANCARIE

1.1 Introduzione 7

1.2 La crescita interna ed esterna 9

1.3 Aspetti generali delle operazioni di concentrazione 12

1.4 Le principali motivazioni alla base di un'operazione di M&A 14

1.5 Le integrazioni *cross-border* 16

1.5.1 Gli ostacoli alla diffusione delle operazioni di M&A *cross-border* 20

1.6 *Industrial Organization* 22

1.6.1 Le determinanti per l'individuazione della banca *target* 24

1.6.2 Gli aspetti finanziari di un'operazione di concentrazione 28

1.7 *Financial Economics* 36

1.7.1 I modelli di analisi della struttura del mercato bancario 36

1.7.2 Gli indici di concentrazione 40

Capitolo 2 GLI EFFETTI DELLE CONCENTRAZIONI BANCARIE

2.1 Introduzione 43

2.2 Gli effetti sulle performance di borsa 46

2.3 Gli effetti sull'efficienza 48

2.4 Gli effetti sul sistema bancario 50

2.4.1 La relazione tra livello di diffusione delle operazioni di M&A e pressione competitiva, efficienza e stabilità 60

2.5 Gli effetti sulle relazioni con la clientela 62

2.6 Gli effetti sui rischi 67

2.7 Gli effetti dei processi di concentrazione transfrontalieri 69

Capitolo 3 LE OPERAZIONI DI M&A IN ITALIA

3.1 Evoluzione del sistema bancario in Italia 76

3.2 I caratteri delle operazioni di concentrazione in Italia 80

3.2.1 La struttura del sistema bancario italiano 83

3.2.2 Gli studi in materia 88

3.3 La disciplina antitrust italiana 94

3.3.1 Le principali operazioni di concentrazione esaminate dall'AGCM 99

3.4 Il caso Intesa SanPaolo 102

3.4.1 La valutazione della concentrazione da parte dell'Autorità Anti-trust 107

3.4.2 L'andamento post-fusione 112

CONCLUSIONI 119

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI 122

RISORSE ON LINE 132

Introduzione

Il presente lavoro ha l'obiettivo di analizzare il processo di consolidamento bancario, fenomeno considerato di forte attualità soprattutto in questi ultimi anni caratterizzati da una grave crisi finanziaria che ha profondamente modificato la struttura del sistema creditizio nazionale ed europeo. Durante gli anni Novanta esso ha rappresentato un importante fattore di crescita del mercato ma, a partire dal 2008, si è trasformato in un grave elemento di debolezza: le grandi banche, considerate fino a poco prima solide e stabili, hanno iniziato a manifestare segni di fragilità, che in alcuni casi si sono velocemente tradotti in *default* ed insolvenza. Il sistema bancario, da sempre considerato canale di diffusione degli shock e delle crisi all'intera economia, deve essere costantemente monitorato e controllato da parte delle autorità di vigilanza che devono garantire la stabilità del mercato e la sana e prudente gestione degli operatori che ne fanno parte.

Il fenomeno della crescita esterna è stato analizzato attraverso le operazioni di *Mergers & Acquisitions* che, nel competitivo contesto economico degli anni '90, hanno caratterizzato le modalità di crescita aziendale delle banche europee e soprattutto italiane.

Il lavoro è stato strutturato in tre capitoli.

Nel primo capitolo sono stati confrontati i due percorsi di crescita adottabili dalle banche, crescita interna ed esterna, soffermandosi a studiare le tecniche di concentrazione più diffuse. Per poter comprendere appieno questa tipologia di operazioni, sono stati presi in considerazione i fattori ambientali che ne hanno determinato la grande diffusione: la *deregulation* e il fenomeno della globalizzazione dei mercati, la creazione

dell'Unione Europea e in particolare dell'Unione Monetaria Europea e le innovazioni nel campo delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione. Le M&A *cross-border* nascono anch'esse in questo contesto, caratterizzato da mercati sempre più integrati ma, solo nell'ultimo decennio, riescono ad imporsi sullo scenario europeo ed italiano. Gli ultimi paragrafi sono stati dedicati all'analisi delle due metodologie di studio dei processi di concentrazione: l'*Industrial Organization* e il *Financial Economics*. Il primo approccio si focalizza sulle variabili microeconomiche che caratterizzano i processi di fusione ed acquisizione, prendendo in considerazione le determinanti economiche ed extra aziendali e gli aspetti finanziari (costo dell'operazione, fonti finanziarie, modalità di pagamento) che giustificano il ricorso al progetto nel mercato bancario. La seconda metodologia prende in esame il contesto macroeconomico all'interno del quale l'operazione avviene, studiandone la relazione tra struttura, efficienza e stabilità attraverso modelli di analisi ed indici per la stima del livello di concentrazione.

Il tema affrontato nel secondo capitolo riguarda i molteplici effetti prodotti da un'operazione di concentrazione bancaria. In particolare, sono stati presi in considerazione i caratteri del cambiamento della struttura dei sistemi creditizi europei negli ultimi decenni e le conseguenze a livello microeconomico sui soggetti interessati. Gli effetti principali vengono avvertiti soprattutto sulle performance di borsa ed economiche delle banche coinvolte e sul livello di efficienza che, a seguito delle sinergie sfruttabili, può modificarsi migliorando ma, nel caso in cui una produzione e una gestione separata risulti più conveniente di una congiunta, anche peggiorando. Anche le imprese e i clienti, che con la banca entrano costantemente in contatto, subiscono degli effetti e dei cambiamenti nella tipologia del rapporto intrattenuto: anche in questo caso l'aggregazione può portare dei benefici o degli svantaggi a seconda della strategia sviluppata dalla banca.

Il terzo e ultimo capitolo è stato dedicato allo studio del fenomeno delle M&A nel settore bancario italiano: iniziato solamente nei primi anni '90, esso si è rapidamente diffuso grazie all'evoluzione del contesto normativo nazionale: gli elementi di ritardo del mercato bancario (livello di efficienza non adeguato, bassa competitività, forte presenza pubblica) sono stati rapidamente eliminati a favore di un sistema più libero e proiettato verso l'estero. La disciplina Antitrust italiana, definita dalla Legge n. 287/90 e dalla Legge sul Risparmio (Legge n. 262/2005), ha avuto sicuramente un ruolo fondamentale

nel processo di crescita delle banche. Essa ha infatti tutelato la concorrenza e la stabilità sistemica, limitando i processi di espansione delle grandi banche. A conclusione del capitolo e dell'intera tesi, è stato esposto il caso di fusione per incorporazione bancaria portato a termine da Banca Intesa nei confronti di Sanpaolo IMI. L'integrazione ha dato vita al primo gruppo bancario italiano per dimensione e ha creato un soggetto in grado di competere con i grandi intermediari europei, modificandone i precedenti equilibri concorrenziali. Sono state individuate le ragioni che hanno spinto le due banche ad intraprendere una tale operazione e sono stati esposti i dati relativi alle quote di mercato dei depositi e degli sportelli di Intesa SanPaolo. Infine, è stata prodotta un'analisi sui risultati economici del gruppo negli ultimi anni, tenendo in considerazione anche la crisi economica e finanziaria che ha fortemente minato la solidità dell'intermediario.

Capitolo 1

Le concentrazioni bancarie

1.1 Introduzione

La banca si trova ad operare in un mercato in continuo cambiamento, caratterizzato da numerose opportunità da poter cogliere ma anche da minacce esterne da cui doversi proteggere: per mantenere il proprio potere di mercato e il proprio vantaggio competitivo essa deve necessariamente mutare e svilupparsi in modo da adattarsi alle nuove condizioni. Attraverso il modello Ambiente – Strategia – Struttura[1], la letteratura ha cercato di analizzare questo fenomeno del cambiamento, concentrandosi sugli elementi che hanno condizionato le scelte e le decisioni dell'impresa e sugli effetti nella struttura organizzativa aziendale. È opportuno definire il significato dei termini del paradigma: con ambiente si intende il contesto competitivo in cui l'impresa opera e svolge l'attività con lo scopo di raggiungere i propri obiettivi; strategia indica quella serie di scelte e decisioni che indirizzano l'attività dell'impresa verso i suddetti obiettivi; struttura si riferisce all'insieme di risorse e processi organizzati che permettono all'impresa di attuare la strategia.

Le scelte di crescita, interna ed esterna, rientrano tra le strategie adottabili dalle imprese per mantenere e salvaguardare la propria posizione competitiva nel mercato, strategie

[1] Il modello è stato introdotto dal professore statunitense Chandler Jr. A. D. in *Strategy and structure: chapters in the history of the American industrial enterprise*, Mit Press, Cambridge, 1962. Egli evidenziò come la struttura organizzativa di un'impresa fosse direttamente dipendente dalla scelta della strategia da adottare (*structure follows strategy*).

considerate sempre più di cruciale importanza in un contesto determinato dalla veloce mutazione dei fattori ambientali e del sistema economico e finanziario internazionale. I processi di crescita hanno seguito differenti direttrici:

- Espansione dei volumi di vendita: l'impresa, sfruttando le potenzialità della domanda, senza modificare i prodotti offerti e operando negli stessi segmenti di mercato, ha realizzato economie di scala e di apprendimento creando le condizioni per un allargamento e un rinnovo della gamma di prodotti offerti;
- Ampliamento del mercato di riferimento: l'impresa ha sfruttato le economie di produzione congiunta quando le risorse utilizzate si sono rivelate condivisibili tra i differenti settori (ad esempio la rete di distribuzione);
- Rinnovo della gamma di prodotti e servizi e inserimento in nuovi mercati: l'impresa ha attuato una trasformazione totale rispetto alla propria struttura originaria.

Deve essere messo in evidenza che il fenomeno della concentrazione tra imprese, su cui ci si concentrerà, è considerato un processo tipico del settore industriale e commerciale che solo negli ultimi decenni ha iniziato a diffondersi anche in ambito finanziario e bancario: le ricerche e gli studi si sono concentrati maggiormente sulle dinamiche proprie di altri settori e la letteratura riferita alle concentrazioni bancarie risulta essere, quindi, molto recente[2]. Nonostante questo, le operazioni di integrazione sono da considerarsi uno degli elementi che hanno influenzato maggiormente l'evoluzione e la configurazione del settore bancario e creditizio di tutti i Paesi economicamente avanzati negli ultimi anni: il numero delle banche, infatti, è progressivamente diminuito con un conseguente aumento delle dimensioni operative aziendali. Operazioni straordinarie come l'acquisizione di pacchetti azionari, le fusioni e le scissioni hanno determinato le principali trasformazioni del settore bancario, trasformazioni dovute soprattutto alle esigenze di adattamento allo sviluppo del mercato di riferimento. Data la complessità di questi processi (caratterizzati da determinanti e tecniche molto peculiari) e la difficoltà di previsione degli effetti che possono produrre, non sempre essi hanno apportato benefici alle banche, che molto spesso hanno visto, invece, diminuire il proprio livello di redditività o il proprio potere di mercato: proprio per questa ragione, è necessario che il manage-

[2] Uno dei lavori di maggior interesse è quello elaborato dal Group of Ten, *Report on consolidation in the financial sector*, gennaio 2001.

ment analizzi e studi tutte le variabili che potrebbero entrare in gioco e influenzare il risultato dell'operazione.

1.2 La crescita interna ed esterna

Esistono due differenti percorsi di crescita per la creazione di valore all'interno dell'impresa e per il raggiungimento di una dimensione maggiore:

- Crescita per linee interne: creazione o ricorso a strutture proprie per l'espansione dell'attività, utilizzando risorse finanziarie e manageriali interne;
- Crescita per linee esterne: acquisizione di combinazioni produttive e di operatori già funzionanti e organizzati.

La crescita interna può avvenire attraverso strategie di tipo distributivo, quando la banca decide di raggiungere i propri obiettivi con il potenziamento dei canali distributivi (rete di sportelli), oppure di tipo produttivo, quando la banca sviluppa e sperimenta nuovi prodotti e nuovi servizi per il mercato.

La crescita esterna è caratterizzata, invece, da due differenti tipologie:

- Accordi di cooperazione (alleanze strategiche, accordi di licenza, *network* di fornitura e di distribuzione, *joint ventures*): si attua tra le banche un mero rapporto di collaborazione riguardante determinate fasi del ciclo produttivo, salvaguardando perciò l'autonomia giuridica ed economica delle imprese coinvolte;
- Operazioni di concentrazione (fusioni ed acquisizioni): l'integrazione tra banche porta all'accentramento dell'autonomia giuridica ed economica (o di una sola di esse) in capo ad un unico soggetto.

La scelta tra le due alternative è determinante per il raggiungimento degli obiettivi preposti: il management dovrà essere in grado di intraprendere e sviluppare la strategia di crescita più adatta, rimanendo coerente con la propria struttura, l'organizzazione e le risorse disponibili. Crescita per linee esterne e per linee interne dovranno essere, quindi, poste a confronto tra loro, valutando la dimensione degli investimenti, la convenienza e la fattibilità dell'operazione attraverso l'analisi dei costi-benefici[3]. Il confronto rimane

[3] Molto spesso nella prassi si è preferito assumere decisioni di sviluppo convergenti nelle quali le strategie di crescita esterna sono risultate complementari a quelle di crescita interna.

comunque molto complesso a causa della molteplicità delle variabili da presidiare e della numerosità degli effetti che ogni alternativa può causare ma anche dalla diversità del profilo di rischio di ogni opportunità. È necessario svolgere un'analisi quantitativa e qualitativa che determini e misuri l'entità degli effetti prodotti dalla scelta finale (Tabella 1.1).

Tabella 1.1: Classificazione degli effetti indotti della scelta di crescita interna o esterna.

Crescita interna	Corretto dimensionamento degli investimenti Efficienza localizzativa Ricorso a tecnologie d'avanguardia Immediata integrabilità nella struttura preesistente (assenza di costi e tempi di transazione) Processo decisionale agevole e semplice Riflessi sul sistema competitivo causati dall'incremento della capacità produttiva
Crescita esterna	Obiettivi conseguibili in tempi rapidi Superamento delle barriere all'ingresso Possibilità di acquisire competenze scarse Risparmio di costi e tempi nell'acquisizione di quote di mercato Ampie potenzialità sinergiche Riduzione dei rischio sul fronte dell'innovazione tecnologica Aperture di finestre strategiche Effetti positivi sull'immagine Criticità dell'integrazione post-acquisizione

Fonte: Conca V., *Le acquisizioni. Il processo, il mercato, i prezzi*, EGEA S.p.A., Milano, 2001, p. 21.

La scelta di crescita interna rappresenta l'opzione più vincolante e rigida perché, se da un lato essa permette di determinare un livello di investimento ottimale per l'operazione, rientrando nei limiti di budget previsti, dall'altro dà origine ad oneri che necessariamente dovranno essere sostenuti per poter espandere internamente l'attività. Nel caso di crescita esterna, invece, il management ha potere di intervento nella determinazione dell'esborso finanziario attraverso la scelta dell'impresa *target* più adeguata rispetto ai propri obiettivi, rendendo l'alternativa estremamente flessibile nel suo complesso. Per quanto riguarda gli ambiti tecnologici e organizzativi deve essere tenuto conto che, in caso di crescita interna, il management può intervenire sul livello tecnolo-

gico più funzionale da adottare e non dovrà fronteggiare problemi di riorganizzazione produttiva e di ristrutturazione.

Come già esposto precedentemente, gli effetti prodotti sull'ambiente in cui l'intermediario opera e sul livello competitivo variano a seconda della scelta effettuata: la soluzione interna può provocare una diluizione dell'offerta complessiva, data dall'aumento dei volumi produttivi, causando anche effetti destabilizzanti sull'equilibrio del settore; quella esterna, invece, può causare solamente un trasferimento delle quote di produzione da un soggetto ad un altro e risulta essere, nel breve periodo, neutrale rispetto alla situazione precedente. Quando però le operazioni di crescita conducono a posizioni di tipo monopolistico, provocando effetti negativi e destabilizzanti sul sistema, si rende necessario l'intervento delle autorità antitrust.

La creazione di valore per gli azionisti e la formazione di strutture più solide e funzionali per la maggiore competizione europea ed internazionale hanno fatto sì che le banche mettessero in atto strategie indirizzate maggiormente verso l'alternativa di crescita per linee esterne, dati i benefici per l'impresa acquirente come la minimizzazione dei tempi di assunzione di fattori di mercato (quote di mercato, prodotti offerti, canali di distribuzione) e delle competenze (*know-how*). È da notare che gli effetti sinergici e le economie di costo che nascono a seguito dell'unione delle due differenti attività non rappresentano delle variabili determinanti e sono considerate di rilevanza inferiore (si consideri che proprio la sottovalutazione del rischio di mancata sinergia organizzativa o del rischio di incorrere in tempistiche superiori a quanto previsto possono essere alcune delle principali cause di insuccesso).

Il processo di crescita esterna si rivela essere, però, molto complesso sia sotto il profilo finanziario sia per quanto riguarda la struttura tecnica (definizione del prezzo di acquisto, realizzazione della struttura organizzativa societaria ottimale per le parti). I progetti di investimento interno sono caratterizzati, invece, da un elevato rischio di insuccesso legato alla necessità di rispettare i tempi e le esigenze della competizione.

Le potenzialità della strategia di crescita esterna sono, quindi, notevoli ma è fondamentale che durante il processo di pianificazione si considerino tutte le difficoltà e le problematiche che si potranno riscontrare in fase di attuazione, evitando una sottovalutazione della struttura dei costi-benefici dell'operazione che potrebbe provocare uno squilibrio dell'assetto economico-finanziario di partenza.

1.3 Aspetti generali delle operazioni di concentrazione

La banca deve definire la tipologia di sviluppo che massimizzi i benefici ottenibili per la propria attività. Attraverso la crescita per espansione, l'impresa aumenta il volume di produzione dei beni e servizi già offerti, non mutando le caratteristiche dei propri prodotti. Esistono due tipologie di espansione: una trainata dall'andamento generale del settore e una a danno della quota di mercato in mano ai concorrenti (quando il tasso di crescita dell'impresa supera quello del settore di riferimento). È da evidenziare, comunque, che una espansione pura, senza alcuna modifica dei prodotti già distribuiti, è individuabile solo in caso di concentrazione tra banche caratterizzate dalla medesima struttura operativa. Infatti, l'aumento dei volumi produttivi con la conseguente entrata in nuovi segmenti di mercato provocherebbe una richiesta da parte della nuova clientela di nuovi prodotti e di nuove modalità di offerta. La crescita per integrazione verticale, invece, si verifica quando l'impresa entra in nuovi settori situati a monte (mercato di approvvigionamento) o a valle (mercato di sbocco) del processo produttivo tradizionale. Data la peculiarità del settore bancario, considerato di per sé un settore integrato verticalmente, questa tipologia di crescita si verifica solo con riferimento all'acquisizione di particolari attività finanziarie non creditizie. Nella crescita per diversificazione l'impresa entra in settori produttivi non direttamente riconducibili al proprio *core business*. La diversificazione può essere correlata, quando l'area di affari in cui l'impresa entra appare similare a quella in cui già opera, oppure non correlata, quando l'impresa entra in aree di business, si rivolge a segmenti di mercato e utilizza tecnologie che risultano differenti rispetto a quelle con cui ha sempre operato[4].

La modalità tecnica di creazione di vantaggio competitivo più usata nel mercato è la realizzazione di processi di crescita esterna attraverso operazioni di fusione ed acquisizione, indicate con l'espressione inglese *Merger and Acquisition (M&A)*[5]. La concentrazione si può realizzare attraverso forme giuridiche di diversa intensità, come emerge anche dalla Tabella 1.2:

[4] Si veda Mottura P., *Banche – Strategie, organizzazione e concentrazioni*, EGEA Spa, Milano, 2011.
[5] Nel mercato inglese, con l'espressione *M&A* si individuano essenzialmente gli aspetti organizzativi dei processi: attraverso una fusione (*merger*), la società acquirente (*bidder*) incorpora la società acquisita (*target*) e tutte le sue attività e passività; attraverso una acquisizione (*acquisition*), avviene una transazione delle azioni o delle attività della società acquisita alla società *bidder*. I due termini vengono spesso utilizzati come sinonimi, esprimendo dei concetti similari anche se comunque ben differenti.

- Fusione in senso stretto (o pura): rappresenta la forma più forte di concentrazione e si sostanzia nella nascita di una impresa originata dall'unione di due società preesistenti (solitamente di dimensioni simili) che si estinguono e il loro intero patrimonio viene traslato in capo all'impresa di nuova costituzione; quest'ultima diventa necessariamente il centro di imputazione dei rapporti giuridici;
- Fusione per incorporazione (o impropria): si realizza con l'assorbimento di un'impresa *target* da parte di un'altra; la società incorporata si estingue e il suo patrimonio viene traslato in capo alla società acquirente a cui vengono ricondotte sia l'autonomia giuridica sia economica;
- Acquisizione di partecipazioni di controllo (struttura organizzativa di gruppo): rappresenta la forma di concentrazione con un grado di compenetrazione minore e consiste nell'acquisto da parte di un'impresa dell'intero capitale azionario di un'altra società, della sua maggioranza o comunque di una quota sufficiente a condizionarne le scelte di gestione e gli indirizzi strategici; le imprese rimangono comunque distinte giuridicamente anche se il progetto economico diventa unificato[6].

Tabella 1.2: Le tecniche di concentrazione: caratteri giuridico-economici.

	Fusione pura	**Fusione per incorporazione**	**Acquisizione di partecipazioni di controllo**
Autonomia giuridica	Società di nuova costituzione	Società incorporante	Ogni società del gruppo
Autonomia economica	Società di nuova costituzione	Società incorporante	Società capogruppo

Fonte: M. La Torre, *Le concentrazioni bancarie – Riflessi gestionali e dinamiche di mercato*, UTET Libreria S.r.l., Torino, 2000, p. 9.

[6] I gruppi federati rappresentano una forma tecnica di acquisizione di partecipazioni di controllo: il modello organizzativo prevede la presenza al vertice di una banca *holding* detenente la maggioranza o la totalità del capitale delle altre banche appartenenti al gruppo. In capo ad essa ricadono compiti di indirizzo, coordinamento e controllo con un notevole accentramento delle responsabilità manageriali. Il gruppo stesso è definito da una struttura proprietaria caratterizzata da soggetti differenti (banche, fondazioni, assicurazioni, investitori istituzionali, soggetti industriali) e sono presenti unità di business autonome, specializzate per prodotto e società di servizi strumentali a cui vengono decentrate le fasi decisorie.

1.4 Le principali motivazioni alla base di un'operazione di M&A

La diffusione delle operazioni di concentrazione bancaria nei principali Paesi europei ha avuto inizio negli anni '90, grazie al successo dell'esperienza statunitense[7] e spinta sia da motivazioni specifiche dei soggetti coinvolti sia da elementi comuni ai differenti mercati. Il fenomeno, infatti, è stato originato da una serie di fattori ambientali esogeni che hanno interessato tutto il mercato finanziario europeo e che ne hanno modificato profondamente le sue caratteristiche.

Il processo di deregolamentazione e liberalizzazione del settore finanziario e creditizio, manifestatosi a partire dagli anni '80 grazie all'introduzione della Prima Direttiva Bancaria (77/780/CEE), ha dato l'impulso principale al raggiungimento dell'integrazione dei mercati, abbattendo le tradizionali barriere normative ed operative. Questo nuovo ambiente competitivo e il processo di omogeneizzazione delle normative a livello comunitario hanno portato allo sviluppo della globalizzazione dei mercati dei beni e dei capitali, fenomeno attraverso il quale il mercato e l'ambiente di riferimento degli intermediari finanziari si sono velocemente ampliati, costringendo gli stessi a fronteggiare una pressione competitiva maggiore (sia interna sia esterna) e ad adottare nuove modalità di riposizionamento strategico. Solo attraverso le operazioni di concentrazione, che hanno dato la possibilità agli intermediari di diventare più grandi e più efficienti, si sono create le condizioni per il raggiungimento di una posizione dominante all'interno del settore bancario europeo e internazionale in continua evoluzione. Le *cross-border M&A*, integrazioni tra soggetti appartenenti a Paesi diversi, e le *non-overlapping M&A*, operazioni di consolidamento tra banche con specializzazioni differenti e tra banche ed altre imprese finanziarie, nascono proprio in risposta alle nuove regole di mercato.

Assieme alla *deregulation* e alla globalizzazione va aggiunto un ulteriore fattore determinante rappresentato dal mutamento dell'attività bancaria tradizionale, la cui importanza, sia in termini di volumi sia in termini di margini reddituali, stava mano a mano diventando meno significativa. Il processo di disintermediazione, determinato dalla riconversione della tradizionale attività bancaria di intermediazione creditizia in attività

[7] Il fenomeno delle M&A si è sviluppato nel mercato statunitense a partire dagli anni '80, favorito dalla presenza di banche la cui redditività si stava riducendo e il tasso di crescita dei propri *assets* risultava essere molto basso. Negli USA i processi di concentrazione hanno conosciuto una forte espansione soprattutto negli anni Novanta, grazie alla modifica del contesto normativo e alla riduzione di vincoli sull'articolazione territoriale.

finanziarie più coerenti con l'evoluzione dei mercati, ha avuto anch'esso origine dal profondo e rapido mutamento del mercato del credito e ha creato le condizioni per lo sviluppo di nuove tipologie di integrazioni caratterizzate dall'obiettivo di ricerca di nuove e diverse forme di reddito (*revenue-enhancement M&A*).

Negli anni '90 l'innovazione tecnologica, soprattutto nel campo delle comunicazioni, ha determinato una ulteriore evoluzione del mercato bancario e del relativo clima competitivo. L'attività bancaria si è modificata profondamente, permettendo alle banche di rivolgersi ad aree fino a poco prima irraggiungibili, con modalità innovative e tempistiche ridotte. Le limitazioni rappresentate dalla presenza fisica della banca nel territorio attraverso la rete di sportelli e le limitazioni in termini temporali di giorni di apertura e di orari scompaiono a favore di una maggiore velocità e qualità dell'attività di produzione, negoziazione e distribuzione dei servizi finanziari. In questo contesto, la diffusione di operazioni di acquisizione e fusione è legata alla necessità di abbattere gli ingenti costi dovuti all'adozione di queste tecnologie innovative, caratterizzate, appunto, da elevati costi fissi e quindi più facilmente sostenibili da banche di medie e grandi dimensioni.

Un fattore che ha dato notevole impulso alla diffusione delle concentrazioni bancarie e che è risultato di fondamentale importanza soprattutto negli anni duemila, è stata l'introduzione della moneta unica che, grazie alla formazione dell'Unione Monetaria Europea (UME), ha incentivato le dinamiche di globalizzazione e deregolamentazione. Il rischio di cambio sulle transazioni tra soggetti appartenenti a due Paesi differenti ma comunque aderenti all'UME è stato eliminato insieme alle limitazioni legate all'utilizzo delle diverse valute. Per le banche questo importante cambiamento ha comportato il passaggio da un mercato locale e protetto dalle minacce dei concorrenti esterni e internazionali ad un mercato dinamico e aperto alle opportunità e alle esperienze degli intermediari stranieri ma anche caratterizzato da una elevata pressione competitiva.

I fattori sopraelencati possono essere ritrovati nella quasi totalità dei mercati finanziari europei anche se la loro evoluzione ha seguito modalità e tempistiche differenti da Paese a Paese. Necessariamente anche le operazioni di fusione ed acquisizione bancaria sono state caratterizzate da propri ritmi di crescita e di diffusione: questa peculiarità è dovuta all'esistenza di variabili contestuali che, agendo nei differenti mercati, hanno depresso o esaltato l'urgenza di aggregazione. La normativa di vigilanza sugli intermediari bancari e finanziari e i sistemi di regolamentazione nazionale si sono rivelati delle va-

riabili fondamentali in quanto hanno influenzato le scelte operative e organizzative delle banche. È da aggiungere che anche la struttura del sistema creditizio (natura e dimensione delle banche, grado di concentrazione del sistema) presente precedentemente lo sviluppo dei fenomeni di globalizzazione e deregolamentazione ha condizionato l'evoluzione dei processi di consolidamento nel mercato bancario: nei Paesi che hanno ereditato un insufficiente livello di concentrazione, che sono passati da un sistema creditizio caratterizzato soprattutto dalla presenza di banche pubbliche, di banche altamente specializzate o di banche di piccole dimensioni, il ritmo di aggregazione è stato più intenso rispetto ad altri mercati. Un più intenso ricorso alle operazioni di concentrazione può essere dovuto, inoltre, alla necessità di salvaguardia della stabilità del sistema da parte delle autorità di vigilanza che, attraverso operazioni di fusione ed acquisizione, si sono mosse con l'obiettivo di risolvere situazioni di crisi e di difficoltà delle banche. L'autorità statale, la cui presenza all'interno degli assetti partecipativi delle banche è andata via via alleggerendosi, ha mantenuto quindi una funzione di controllore esterno dei meccanismi e degli operatori del mercato bancario e finanziario. Le operazioni di concentrazione si sono rivelate essere degli importanti strumenti, utili alla ridefinizione degli equilibri azionari delle banche e di tutti gli intermediari finanziari.

1.5 Le integrazioni *cross-border*

I processi di fusione e di acquisizione *cross-border* o transfrontalieri individuano quella tipologia di aggregazioni che si realizzano tra operatori bancari appartenenti a Paesi differenti. Questo particolare fenomeno ha iniziato a diffondersi nel mercato europeo ed internazionale solo recentemente, a partire dalla fine degli anni '90, ma, nonostante l'evidente ritardo, può essere affermato che negli ultimi anni una larga quota di operazioni è stata messa in atto nei confronti di soggetti esteri in ambito anche internazionale. Il forte impulso dato dal profondo cambiamento del mercato avvenuto a seguito dei processi di globalizzazione e di deregolamentazione, della formazione dell'Unione Europea e dell'innovazione tecnologica, ha incentivato le imprese e, in particolare, le banche ad espandersi anche nei confronti di segmenti di clientela e di mercato dapprima irraggiungibili, diversificando in questo modo i rischi.

La mutazione dell'ambiente competitivo di riferimento, inoltre, ha indotto le banche a perseguire nuovi obiettivi di miglioramento del grado di efficienza e di redditività: le

operazioni di acquisizione e fusione transfrontaliere si sono, quindi, inserite con successo in questo contesto[8]. Le banche europee hanno intrapreso il complesso processo di integrazione prevalentemente nei confronti di soggetti *target* non appartenenti all'UE (*cross-border* extra-UE), in modo da massimizzare i potenziali benefici derivati dall'operazione. Questa condizione è spiegata dal fatto che le fusioni ed incorporazioni *cross-border* intra-UE, soprattutto negli ultimi anni, possono essere equiparate ad operazioni di tipo domestico, data la sostanziale omogeneità dei sistemi bancari europei e delle normative che li regolamentano[9]. Uno studio empirico del 1999 di Danthine *et al.* ha messo in evidenza come i miglioramenti di efficienza e i potenziali benefici derivanti da aggregazioni tra operatori appartenenti all'Unione Europea e, in particolare, alla Zona Euro sono equiparabili ai vantaggi ottenibili attraverso operazioni domestiche.

Come espresso in precedenza, un notevole impulso alla diffusione dei processi *cross-border* è arrivato dalla formazione dell'Unione Europea e soprattutto dal recente allargamento dei suoi confini[10]. L'ampliamento ad Est ha dato la possibilità alle banche europee di espandersi più facilmente nei Paesi caratterizzati da ampie opportunità di crescita, investimento e sviluppo. A partire dagli anni Duemila le grandi banche occidentali hanno modificato i propri obiettivi di crescita, cercando nei Paesi dell'Europa Orientale dei nuovi mercati di sbocco. Questa condizione è motivata da molte ragioni:

- Strategie di crescita di tipo *follow the client*: un numero sempre maggiore di imprese occidentali ha iniziato ad intrattenere intensi rapporti con i mercati dell'Europa dell'Est (per approvvigionamento e sbocco) e, data l'insufficiente copertura della rete bancaria domestica, le banche occidentali hanno sfruttato questa forte lacuna per espandersi anche in questi Paesi in sviluppo, grazie al supporto dell'esperienza e delle solide strutture operative; le banche hanno così

[8] Lo studio condotto dalla Banca Centrale Europea (BCE) ha registrato 2.153 operazioni di M&A all'interno del mercato bancario dell'Unione Europea nel periodo compreso tra il 1995 e la prima metà del 2000. L'80% di tutte le aggregazioni ha avuto luogo tra banche appartenenti alla medesima nazione: questa situazione nasce dal fatto che il mercato bancario domestico avrebbe dovuto raggiungere un adeguato livello di sviluppo e crescita prima di poter affrontare l'espansione all'estero e la concorrenza di altri operatori internazionali.

[9] Anche la politica monetaria comune e i requisiti espressi dal Patto di Stabilità e di Crescita rappresentano dei fattori che rendono similari i Paesi appartenenti all'UE. Il Patto di Stabilità e di Crescita (PSC) è stato stipulato nel 1997, a correzione ed integrazione del precedente Trattato di Maastricht (1992). Esso prevede per gli Stati aderenti l'obbligo di possedere una situazione di bilancio con saldo a pareggio o positivo nel medio-termine e di adottare tutte le misure e le manovre necessarie per il raggiungimento degli obiettivi dei programmi di stabilità o convergenza.

[10] Nel 2004 l'ingresso è stato realizzato per Cipro, Estonia, Lettonia, Lituania, Malta, Polonia, Repubblica Ceca, Slovacchia, Slovenia, Ungheria; nel 2007 per Bulgaria e Romania.

salvaguardato il proprio rapporto con la clientela, mantenendo il controllo sulle scelte commerciali dei propri clienti, sulle decisioni di investimento e di delocalizzazione, superando le stringenti normative precedenti;

- Minori possibilità di espansione all'interno del mercato domestico: l'elevato grado di concorrenza e le forti pressioni competitive a livello nazionale hanno condotto le scelte di crescita delle banche occidentali verso i mercati dei Paesi appartenenti all'Europa dell'Est, Paesi finanziariamente poco sviluppati e quindi più facilmente penetrabili sia per quanto riguarda il comparto *retail* sia quello *corporate*;
- Politica di privatizzazione: considerata la grave condizione di instabilità finanziaria dei mercati dei Paesi orientali, i governi di questi Stati hanno fortemente incentivato le operazioni di acquisizione e fusione da parte delle banche dell'Unione Europea, offrendo le proprie imprese *target* a prezzi irrisori; proprio grazie alla nuova liquidità disponibile, all'elevato livello di esperienza portata dagli investitori esteri e alla qualità ed innovazione dei nuovi prodotti e servizi è stato possibile completare il risanamento patrimoniale del sistema finanziario e bancario;
- Delocalizzazione produttiva: le imprese europee hanno trasferito la propria attività in Paesi in cui il livello di istruzione della popolazione risultava essere adeguato ma il costo della manodopera molto più basso rispetto agli standard europei e perciò più conveniente;
- Buone potenzialità di crescita: lo sviluppo dell'attività bancaria nei Paesi nuovi membri si inserisce in un contesto generale di crescita delle principali variabili macroeconomiche (livello del PIL e PIL pro capite) [11].
- Maggiore stabilità attesa: l'entrata dei Paesi appartenenti all'Area Est-europea all'interno della Zona Euro avrebbe determinato per gli stessi la necessità di un adeguamento ai parametri e agli standard di garanzia richiesti, a tutela della stabilità del mercato; inoltre la moneta unica avrebbe contemporaneamente eliminato il rischio connesso alla variabilità del tasso di cambio tipico delle attività internazionali;

[11] Per approfondimenti si veda Bank of Austria Creditanstalt, *Comparison of banks: International banks in the New Europe 2004/2005*, luglio 2005.

- Elevate possibilità di crescita reddituale e di creazione di valore per gli azionisti: considerando l'ampia gamma di nuovi servizi e nuovi prodotti finanziari che avrebbero potuto essere offerti alla collettività, i grandi gruppi bancari hanno visto nei nuovi mercati delle considerevoli opportunità di crescita.

I fattori sopraelencati costituiscono sicuramente degli importanti incentivi all'intrapresa di operazioni di concentrazione *cross-border* verso Stati nuovi membri dell'UE ma deve comunque essere tenuto presente che rimane presente il rischio di una sopravvalutazione delle potenzialità di crescita e di sviluppo dell'economia e del settore bancario locale. Inoltre, considerato il notevole numero di processi di aggregazione messi in atto negli ultimi anni, il rischio che tali mercati raggiungano un grado di saturazione nel medio-lungo periodo appare molto elevato.

La Banca Centrale Europea ha esaminato tali operazioni di aggregazione transfrontaliere, confrontandole con quelle intraprese in ambito domestico e ricercandone le motivazioni principali. La ricerca svolta nel 2000[12] si sofferma proprio su queste particolari variabili e mette in evidenza come le decisioni di crescita esterna verso l'estero siano determinate da fattori completamente differenti rispetto a quelli che stanno alla base delle operazioni che avvengono all'interno dei confini nazionali. Queste ultime infatti nascono dalla volontà da parte delle banche di creare economie di scala e sinergie soprattutto nella rete distributiva degli sportelli e nelle funzioni amministrative; le operazioni transfrontaliere, invece, sono dettate da motivazioni legate all'aumento dimensionale, elemento ritenuto estremamente necessario per l'entrata in mercati non domestici e per la creazione di un vantaggio competitivo nei confronti degli altri operatori locali. I processi *cross-border* nascono, inoltre, anche con lo scopo di razionalizzare le funzioni amministrative e di seguire e soddisfare le necessità dei propri clienti attraverso le strategie *follow the client*. In conclusione, quindi, le operazioni domestiche vengono intraprese con lo scopo principale di ottenere un miglioramento della *x-efficiency* relativa ai costi; i processi verso l'estero sono dettati dalla volontà di raggiungimento di una determinata quota di mercato che, solo conseguentemente, determinerà anche una diminuzione dei costi di esercizio.

[12] Si veda BCE, *Mergers and acquisitions involving the EU banking industry*, dicembre 2000.

1.5.1 Gli ostacoli alla diffusione delle operazioni di M&A *cross-border*

Come già precedentemente evidenziato, inizialmente i processi di M&A bancari tra Paesi differenti non si sono diffusi quanto le operazioni di ambito domestico: la ragione alla base di questo limitato sviluppo è strettamente connessa ad alcuni importanti fattori, analizzati in alcuni studi empirici.

Nel loro lavoro del 2004, Buch e DeLong hanno determinato le due variabili che, nella maggioranza dei casi, entrano direttamente in campo nelle decisioni di intrapresa di un'operazione di concentrazione *cross-border*:

- La presenza di costi di informazione: costi connessi alla raccolta delle informazioni sui nuovi segmenti di clientela e sul nuovo ambiente in cui si andrà ad operare;
- L'esistenza di differenze nei regimi di regolamentazione vigenti.

Con costi di informazione ci si riferisce a tutti gli oneri connessi al reperimento della documentazione relativa alla nuova clientela e al suo livello di rischiosità. Questi costi possono anche aumentare considerevolmente nel momento in cui la banca decide di rivolgere la propria attività nei confronti di mercati distanti sia geograficamente sia culturalmente. La difficoltà di comunicazione legata alle forti differenze linguistiche e, in molti casi, anche alle differenze nei sistemi legali e finanziari possono creare notevoli complessità organizzative e rallentamenti nella gestione del business. È evidente come, affinché l'operazione si svolga il più velocemente e il più semplicemente possibile, tra gli Stati coinvolti debbano essere presenti dei basilari fattori comuni: una struttura legale similare e un sufficiente livello di esperienza in campo bancario e finanziario sono elementi che determinano le condizioni minime per poter sviluppare la banca attraverso un'operazione di concentrazione.

La seconda variabile che determina una forte influenza in questa tipologia di scelte strategiche è rappresentata dalle normative vigenti nei due Paesi e dal loro grado di diversità. In particolare, lo studio di Buch e DeLong ha preso in considerazione il grado di libertà economica dello Stato di appartenenza della banca acquisita e la presenza all'interno dello stesso di organismi finanziari di carattere internazionale. Il livello di libertà economica è stato stimato attraverso l'utilizzo di un indice, elaborato dalla Heritage Foundation: esso rappresenta una *proxy* del grado di coinvolgimento delle autorità governative nel mercato bancario nazionale e, quindi, anche del grado di privatizzazione

presente. Quanto più basso risulta il livello di coinvolgimento, tanto maggiore sarà la possibilità per la banca estera di entrare nel mercato, considerando infatti la minore presenza di barriere all'entrata. In generale, i Paesi in cui sono presenti istituzioni finanziarie operanti anche a livello internazionale vengono considerati più economicamente liberali e con maggiori opportunità e potenzialità di crescita dimensionale per i soggetti bancari esteri.

Le due variabili sopra esposte, costi di informazione e differenze nei sistemi legali, sono elementi di disincentivo che possono essere ritrovati in tutte le operazioni di concentrazione transfrontaliere. Esistono comunque degli ulteriori elementi, non comuni a tutti gli operatori e a tutti i Paesi, che ostacolano fortemente l'intrapresa di questa tipologia di processi: il livello di esperienza degli organi direttivi e del management, che spesso risulta essere insufficiente per la complessità delle operazioni; l'elevata difficoltà dei processi di integrazione strutturale ed organizzativa e di gestione della tecnologia in fase aggregativa; la molteplicità delle strategie attuabili; il livello di cultura in ambito finanziario della banca *target* e della clientela della medesima banca, spesso ritenuto inadeguato.

Le integrazioni che avvengono tra Paesi appartenenti all'Unione Europea, come già ricordato, minimizzano questa tipologia di problematiche; le operazioni tra banche dell'Europa occidentale ed orientale, però, devono affrontare una serie di difficoltà che possono anche determinare l'insuccesso della strategia. Ulteriori fattori che entrano in gioco riguardano quelli legati alle diversità di contesto sociale, culturale ed economico in cui operano le banche: i rischi operativi, legati al complesso processo di integrazione dei sistemi di controllo, di *risk management* e di contabilità possono diventare sensibilmente significativi se i Paesi *target* ancora non sono sufficientemente sviluppati in ambito finanziario (come, appunto, gli Stati dell'Est Europa).

Un ulteriore elemento di rischiosità risulta connesso alla spesso insufficiente normativa in ambito bancario e finanziario e dall'assenza di organi con compiti di controllo e tutela dell'equilibrio concorrenziale e del mercato in generale.

1.6 *Industrial Organization*

I metodi e gli approcci adottati per lo studio dei fenomeni di concentrazione bancaria sono stati originariamente elaborati a favore di altri settori economici e in un secondo momento adattati alla realtà bancaria, con le sue peculiarità e caratteristiche: proprio per questa ragione essi sono contraddistinti ancora da alcune lacune, nonostante abbiano condotto ad apprezzabili risultati. Essi prendono in considerazione sia le differenti variabili microeconomiche sia i risvolti macroeconomici del processo, senza riuscire però a riportare ad unità e coerenza i risultati ottenuti, con una evidente perdita di significatività. Si possono, quindi, individuare due filoni di analisi:

- Approccio dell'*Industial Organization*: ricomprende gli studi basati sugli aspetti microeconomici, cioè quelli riferibili alle diverse problematiche che interessano le imprese coinvolte in un'operazione di concentrazione.
- Approccio del *Financial Economics*: si riferisce a quelle ricerche che analizzano il fenomeno da un punto di vista macroeconomico, che prendono in considerazione cioè gli equilibri del mercato bancario in termini di efficienza, concorrenza e vigilanza con l'analisi delle relazioni tra struttura ed efficienza dei mercati, con l'individuazione delle misure più idonee per la misurazione del grado di concentrazione del settore del credito e con lo studio del ruolo della vigilanza nei processi di integrazione;

Considerando il processo di concentrazione in un'ottica microeconomica, devono essere analizzate le variabili aziendali che entrano in gioco nell'operazione. In fase di progettazione, vi sono differenti motivazioni strategiche ed economiche che spingono la banca ad intraprendere determinate modalità di crescita e di sviluppo produttivo: le acquisizioni permettono di mantenere il nome dell'impresa *target* e le sue specializzazioni operative; le fusioni comportano un accentramento delle decisioni di ordine strategico e gestionale con la produzione di notevoli benefici in termini di efficienza ma con sensibili problemi di integrazione. A questo deve essere aggiunta anche l'influenza esercitata dai vincoli e dalle normative di vigilanza prudenziale che mirano al mantenimento della stabilità del sistema e alla sana e prudente gestione della banca attraverso il controllo sull'articolazione territoriale, sulle fusioni e sulle partecipazioni detenibili[13]. Un altro

[13] In Italia, fino alla fine degli anni '80, vigeva una normativa molto restrittiva in tema di articolazione territoriale e di acquisizione di partecipazioni: ciò ha comportato un notevole disincentivo al ricorso a

importante fattore è rappresentato dalla tipologia di relazione stabilita con la clientela di riferimento e dalla sua fiducia nei confronti della banca: l'apertura di nuovi sportelli bancari o l'acquisizione di una rete territoriale già operante nell'area di interesse comportano degli effetti differenti sul raggiungimento degli obiettivi preposti.

Nella scelta del percorso evolutivo da mettere in atto, la determinante più importante rimane comunque la massimizzazione della ricchezza della banca e, quindi, la capacità di creare valore aggiunto per gli azionisti (*shareholders*). Il metodo dell'*Economic Value Added* (EVA)[14] prende in considerazione la capacità di remunerazione del capitale e i costi connessi all'operazione di concentrazione, che devono risultare inferiori al valore attuale dei benefici ottenibili definiti dal reddito netto totale che la banca di nuova costituzione sarà in grado di generare:

$$EVA = NOPAT - (i_{WACC} - C) \tag{1.1}$$

$$EVA = (r - i_{WACC}) \times C \tag{1.2}$$

dove con *NOPAT* (*Net Operating Profit After Tax*) si intende il risultato operativo al netto delle tasse, con i_{WACC} (*Weighted Average Cost Of Capital*) si intende il costo medio ponderato del capitale, con *C* il capitale investito ed $r = \frac{NOPAT}{C}$[15]. L'aumento del valore del capitale della banca si potrà ottenere solamente quando l'EVA dell'investimento nell'operazione di concentrazione risulterà superiore a zero.

Per verificare se effettivamente il processo di acquisizione ha prodotto un aumento del valore per gli azionisti, vengono monitorate le variazioni del prezzo azionario della banca e, soprattutto, dell'indice *price/earnings*. Deve essere tenuto presente che il valore di massimizzazione per gli azionisti e quello di massimizzazione per il mercato possono differire tra loro e i prezzi di mercato rappresentano semplicemente degli indicatori sintetici di variazione della ricchezza, sui quali è possibile elaborare delle considerazioni sul futuro andamento del progetto dato che incorporano il valore attuale dei benefici finanziari futuri.

---

processi di concentrazione. Grazie alla legge n. 218 del 1990 (legge Amato), il sistema bancario è stato completamente ristrutturato, riducendo gli obblighi di vigilanza e incentivando tutti quei processi di acquisizione e fusione ispirati a motivazioni economiche e strategiche. Si veda Paragrafo 3.1.

[14] Elaborato dall'economista americano Bennet Stewart della società di consulenza Stern Stewart & Co. alla fine degli anni '80.

[15] Per le banche si devono apportare delle modifiche al valore del *NOPAT* e di *C*, in modo da renderli coerenti con l'effettivo livello patrimoniale e reddituale (a tal proposito si veda www.sternstewart.com).

1.6.1 Le determinanti per l'individuazione della banca *target*

A seconda degli obiettivi e delle motivazioni delle banche coinvolte, le concentrazioni assumeranno caratteri propri, differenti da caso a caso. La fase di individuazione della banca da integrare ed acquisire rappresenta uno step fondamentale nel processo di concentrazione: esso, infatti, è uno dei fattori che determina il successo o l'insuccesso dell'operazione. La banca *target* deve avere delle caratteristiche operative, strutturali e gestionali coerenti con gli obiettivi di crescita e sviluppo della banca acquirente. Proprio per questo motivo deve essere svolta dal management un'analisi che valuti le determinanti quantitative e qualitative delle alternative disponibili, in modo da individuare la controparte più adeguata all'operazione, attraverso l'utilizzo di informazioni:

- Pubbliche (analisi di bilancio, elaborazione di indici relativi alle differenti aree operative, confronto con il *benchmark* di riferimento e i dati della banca acquirente): questa tipologia di informazioni viene utilizzata quando i campioni di banche sono molto numerosi, nonostante sia soggetta ad alcune criticità di correttezza metodologica (misure standardizzate ed influenzate dai principi contabili, possibile distorsione dei valori legata alla decisione di acquisizione);
- Interne alla banca: è possibile affiancare le informazioni di tipo contabile con ulteriori informazioni ottenute grazie al contatto diretto con le controparti coinvolte quando il numero dei soggetti disponibili all'operazione è limitato, in modo da rendere l'analisi più dettagliata e corretta.

Possono essere individuati due fondamentali ambiti in cui ricomprendere le principali motivazioni che spingono le banche verso le operazioni di crescita esterna:

- Economico-aziendale (aumento dell'efficienza e del potere di mercato, diversificazione dei rischi, salvataggio delle banche in *default*): legato a variabili oggettive quali l'aumento del valore del capitale degli azionisti e l'aumento di redditività;
- Extra aziendale (prestigio e motivazioni personali del management, protezione, emulazione): connesso a variabili soggettive come il raggiungimento degli interessi degli organi direttivi e del management.

È innanzitutto importante specificare che, indipendentemente dalla motivazione che spinge la banca ad affrontare il processo di concentrazione, l'effetto intermedio che si

otterrà è quello dell'aumento dimensionale. Questo rappresenta un elemento fondamentale per il raggiungimento degli obiettivi che di seguito verranno esposti, dato che, nella continua evoluzione del mercato internazionale altamente competitivo e contraddistinto dall'ingresso di soggetti sempre più forti, le banche di dimensione limitata non sarebbero in grado di realizzarli.

I processi di concentrazione vengono messi in atto soprattutto con l'obiettivo di ottenere livelli di efficienza più elevati. Per ottenere un aumento dell'efficienza operativa, cioè l'abbattimento e la razionalizzazione dei costi e la realizzazione di economie di costo, la maggiore dimensione ottenuta attraverso operazioni di fusione ed acquisizione diventa una determinante fondamentale. Negli anni '50 si riteneva che l'efficienza operativa si potesse realizzare attraverso:

- Economie di scala: all'aumento dei volumi produttivi di output si associa una diminuzione del costo medio unitario di produzione, dato che i costi fissi vengono sopportati da un numero maggiore di beni (consentendo una riduzione del prezzo di vendita a parità di profitto oppure un aumento dei profitti a parità di prezzo);
- Economie di scopo (o economie di produzione congiunta): la produzione congiunta di differenti output da parte dell'impresa permette di ridurre[16] il costo medio unitario grazie all'utilizzo degli stessi fattori produttivi.

Da quel momento in poi però l'attenzione degli economisti è andata sempre più concentrandosi verso una nuova accezione di efficienza: la *x-efficiency*[17]. Essa individua l'efficienza connessa con un utilizzo più ottimale delle risorse disponibili per il medesimo livello di produzione. Dall'unione tra l'efficienza basata sull'abbattimento dei costi a parità di prodotti venduti (*cost efficiency*) e l'efficienza basata sull'aumento dei ricavi a parità di risorse (*revenue efficiency*) nasce la *profit efficiency*, basata sulla massimizzazione dei profitti attraverso una adeguata combinazione di risorse e produzione. Legate a questa nuova espressione sono, quindi, anche tutte le abilità e competenze in capo al management della banca che rendono effettiva la riduzione delle inefficienze tecniche ed organizzative presenti. Le capacità manageriali risultano essere un fattore di

[16] La riduzione viene determinata sulla base del confronto con la produzione separata degli stessi output.
[17] Si veda H. Leibenstein, *Allocative efficiency versus "x-efficiency"*, in American Economic Review, volume 56, 1966.

cruciale importanza per l'individuazione della combinazione migliore dei fattori produttivi e per il successo delle operazioni di concentrazione: è proprio per questa ragione che, per poter verificare se il maggior valore ottenuto grazie all'incremento dell'efficienza sia effettivamente conquistabile, gli economisti devono valutare ogni singola operazione, data l'impossibilità di ritrovare dei risultati generali per tutto il settore bancario.

Le operazioni di concentrazione possono essere originate anche da determinanti legate al rafforzamento del potere di mercato della banca e possono essere individuate come modalità di aggressione o di difesa dai potenziali concorrenti. Attraverso il riposizionamento nel territorio, l'estensione dell'area territoriale servita o l'aumento della penetrazione nelle zone già coperte, la quota di mercato di riferimento cresce e si rafforza, consentendo alla banca di gestire il livello dei prezzi dei propri prodotti finanziari. In condizioni di forte concentrazione (ad esempio in caso di oligopolio, contraddistinto dalla presenza di un numero molto basso di imprese con un forte potere di mercato), i soggetti che risentirebbero della fissazione arbitraria dei prezzi sarebbero necessariamente i clienti. Proprio per questo motivo questa tipologia di determinante è posta sotto stretto controllo da parte delle autorità di vigilanza nazionali, le cui restrizioni normative influenzano direttamente le modalità di sviluppo e di crescita delle banche e del sistema bancario.

Un ulteriore fattore che incentiva la diffusione di operazioni di concentrazione nel mercato bancario è la possibilità di gestire più efficacemente i rischi finanziari attraverso una riduzione del livello di correlazione tra le attività, garantita dalla diversificazione del portafoglio dei prestiti. La diversificazione può riguardare sia l'attività svolta, con lo sviluppo di un'offerta di prodotti e servizi differenti più completi e innovativi, sia il posizionamento territoriale, con lo svolgimento della propria attività in zone o nei confronti di mercati diversi. È essenziale che la banca studi e conosca il nuovo mercato a cui rivolgersi e la nuova attività da svolgere, pena l'esito negativo del processo di diversificazione e l'aumento del grado di rischiosità del proprio portafoglio.

Le operazioni di fusione e acquisizione possono essere legate anche alla necessità di salvataggio di una banca che versa in situazione di difficoltà o di crisi e quindi di salvaguardia della clientela e del settore creditizio stesso. Sono le autorità di vigilanza che facilitano questa tipologia di processi: le banche più sane e più forti nel mercato vengo-

no incentivate ad acquisire gli intermediari in fase di dissesto che, a loro volta, si appoggiano alla struttura gestionale e finanziaria di un soggetto economicamente sicuro. A seconda delle dimensioni dell'intermediario le responsabilità a capo delle autorità variano. Esse, infatti, devono agire con l'obiettivo di mantenere la stabilità generale e di minimizzare i costi di salvataggio, evitando che il *default* di una banca o di un intermediario possa provocare danni a tutto il sistema bancario e, più in generale, a tutto il sistema finanziario. Le ripercussioni negative causate dalla crisi di una banca, infatti, non inficerebbero solamente la fiducia nei confronti di quella banca, ma coinvolgerebbero anche le banche creditrici di quella in *default* che non sarebbero più in grado di far fronte alle proprie necessità di liquidità e alle richieste dei propri depositanti. Deve essere però messo in evidenza che se da un lato attraverso i processi di consolidamento le autorità tentano di arginare i casi di dissesto finanziario, dall'altro sono proprio gli stessi processi che, producendo a loro volta dei soggetti molto più grandi e quindi molto più sistemicamente rischiosi, non potrebbero essere lasciati fallire (*too big to fail*) in caso versassero in situazioni di grave crisi[18].

Oltre a motivazioni economiche, esistono anche dei fattori extra aziendali che possono influenzare le scelte di crescita. In fase decisoria, infatti, possono entrare in gioco delle determinanti personali che incentivano la conclusione di operazioni di concentrazione da parte dei manager, attirati, in un'ottica di breve periodo, dai maggiori compensi ottenibili e dai benefici in termini di prestigio, di notorietà e di visibilità sociale (possibilità di accedere a posizioni di potere superiori a quelle già ricoperte). Inoltre, in un'ottica di lungo periodo, il vantaggio più evidente è la minor probabilità di perdita del lavoro e di interruzione della propria carriera, ottenuto grazie all'aumento della dimensione aziendale e alla diversificazione produttiva e geografica che stabilizzano i profitti e riducono il rischio di *default* della banca. È proprio per questi motivi che spesso si creano dei forti conflitti di interesse tra il management e gli azionisti, soprattutto nei casi in cui i pro-

[18] Questo fattore può comportare delle conseguenze sia positive sia negative nel mercato: le banche di maggiori dimensioni infatti possono ritenersi più sicure e molto più tutelate rispetto a quelle più piccole perché le autorità di vigilanza sicuramente interverrebbero in caso di fallimento; le stesse banche però potrebbero approfittare di questa condizione, mettendo in atto comportamenti opportunistici e di *moral hazard* che danneggerebbero la collettività e il sistema bancario. Il *moral hazard*, nel contesto macroeconomico, rappresenta il comportamento di alcuni operatori di un mercato: essi sono portati a intraprendere investimenti molto rischiosi quando i costi derivanti da un possibile esito non positivo sono sopportati dalla collettività o da altri operatori. Nel nostro caso gli intermediari di grandi dimensioni, sapendo di ricoprire un ruolo decisivo nel sistema, possono ritenersi protetti dalle autorità di vigilanza che, in caso di difficoltà, non permetterebbero il crearsi di condizioni per un possibile fallimento.

cessi di crescita portano la banca ad assumere una dimensione oltre il proprio limite ottimale con una diminuzione immediata del valore per gli azionisti[19].

Le operazioni di M&A vengono intraprese anche con lo scopo di:

- Difesa nei confronti dei *competitors*: in un ambiente in continua evoluzione e sviluppo, le decisioni di integrazione da parte del management vengono intraprese con l'obiettivo di tutelare la propria quota di mercato e mantenere la propria posizione competitiva, tentando di respingere le minacce esterne e di allontanare la possibilità di essere individuati come una possibile banca *target*;
- Emulazione delle dinamiche di crescita dei concorrenti: per evitare di perdere la propria posizione competitiva e rimanere indietro nei processi di sviluppo del mercato, le banche possono decidere di imitare le decisioni di crescita dei migliori operatori del settore con il rischio, però, nel caso in cui non vi sia effettiva necessità o convenienza economica, di incorrere in perdite in termini di efficienza e redditività.

1.6.2 Gli aspetti finanziari di un'operazione di concentrazione

Durante la fase di studio della fattibilità di un'operazione di concentrazione, la banca acquirente deve valutare gli aspetti finanziari connessi al processo e, quindi, definire il valore e il prezzo della banca *target*, individuare le fonti finanziarie e la modalità di pagamento adeguate.

Attraverso l'analisi dei bilanci d'esercizio e di tutti i documenti contabili ritenuti significativi ma anche attraverso le informazioni interne ottenute grazie a ricerche e studi diretti, la *bidder* deve determinare il valore della banca da acquisire. Il valore di trasferimento, per poter rappresentare realmente l'effettivo valore dell'operazione, dovrebbe

[19] La situazione delineata si verifica in caso di mercati imperfetti, dove non è presente una piena efficienza informativa. Attraverso l'entrata dei manager nel capitale della banca, l'individuazione di un soggetto azionista che controlli le azioni e decisioni del management oppure la nomina di un Cda indipendente che medi tra le due categorie e i rispettivi obiettivi, si è tentato di arginare questa tipologia di comportamenti scorretti.

incorporare anche il valore prospettico della nuova banca e, quindi, anche il maggior valore ottenibile grazie allo sfruttamento delle eventuali sinergie[20].

Proprio per poter individuare il prezzo della banca acquisita è fondamentale determinare il valore della banca *bidder* e *target*, il valore della nuova banca e il valore strategico (definito dalla differenza tra il valore della banca di nuova costituzione e il valore della banca acquirente), da cui deriva il premio e il definitivo prezzo di acquisto[21].

Affinché un'operazione di concentrazione abbia successo è necessario che essa generi valore e, quindi, che il valore della nuova impresa sia superiore alla somma dei valori delle due imprese considerate singolarmente. Il beneficio della concentrazione (*B*) è perciò definito:

$$B = V_{A+B} - V_A - V_B \tag{1.3}$$

dove V_A e V_B rappresentano rispettivamente il valore della *bidder* e della *target* e V_{A+B} il valore della nuova banca.

Il costo dell'operazione (*C*) è definito dalla differenza tra il prezzo pagato per l'acquisizione (P_B) e il valore della banca *target* e corrisponderà al premio (*PR*) che la banca acquirente pagherà per poter concludere l'operazione:

$$C = P_B - V_B \tag{1.4}$$

$$P_B = V_B + PR. \tag{1.5}$$

Il valore del premio è direttamente connesso alla presenza e alla ripartizione dei benefici tra le banche coinvolte ma anche alla modalità di pagamento. L'obiettivo della banca acquirente sarà quello di minimizzare il suo valore, la banca *target* invece dovrà tentare di massimizzarlo: la sua misura sarà, quindi, dipendente dall'abilità di negoziazione degli operatori e dal livello di concorrenza presente nel mercato. Deve essere tenuto presente che l'onere effettivamente sostenuto dalla banca acquirente molto spesso si allontana e risulta essere significativamente superiore rispetto a quello ottenuto dalle valutazioni, questo a causa di peculiarità del mercato bancario (caratterizzato da una domanda di beni e servizi che supera l'offerta) e dal determinante ruolo delle autorità di vigilanza

[20] Gli effetti sinergici possono essere riferiti ai costi, quando avviene una diminuzione degli oneri incrementali, oppure ai ricavi, quando il livello di reddito aumenta. Il loro valore non emerge dall'analisi dei bilanci aziendali.

[21] Per approfondimenti si veda Sinkey J. F., *Commercial bank financial management*, Prentice Hall, New Jersey, 2001.

che hanno spesso influenzato e incentivato le decisioni di concentrazione. Quando l'operazione avviene per acquisizione, il prezzo pagato e l'effettivo valore della *target* possono discostarsi sensibilmente in quanto, oltre al valore nominale delle azioni acquistate, il prezzo incorpora anche un premio di maggioranza (quando viene garantito il controllo o per percentuali di minoranza qualificata) o uno sconto di minoranza (per percentuali di minoranza frazionata), legati alla dimensione del pacchetto scambiato.

Solo se i benefici saranno superiori ai costi l'operazione avrà successo:

$$B - C = (V_{A+B} - V_A - V_B) - (P_B - V_B) > 0 \tag{1.6}$$

$$B - C = V_{A+B} - V_A - P_B > 0. \tag{1.7}$$

Il modello sopraesposto rappresenta il caso generale, che verrà applicato con configurazioni differenti a seconda dei casi trattati.

Per definire il valore delle banche coinvolte (V_A, V_B) e della banca di nuova costituzione (V_{A+B}) vengono utilizzate delle metodologie tipiche dell'ambito industriale, solo in seguito adattate al mercato bancario e finanziario: sono i modelli sui flussi di risultato, i metodi patrimoniali, i metodi misti e i metodi di mercato[22].

I modelli di flusso sono suddivisi in due differenti approcci:

- Modelli finanziari: il valore della banca è calcolato attraverso l'attualizzazione dei flussi monetari generati (*Discouted Cash Flow* – DCF);
- Modelli reddituali: il valore della banca è calcolato attraverso l'attualizzazione dei redditi futuri attesi.

In generale, il valore della banca *X* è definito dalla somma del valore attuale dei flussi di cassa generati (*cash flow* – CF_t) e del valore finale della banca (W_n):

$$V_X = \sum_{t=1}^{n} \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{W_n}{(1+r)^n}. \tag{1.8}$$

La correttezza della stima dipende sia dalla natura dei flussi (puntuali o attesi normalizzati) e dal regime di capitalizzazione (perpetua o limitata), sia dalla scelta del tasso di crescita atteso per i flussi e dal tasso di attualizzazione[23]. Per le banche, la stima del va-

[22] Per maggiori approfondimenti si vedano Massari M. e Zanetti L.,*Valutazione – Fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario*, McGraw-Hill, Milano, 2008; Guatri L., *Trattato sulla valutazione delle aziende*, EGEA, Milano, 1998.

[23] Uno dei metodi più utilizzati è il metodo reddituale puro che attualizza il reddito annuale atteso normalizzato (con durata illimitata) ed è dato da $V = \frac{R_{norm}}{r}$. Il reddito, quindi, viene depurato dalle componenti

lore dei *cash flow* non appare molto semplice, in quanto risulta difficoltoso definire con precisione l'entità di due particolari quantità che li compongono: il debito e il reinvestimento. Infatti, se per una qualsiasi altra azienda il debito rappresenta una fonte di finanziamento, per le banche esso rappresenta l'attività svolta stessa, con particolari implicazioni sul valore della banca. Anche il reinvestimento, inteso come somma tra gli investimenti netti e il capitale circolante, non è facilmente individuabile: gli investimenti delle banche si concentrano soprattutto negli *intangibles*, rientrando tra le spese operative in bilancio; inoltre, una buona quota del bilancio appartiene alle categorie di attività correnti e passività correnti (la differenza rappresenta proprio il capitale circolante), rendendo questi due valori molto elevati e volatili nel tempo.

I metodi patrimoniali, invece, individuano nel valore del patrimonio il valore effettivo della banca. Esistono due approcci:

- Metodo patrimoniale semplice: le poste attive e passive vengono inizialmente valutate analiticamente e poi sommate alle plusvalenze e alle minusvalenze relative (*book value approach*); il valore così ottenuto deve essere rettificato in base alla qualità e alla tipologia dei singoli elementi e alla struttura di bilancio (capitale netto rettificato – *W*);
- Metodo patrimoniale complesso: il valore del capitale netto rettificato deve essere integrato con il valore dei beni immateriali (*intangible asset*).

Deve essere evidenziato che la componente principale del valore del premio è determinata dal valore dei beni immateriali. Esistono due tipologie di *intangible asset*:

- Beni identificabili: maggior valore connesso ai crediti, ai depositi e alle attività finanziarie;
- Beni non identificabili (*goodwill*): l'immagine, la reputazione, il valore del capitale umano e del management.

Il valore di avviamento alla raccolta rappresenta un elemento immateriale molto importante nel settore bancario in quanto la componente dei depositi entra direttamente nel calcolo del valore della banca. Nella prassi, al capitale netto rettificato viene sommata

straordinarie e dagli effetti delle politiche di bilancio sulla base delle peculiarità passate, attuali e future della banca.

una percentuale dei depositi che si modifica a seconda della tipologia della raccolta (8-15% per la raccolta diretta, 1-5% per la raccolta indiretta).

L'oggettività dei dati utilizzati, non condizionati dalle aspettative o dalle valutazioni degli analisti (cosa che invece accade con il metodo DCF), rappresenta uno dei maggiori vantaggi dell'approccio patrimoniale; deve però essere evidenziato che i metodi semplici sono influenzati dai principi di contabilizzazione mentre i metodi complessi dalla soggettività della valutazione dei beni immateriali.

L'approccio misto unisce tutti quei modelli che considerano gli aspetti valutativi sia patrimoniali sia reddituali, sfruttando i vantaggi dell'oggettività della prima metodologia e della sensibilità prospettica dell'andamento dei flussi di cassa della seconda.

I due modelli modificano le formule (1.3), (1.4), (1.7) (Tabella 1.5).

Tabella 1.5: Il beneficio e il costo di un'operazione di acquisizione secondo i modelli dei flussi di cassa e patrimoniale.

Metodo dei flussi di cassa	Metodo patrimoniale
$B = CF_{A+B} - CF_A - CF_B$	$B = W_{A+B} - W_A - W_B$
$C = P_B - CF_B$	$C = P_B - W_B$
$B - C = CF_{A+B} - CF_A - P_B > 0$	$B - C = W_{A+B} - W_A - P_B > 0$

Fonte: La Torre M., *op. cit.*, 2000.

Entrambi i metodi, però, non prendono in analisi il valore di mercato delle banche coinvolte, valore a cui gli investitori sono maggiormente interessati considerando che rifletterà le aspettative sul futuro andamento dell'impresa. I multipli di mercato individuano proprio questo valore ma è da evidenziare che questi ultimi sono utilizzabili solo in presenza di mercati borsistici efficienti e quando il settore bancario può ritenersi adeguatamente rappresentato attraverso il loro valore. Vengono, quindi, preferibilmente adottati come sistemi comparativi e integrativi rispetto ai metodi tradizionali. Gli indici più importanti sono il *price/earnings*, il *price/book value*, il *price/cash flow* e il dividendo/prezzo.

Il multiplo *price/earnings per share* – $\frac{P}{E}$ è composto dal rapporto tra il prezzo di mercato della banca e l'utile per azione. Il valore finale dell'indice dipende dalla natura dei due elementi che lo compongono: il prezzo di mercato preso in considerazione può essere ricavato dal prezzo medio o dall'ultimo prezzo rilevato; l'utile per azione, invece, dal reddito normale atteso delle azioni ordinarie o dal reddito dell'ultimo esercizio. A valori bassi si associano delle aspettative di profitto non ottimali e un rischio di investimento considerevole. Esso è fortemente influenzato dalla redditività attuale della banca e dalle previsioni di crescita degli utili e dei relativi dividendi; inoltre dal grado di rischio del settore bancario e dalla situazione internazionale dei mercati mobiliari.

Il multiplo *price/book value* – $\frac{P}{BV}$ rappresenta anch'esso uno degli indicatori più utilizzati nell'ambito bancario nonostante sia fortemente influenzato dai criteri di redazione del bilancio: esso è composto dal rapporto tra il prezzo di mercato della banca e il suo valore patrimoniale, inteso come la differenza tra il valore netto contabile delle attività e delle passività, rapportata al numero di azioni. Definendo *ER* (*exchange rate*) il rapporto di concambio azionario tra le due banche, le formule (1.3), (1.4), (1.7) per i due multipli sopra esposti si modificano (Tabella 1.6).

Tabella 1.6: Il beneficio e il costo di un'operazione di acquisizione secondo i multipli *price/earnings* e *price/book value*.

Price/earnings	***Price/book value***
$B = \frac{P}{E}_{A+B} - \frac{P}{E}_{A} - \frac{P}{E}_{B}$	$B = \frac{P}{BV}_{A+B} - \frac{P}{BV}_{A} - \frac{P}{BV}_{B}$
$C = \frac{\frac{P}{E}_{A} * ER - \frac{P}{E}_{B}}{\frac{P}{E}_{B}}$	$C = \frac{\frac{P}{BV}_{A} * ER - \frac{P}{BV}_{B}}{\frac{P}{BV}_{B}}$
$ER = \frac{\frac{P}{E}_{B} * (1 + C)}{\frac{P}{E}_{A}}$	$ER = \frac{\frac{P}{BV}_{B} * (1 + C)}{\frac{P}{BV}_{A}}$
$B - C = \frac{P}{E}_{A+B} - \frac{P}{E}_{A} - \left(\frac{P}{E}_{B} + C\right)$	$B - C = \frac{P}{BV}_{A+B} - \frac{P}{BV}_{A} - \left(\frac{P}{BV}_{B} + C\right)$

Fonte: La Torre M., *op. cit.*, 2000.

Il multiplo *price/cash flow* rapporta il prezzo di mercato della banca ai flussi di cassa, parametro molto volatile e fortemente discontinuo. La configurazione di reddito prescelta influenza direttamente, invece, il calcolo dell'indice dividendo/prezzo considerando che il valore del dividendo risulta fortemente connesso alla capacità di produrre reddito e alle decisioni di autofinanziamento (e, quindi, alla percentuale di utili distribuiti).

In tutti i metodi di valutazione adottati deve essere tenuto in considerazione un fattore tipico del sistema bancario che influenza fortemente le stime delle quantità prese in considerazione: proprio per la peculiarità dell'attività svolta, le banche sono sottoposte a rigide normative che le limitano nella scelta dei fondi in cui investire e le obbligano al raggiungimento e mantenimento di livelli di patrimonializzazione adeguati per salvaguardare i depositanti e i clienti da eventuali crisi.

Una volta definito il prezzo della *target*, la banca acquirente ha il compito di individuare la forma di finanziamento più adeguata da adottare, mantenendosi coerente con la propria struttura finanziaria e con la propria capacità di far fronte agli oneri finanziari che ne conseguono:

- Autofinanziamento: la capacità di autofinanziarsi attraverso gli utili prodotti dall'esercizio della propria attività corrente dipende sia dalla redditività della banca sia dal tasso di distribuzione dell'utile che, a sua volta, risulta influenzato dalla composizione dell'assetto proprietario e dalla natura della banca stessa (la distribuzione di dividendi per le banche quotate e ad azionariato diffuso rappresenta molto spesso un'esigenza);
- Capitale di rischio: la decisione di aumento di capitale di rischio può essere recepita dal mercato in modi differenti, a seconda del fatto che la banca sia o meno in grado di creare le condizioni per un aumento della redditività e del valore del patrimonio per i futuri azionisti;
- Capitale di debito: il rapporto di indebitamento può essere innalzato finché non viene intaccato l'equilibrio della struttura finanziaria[24] e il debito non risulta essere troppo oneroso.

[24] Le autorità di vigilanza tengono strettamente sotto controllo la condizione di equilibrio della struttura finanziaria e solo sulla base del rispetto dei vincoli di natura patrimoniale concedono la possibilità di attuare le operazioni di concentrazione.

Alle tradizionali modalità di finanziamento vengono affiancate delle ulteriori tipologie maggiormente innovative come i fondi derivati da operazioni straordinarie (dismissione di immobilizzazioni e partecipazioni) oppure le operazioni di cartolarizzazione di portafogli di crediti (ABS – *Asset-backed securitisation*). Grazie all'introduzione della legge n. 130/99 in tema di cartolarizzazione, le banche hanno avuto la possibilità di trasformare le proprie attività illiquide in titoli negoziabili grazie all'acquisto e alla seguente emissione da parte di una società veicolo di titoli caratterizzati da flussi finanziari connessi agli *asset* sottostanti[25]. Questa nuova condizione ha prodotto effetti positivi sia sulla redditività della banca sia sulla capacità di autofinanziamento e di ricorso al capitale di rischio.

È importante individuare il tasso di crescita sostenibile[26] che definisca il saggio massimo di crescita raggiungibile dall'attivo della banca attraverso una determinata struttura di debito e capitale. Esso è composto da tre addendi che indicano rispettivamente l'influenza dell'autofinanziamento, del capitale di rischio e di debito. L'espressione risulta essere:

$$TCA = \frac{AF*D}{AN} + \frac{\Delta_{MP}*D}{AN} + \frac{MP_{tot}*\Delta_D}{AN} \tag{1.9}$$

dove *TCA* rappresenta tasso di crescita dell'attivo netto $\left(\frac{\Delta_{AN}}{AN}\right)$, *AN* l'attivo netto, *AF* l'autofinanziamento, *D* l'indebitamento iniziale $\left(\frac{AN}{MP}\right)$, Δ_{MP} l'incremento dei mezzi propri, MP_{tot} i mezzi propri totali ($MP + AF + \Delta_{MP}$) e Δ_D la variazione del livello di indebitamento. Nel suo calcolo devono essere tenute in considerazione anche le forme di liquidità supplementare, ottenute grazie allo smobilizzo dell'attivo o all'utilizzo del circolante, che permettono di coprire l'eventuale fabbisogno finanziario non soddisfatto dalle tre tipologie di finanziamento tradizionale. Dati RF_{tot} le risorse finanziarie totali necessarie all'operazione di concentrazione e *LA* la liquidità aggiuntiva:

$$RF_{tot} = AF + \Delta_{MP} + \Delta_D + LA. \tag{1.10}$$

Con la scelta della modalità di regolamento della transazione si conclude la fase di definizione delle variabili finanziarie dell'operazione di concentrazione. Le due tipologie di

[25] Si veda De Angeli S., Oriani M., *La securitization dei crediti bancari*, Franco Angeli s.r.l., Milano, 2000.
[26] Si veda Ferretti R., *I processi di crescita*, in Onado M. (a cura di), *La banca come impresa*, Il Mulino, Bologna, 1996. Brunetti G., *Il governo delle risorse finanziarie: il modello dello sviluppo sostenibile*, in Banche e Banchieri (n. 10), 1983.

pagamento, contanti o scambio azionario, non sono equivalenti e la scelta tra esse è direttamente influenzata dal grado di liquidità della *bidder* e dal suo livello ottimale di leva finanziaria. La presenza di sinergie determinerà un costo più elevato per la banca acquirente ma, in caso di scambio azionario, gli eventuali effetti sinergici negativi verranno sopportati anche dalla banca acquisita. Questa modalità di pagamento, quindi, è considerata maggiormente conveniente quando si è in presenza di un prezzo di acquisizione che sopravvaluta le sinergie ottenibili e il valore della *target* stessa.

1.7 *Financial Economics*

A livello macroeconomico, è importante studiare quanto questa tipologia di operazioni possa modificare l'equilibrio e gli assetti strutturali del mercato soprattutto quando gli operatori coinvolti sono di dimensioni significative. Il nuovo equilibrio concorrenziale rappresenta una variabile di cruciale importanza in questa analisi, perché risulta collegato all'efficienza del mercato e al grado di stabilità degli intermediari. Questi due ultimi elementi ricoprono un ruolo fondamentale non solo all'interno del mercato del credito ma di tutto il sistema economico: il mercato finanziario, infatti, rappresenta il motore per lo sviluppo e la crescita di tutti gli altri settori produttivi ed è necessario tenere presente che il rischio di *default* e di contagio originato nel settore creditizio può produrre crisi sistemiche molto più gravi rispetto a quelle riscontrabili in altri settori dell'economia. La regolamentazione e il controllo da parte delle autorità di vigilanza devono, quindi, essere molto rigorosi in modo da salvaguardare la stabilità del mercato e dei singoli operatori.

Per analizzare le problematiche macroeconomiche si considereranno le dottrine interpretative della relazione esistente tra struttura, efficienza e stabilità di mercato.

1.7.1 I modelli di analisi della struttura del mercato bancario

La forte relazione esistente tra la struttura del mercato bancario e la performance degli intermediari deve essere costantemente monitorata e posta sotto il controllo delle autorità di vigilanza. Le *authorities* hanno, infatti, il compito di individuare le variabili che, determinando sia il comportamento degli operatori sia la stabilità e l'efficienza del mercato, possono modificare l'equilibrio strutturale del sistema bancario. Il fenomeno

dell'integrazione è considerato una di queste variabili dato che esso incide significativamente sul grado di concentrazione del sistema, sul livello di contendibilità del mercato e sulla dimensione degli intermediari. A tal proposito possono essere individuati tre differenti filoni di studio sviluppatisi a partire dagli anni Cinquanta:

- Modelli di *Structure – Conduct – Performance* (SCP);
- Modelli di *Bank-size*;
- Modelli di *Market-contestability*.

Il modello SCP, nato dalle teorie più tradizionali per il settore industriale e poi adattato al mercato bancario, è stato il paradigma predominante e più utilizzato dagli anni '50 agli anni '70. Esso si basa sul presupposto che la struttura di un determinato settore (definita dalla concentrazione delle quote di mercato e dal livello di concorrenza) influisce sulla condotta delle imprese (sulle strategie e sui comportamenti) e, quindi, necessariamente sui loro risultati e sulla loro redditività.

Figura 1.1: Il paradigma *Structure – Conduct – Performance*.

Fonte: Pellicelli G., *Strategie d'impresa*, Università Bocconi, Milano, 2005, p. 126.

Questo paradigma afferma che un modello di mercato vicino a quello della concorrenza perfetta[27], caratterizzato quindi da un grado di concentrazione basso, assicura l'impossibilità di mettere in atto comportamenti collusivi tra gli operatori o di aumento arbitrario del livello di reddito e di profitto[28]. Per questa ragione è fondamentale monitorare costantemente che nel mercato vengano mantenute le condizioni di efficienza e di

[27] Forma di mercato in cui i prezzi dei beni sono definiti dall'incontro tra la domanda e l'offerta, senza possibilità da parte degli operatori di poter intervenire in modo attivo nella loro determinazione.
[28] Si veda Stigler G. J., *A theory of oligopoly*, Journal of Political Economy (volume 72, issue 1), Chicago, febbraio 1964; Evanoff D. D. e Fortier D. L., *Re-evaluation of the S-C-P paradigm in banking*, Journal of Financial Services Research (volume 1, 3), New York, 1988.

stabilità proprio attraverso il livello di concentrazione: con un numero ridotto di banche che agiscono ed operano nel mercato, le strategie collusive verrebbero agevolate e rese meno onerose provocando da un lato dei benefici in termini di profitto a favore degli intermediari ma dall'altro lato una perdita in termini di efficienza e di stabilità del mercato con una significativa crescita del rischio sistemico[29]. In questo contesto, quindi, le autorità di vigilanza devono agire con l'obiettivo di salvaguardare l'equilibrio concorrenziale del mercato e di limitare i comportamenti collusivi e di *moral hazard*. Vari economisti hanno studiato l'efficacia del paradigma ma le verifiche empiriche non hanno condotto a risultati univoci[30].

È proprio per questa assenza di reale significatività che sono state individuate delle differenti variabili che potessero spiegare in maniera migliore l'andamento del livello di profitto dell'intermediario: una di queste è la dimensione bancaria. La teoria più tradizionale afferma che ad una maggiore dimensione viene associata un livello di efficienza più elevato e, quindi, un tasso di profitto più alto (*efficiency hypothesis*)[31]. I modelli più innovativi *Bank-size* legano la capacità di ottenere profitti maggiori al potere di mercato

[29] Con l'espressione rischio sistemico si intende il rischio connesso alla probabilità che le conseguenze negative legate al *default* di un intermediario o di una banca si propaghino a tutto il mercato bancario e a tutto il sistema economico. Il settore bancario, infatti, rappresenta un fondamentale canale di trasmissione delle crisi. Gli studi sul tema sono ruotati attorno alla teoria della corsa agli sportelli basata sul modello di Diamond-Dybvig (1983) che dimostra come i depositanti vogliano vedersi restituiti i propri risparmi quando hanno anche solo la minima aspettativa di una possibile insolvenza bancaria. Più recentemente però l'attenzione si è rivolta verso il mercato interbancario come mezzo di diffusione delle crisi bancarie (Rochet J. C. e Tirole J., *Interbank lending and sistemic risk*, Journal of Money, Credit and Banking (volume 28, issue 4), 1996).

[30] L'analisi sviluppata da Gilbert R. A. (*Bank market structure and competition: a survey*, Journal of Money, Credit and Banking (part II, volume 16, issue 4), 1984) nel mercato bancario statunitense spiega che solo nella metà dei casi studiati è stata riscontrata una correlazione positiva tra il grado di concentrazione del sistema bancario e il tasso di profitto degli operatori. Per quanto riguarda il contesto europeo, in media una variazione del tasso di concentrazione determina meno del 20% della variazione del livello di profitto (si vedano a tale proposito Molyneux P., Altunans Y., Gardener E. P. M., *Efficiency in European banking*, John Wiley & Sons, London, 1996; Molyneux P., *Increasing concentration and competition in European banking: the end of Anti-trust?*, EIB papers, (volume 4, issue1), 1999). Nel mercato italiano il modello SCP è stato utilizzato soprattutto dalla Banca d'Italia negli anni '70 e '80 per i propri schemi interpretativi ma negli ultimi anni, in conseguenza dell'apertura dei mercati alla concorrenza estera e all'espansione di forme di competizione non basate sul prezzo, la sua importanza è andata via via diminuendo. Nel 1994 Pittalunga G. B. (*La concorrenza nel mercato dei depositi bancari*, in F. Cesarini, V. Conti, M. L. Di Battista (a cura di), *Tendenze e prospettive della raccolta bancaria in Italia*, Il Mulino, Bologna) ha evidenziato l'esistenza di una relazione diretta tra il livello di concentrazione e i tassi di interessi applicati dalle banche.

[31] Nel mercato bancario europeo Vander Vennet R. (*Cost and profit dynamics in financial conglomerates and universal banks in Europe*, SUERF/CFS Colloquium paper, Francoforte, ottobre 1998) spiega come le banche universali rispetto a quelle specializzate riescano a massimizzare i ricavi a parità di risorse utilizzate.

della banca, senza considerare il grado di integrazione di tutto il sistema creditizio[32]. In questo caso, quindi, le autorità hanno il dovere di controllare e di vigilare sulle modalità di crescita dimensionale delle banche, indipendentemente dal livello di concentrazione del mercato. La conclusione appare nettamente in contrapposizione con il risultato ottenuto dal modello SCP, mettendo in evidenza una necessaria riconsiderazione del tradizionale paradigma quando il fattore dimensionale è legato alla quantità di banche di grandi dimensioni nel mercato[33].

L'approccio *Market-contestability* si lega direttamente alla teoria dei mercati contendibili[34] che afferma come l'efficienza di un mercato possa essere raggiunta non solamente monitorando il tasso di concentrazione ma soprattutto riducendo le barriere all'entrata e diminuendo l'onere dei costi irrecuperabili d'uscita (*sunk costs*). Con questa condizione di mercato, aperto alle opportunità ma anche alle minacce esterne, è possibile ottenere una situazione molto vicina a quella determinata dalla concorrenza perfetta, con prezzi competitivi definiti dall'incontro tra la domanda e l'offerta. Grazie all'assenza di ostacoli all'entrata, le banche di nuova costituzione hanno la possibilità di inserirsi nel sistema approfittando di eventuali extraprofitti; grazie all'assenza di costi d'uscita, invece, le banche possono abbandonare il mercato quando i prezzi diminuiscono allineandosi a quelli competitivi. Il modello, quindi, appare coerente con gli sviluppi politici ed economici degli Stati europei (deregolamentazione e globalizzazione) e, in questo contesto, le autorità di vigilanza hanno il compito di monitorare le condizioni di contendibilità del mercato, attraverso controlli sicuramente meno invasivi e diretti.

Deve essere tenuto presente che, in situazioni di crisi o di possibile dissesto economico di una banca, i modelli sopra esposti perdono di significatività: l'attenzione delle autorità è, infatti, rivolta essenzialmente alla salvaguardia della stabilità di tutto il sistema

[32] Con riferimento al mercato statunitense Berger A. N. (*The profit-structure relationship in banking. Test of market power and efficient structure hypothesis*, Journal of Money, Credit and Banking (volume 27, issue 2), 1995) ha evidenziato che la grandezza della quota di mercato e il livello di *x-efficiency* hanno una influenza diretta e positiva sulla performance della banca: gli intermediari di grandi dimensioni e quelli contraddistinti da un elevato grado di *x-efficiency* ottengono, quindi, profitti maggiori.

[33] Molyneux P. (*Cooperation and rivarly in banking markets*, in J. Doukas, L. Lang (a cura di), Research in international business and finance (volume 12), 1995) ha analizzato il mercato bancario europeo ed è arrivato alla conclusione che, in presenza di una sola grande banca, i comportamenti collusivi vengono incentivati; in presenza di due grandi banche che dominano il settore, invece, sono riscontrabili delle condotte e delle strategie concorrenziali che influenzano il livello di performance raggiungibile. In questo contesto, quindi, l'autorità di vigilanza deve controllare che le due maggiori banche abbiano e mantengano una dimensione equiparabile in modo da salvaguardare l'equilibrio e la stabilità del mercato.

[34] A tal proposito si veda Baumol W., Panzar J. C., Willing R., *Contestable markets and theory of industry structure*, Harcourt Brace Jovanovich Publishers, New York, 1982.

economico e all'interesse nazionale e, quindi, saranno portate ad intraprendere operazioni di concentrazione quando se ne presenterà la necessità, anche a costo di perdere il livello di concentrazione ottimale. Le *authorities* hanno, inoltre, incentivato i processi di acquisizione e fusione e la conseguente crescita dimensionale anche per consentire alle banche di bloccare le minacce di concorrenti provenienti da mercati non domestici, soprattutto a seguito del fenomeno dell'integrazione dei mercati e dell'introduzione della moneta unica.

1.7.2 Gli indici di concentrazione

Una volta che l'operazione di fusione o acquisizione si è conclusa, l'elemento a cui gli economisti dedicano maggiore attenzione è il livello di concentrazione del mercato di riferimento. Gli indici a disposizione sono numerosi e ognuno di essi offre un contributo interpretativo significativo e fondamentale in sede di analisi empirica.

Gli indici di bancabilità, che misurano la densità della presenza e l'intensità della concorrenza bancaria in un determinato territorio[35], si ottengono dal rapporto tra la superficie dell'area geografica considerata e il numero degli sportelli, ovvero dal quoziente tra il numero delle persone residenti nell'area e il numero degli sportelli[36]. A valori bassi dell'indice viene associato un livello di concorrenza elevato: la collettività ha, quindi, a disposizione un numero di alternative maggiori.

Gli indicatori di concentrazione sono stati elaborati a fini di controllo dei mercati e dei progetti di integrazione da parte delle autorità di vigilanza e degli analisti. Innanzitutto è opportuno specificare che, data l'impossibilità di attribuire una definizione univoca al

[35] In sede di analisi empirica si pone il problema di definizione dello spazio concorrenziale, cioè dello spazio fisico da prendere in considerazione per il calcolo dell'indice di bancabilità e degli altri indici di concorrenza. La Banca d'Italia (*La tutela della concorrenza nel settore del credito*, Roma, settembre 1992) ha fornito i parametri per la sua individuazione:

- Soddisfacimento prevalente della domanda di prodotti/servizi bancari di una data area geografica da parte di intermediari operanti nell'area geografica stessa;
- Conseguente scarsa sostituibilità per la clientela tra prodotti/servizi offerti nell'area e gli stessi offerti nelle altre aree più o meno limitrofe;
- Correlata bassa elasticità incrociata della domanda per i prodotti/servizi dell'area in questione rispetto al prezzo dei prodotti/servizi extra area.

È comunque da precisare che le indicazioni sovraesposte hanno caratteristiche teoriche: non esistendo una definizione univoca di mercato e di area geografica di riferimento, l'analista dovrà specificare volta per volta i parametri utilizzati.

[36] Si veda A. Carretta, P. Schwizer, *Le fusioni in banca. Gestire l'integrazione per creare valore. Esperienze di successo e leve manageriali*, Bancaria Editrice, Roma, 2008, p. 164.

concetto di concentrazione, si è rivelato necessario l'utilizzo di differenti parametri per misurarne il livello. Il grado di concentrazione può essere analizzato da un punto di vista:

- Assoluto: considerando il numero di imprese operanti nel mercato di riferimento (studiato attraverso rapporti di concentrazione);
- Relativo: considerando il livello di dispersione delle quote di mercato delle banche (studiato attraverso metodologie che si sono concentrate sulla distribuzione dimensionale delle imprese, come l'indice di Gini).

Alcuni particolari fattori indeboliscono però la significatività della misurazione. Indici di natura differente possono, infatti, originare risultati contrastanti: ad esempio nel caso di duopolio in cui le imprese detengono quote di mercato simili, se si considerano gli indici che misurano il numero di imprese, il mercato risulta altamente concentrato; se si considerano gli indici che misurano la concentrazione relativa, si rileva un basso livello di concentrazione. Proprio per porre rimedio a questa distorsione sono stati introdotti altri indici che tengono in considerazione entrambi gli elementi.

La struttura di un mercato è generalmente misurata dal numero e dalla dimensione delle imprese del mercato, dall'estensione della differenziazione produttiva e dalla presenza di barriere all'entrata. Esistono due principali indicatori di concentrazione:

- Concentration ratio (CRx);
- Herfindahl-Hirschman Index (HHI).

Il primo indice, che rappresenta il metodo più semplice, viene usato per misurare la quota di mercato delle principali imprese di un settore (tipicamente cinque). Esso è indicato con $CR_x = \sum_{i=1}^{x} S_i$, dove con S_i si intende la quota di mercato della *i*-esima azienda (le aziende sono classificate in ordine decrescente) e *x* indica la quota di mercato delle aziende più importanti del settore. Questo indicatore dà la possibilità di comprendere se il mercato è dominato da poche e grandi imprese oppure da molte e piccole imprese: a valori elevati corrisponde un livello di concentrazione più alto. Si deve tenere presente che, per il suo calcolo, nel mercato bancario vengono utilizzati i *total asset* delle banche analizzate oppure il volume dei prestiti o dei depositi totali. È opportuno, inoltre, prendere in considerazione i gruppi bancari in modo da evitare errori di misurazione (singole

banche potrebbero non risultare in concorrenza tra loro perché appartenenti al medesimo gruppo).

L'indice di *Herfindahl-Hirschman* (HHI), al contrario, è uguale alla sommatoria dei quadrati delle quote di mercato di ogni singolo operatore ed è dato da $HHI = \sum_{i=1}^{N} S_i^2$, dove *N* indica il numero totale delle imprese del settore. Esso è funzione crescente degli scostamenti dalla media delle quote di mercato di ciascuna banca e funzione decrescente della loro numerosità: un aumento dell'indice indica una diminuzione del livello di concorrenza e un aumento del potere di mercato delle imprese più grandi. Può variare da zero ad uno, dove il valore più basso rappresenta le situazioni di concorrenza e i valori più elevati rappresentano situazioni di monopolio. Confrontandolo con il CRx, quest'ultimo indice ha due importanti vantaggi:

- Prende in considerazione la composizione delle quote di mercato di tutto il settore bancario non solamente delle principali imprese;
- Non è influenzato da fattori arbitrari (il valore finale ottenuto dal calcolo del *concentration ratio*, invece, varia a seconda del numero di imprese prese in esame).

Anche in questo caso il concetto di quota di mercato è direttamente definito dall'ammontare di depositi o di impieghi o di capitale, parametri però non semplicemente e precisamente individuabili. Inoltre, esso non può essere utilizzato per il calcolo comparato dei livelli di concentrazione tra i differenti Stati perché è funzione del numero di banche presenti. Per questi motivi l'indice è stato soggetto a forti critiche.

Capitolo 2

Gli effetti delle concentrazioni bancarie

2.1 Introduzione

Dall'analisi svolta nel capitolo precedente è emerso quanto sia importante studiare e monitorare fin dalla fase decisoria tutte le variabili e i fattori che possono guidare i processi di concentrazione, pena il rischio di incorrere nell'insuccesso dell'operazione. Ogni decisione deve essere intrapresa solo a seguito di precisi studi sulla sua effettiva convenienza economica e, soprattutto, deve essere attuata nel momento più adatto, con riguardo anche alle condizioni e all'evoluzione dell'ambiente di riferimento. È da evidenziare, inoltre, che solo attraverso una coerente integrazione tra le strutture organizzative ed aziendali delle due imprese, l'operazione di concentrazione potrà avere successo: quanto più le attività svolte sono considerate affini e con caratteristiche similari tanto più semplicemente sarà possibile raggiungere l'obiettivo. Il termine *relatedness* collega l'integrabilità a due concetti distinti:

- Similarità nello sviluppo di prodotti a favore di un determinato mercato: l'attenzione del management è focalizzata solo sul livello di diversificazione dell'attività, senza considerare gli elementi organizzativi dell'operazione;
- Complementarietà delle dinamiche processuali (*management style, organization structure, organization culture, core value*): le variabili che vengono prese in analisi risultano essere l'organizzazione della banca, le capacità di trasferimento

e di apprendimento della cultura aziendale, la consapevolezza degli effettivi benefici ottenibili attraverso l'operazione di integrazione[37].

Negli anni Novanta, in tutta Europa, si è potuto assistere alla graduale evoluzione del settore bancario e all'aumento delle spinte competitive. Le banche hanno reagito a questa radicale trasformazione ricorrendo a strategie di crescita esterna, quindi operazioni di M&A. Le autorità di vigilanza nazionali, incaricate di tutelare la struttura dei sistemi creditizi e gli operatori stessi, hanno visto emergere la necessità di individuare, oltre le motivazioni alla base dei processi, anche i possibili effetti futuri sul mercato bancario. Le operazioni di aggregazione rappresentano però un fenomeno particolarmente complesso: come si vedrà nei paragrafi successivi, infatti, gli studi effettuati in materia non hanno consentito di giungere ad una determinazione univoca e di generale validità sia per quanto riguarda le determinanti sia per quanto riguarda gli effetti, con risultati spesso contrastanti e legati alla sostanziale eterogeneità delle operazioni studiate e ai rapidi ed inattesi cambiamenti degli ambienti micro e macroeconomico.

A partire dagli anni '90 sono stati svolti numerosi studi sul tema dell'efficienza e di quanto essa effettivamente migliori in seguito ad operazioni di acquisizione e fusione. Esistono due differenti approcci di analisi: la tecnica econometrica degli *event studies* e il confronto tra le performance ottenute dalla banca nel periodo precedente e seguente il processo di concentrazione.

Gli *event studies*[38] (studi sugli eventi) sono una tipologia di studio empirico che si concentra sull'eventuale presenza di una variazione statisticamente rilevante del valore dell'impresa a seguito del verificarsi di un determinato evento o di una serie di eventi all'interno di una finestra temporale[39]. Le M&A impattano sensibilmente sul valore della banca e, quindi, sul valore delle proprie quotazioni azionarie: per calcolare se e quanto la concentrazione abbia influito sull'andamento dei profitti futuri, dovranno essere

[37] Si veda a tal proposito Lalli R., *Fusioni e acquisizioni nel settore bancario: processi di integrazione e performance*, Assbanck, Milano, 1996.
[38] Introdotto dall'articolo di Fama E. F., et al, *The adjustment of stock price to new information*, International Economic Review (volume 10, n. 1), February 1969.
[39] L'*event window*, nel caso di operazioni di concentrazione, è individuata nel momento dell'annuncio della volontà di intraprendere il processo. È opportuno determinare in maniera corretta l'ampiezza della finestra, in modo da evitare possibili distorsioni nei risultati: in caso di finestra troppo ampia i risultati possono essere influenzati anche da altri eventi aziendali, non connessi all'operazione di aggregazione; in caso di finestra troppo ristretta l'analisi potrebbe risultare incompleta. Per una corretta valutazione la finestra deve, in ogni caso, prendere in considerazione anche alcuni giorni antecedenti il giorno dell'annuncio perché, di norma, il mercato viene a conoscenza di questi eventi anticipatamente e gradualmente.

monitorati i rendimenti di borsa sia della banca *bidder* sia della *target*. Gli extrarendimenti r_{it}, infatti, devono essere scomposti in una componente normale nr_{it} (*normal return*), che descrive l'andamento generale del mercato, e una componente anomala ar_{it} (*abnormal return*), che sarà determinata dagli effetti connessi all'evento occorso: un'anomalia positiva produrrà un aumento del valore dell'impresa, un'anomalia negativa una diminuzione del valore e una diminuzione della ricchezza, un'assenza di anomalia significherà che non si sono avuti effetti significativi. Il modello utilizzato per questo scopo è quello di mercato elaborato da Sharpe (1963) e consiste in una generalizzazione del modello del CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) in quanto aggiunge anche una costante α diversa da zero. Si ha:

$$r_{it} = \alpha_i + \beta_i r_{mt} + \varepsilon_{it} \tag{2.1}$$

dove $r_{it} = R_{it} - R_{ft}$ e $r_{mt} = R_{mt} - R_{ft}$ per $i = 1, \dots, N$ e $t = 1, \dots, T$.

I termini dell'equazione assumono precisi significati:

- r_{it} e r_{mt} rappresentano gli extrarendimenti del titolo che si sta analizzando e dell'indice di mercato nel giorno *t*;
- R_{it} e R_{mt} rappresentano il rendimento atteso sul titolo *i* e sul mercato generale nel giorno *t*;
- R_{ft} rappresenta il tasso *free risk* al giorno *t*;
- β_i rappresenta il coefficiente di sensibilità del titolo (e, quindi, una misura di rischio);
- $\varepsilon_{it} \sim N(0; \sigma_j^2)$ rappresenta la componente di errore[40].

Ipotizzando che l'andamento dei rendimenti attesi sia spiegabile attraverso l'Equazione (2.1), è possibile determinare gli effetti di un eventuale evento ponendo la componente anormale $ar_{it} = \varepsilon_{it}$ e la componente normale $nr_{it} = \alpha_i + \beta_i r_{mt}$. Questi due elementi devono essere stimati attraverso il metodo dei minimi quadrati ordinari (OLS – *Ordinary least squares*) e i valori di α e β attraverso valori relativi ad un intervallo periodale distinto dalla finestra dell'evento in modo da evitare possibili distorsioni. Di norma viene utilizzata una misura di extrarendimento anomalo cumulato (CAR), caratterizzata

[40] Essa è costante nel tempo e, grazie all'ipotesi iniziale di extrarendimenti indipendenti ed identicamente distribuiti normali (i.i.d.), caratterizzata da covarianze σ_{ij} $(j = 1, \dots, N; j \neq i)$ con gli errori contemporanei e covarianze nulle con gli errori non contemporanei.

dalla sommatoria dei valori di tutte le componenti anomale: se l'evento ha prodotto degli effetti significativi sui rendimenti il CAR sarà sensibilmente diverso da zero.

Questa metodologia è comunque soggetta ad alcuni problemi:

- Gli effetti dell'evento (nel nostro caso, il processo di concentrazione) possono verificarsi anche precedentemente l'annuncio al mercato dell'operazione, con la conseguente perdita di significatività delle osservazioni raccolte;
- Gli andamenti dei rendimenti di mercato possono essere influenzati anche dalla presenza di altri fattori straordinari nel medesimo momento dell'evento, senza possibilità di scorporare le diverse componenti anomale;
- Non è possibile determinare se eventuali extrarendimenti positivi siano dovuti all'aumento del proprio potere di mercato o ad un miglioramento dell'efficienza interna.

Il secondo approccio utilizzato è quello di comparazione dei risultati economici tra il periodo precedente e seguente la concentrazione. Esistono due differenti tipologie di analisi:

- Descrittiva: vengono messi a confronto alcuni indici di redditività (ROE, ROI) della medesima banca prima e dopo l'operazione, oppure gli stessi indici vengono comparati con quelli di altre banche similari ma non soggette a processi di aggregazione;
- Esplicativa: si ricercano delle relazioni tra gli effetti in termini di efficienza connessi all'operazione e alcune peculiari caratteristiche delle banche coinvolte (dimensione).

2.2 Gli effetti sulle performance di borsa

Il controllo delle performance di borsa delle banche coinvolte è un importante metodo di verifica del successo dell'operazione di concentrazione, che permette di comprendere se il processo abbia creato valore per le banche e per i propri azionisti. Per poter procedere nello studio attraverso le tecniche sopra citate, è fondamentale che almeno una delle banche coinvolte sia quotata. Deve essere comunque evidenziato che non è possibile pervenire a conclusioni univoche circa l'impatto degli annunci di operazioni di M&A

sui prezzi di borsa delle banche coinvolte e, proprio per questa ragione, sono stati condotti numerosi studi in materia.

Hannan e Wolken (1989)[41] hanno esaminato il mercato statunitense evidenziando l'assenza di una effettiva creazione di valore ma semplicemente di una redistribuzione della ricchezza tra gli azionisti della banca acquirente e acquisita. È emerso, inoltre, che tendenzialmente il mercato ha reagito negativamente quando le banche *target* erano di grande dimensione, a causa della difficoltà di gestione dell'operazione di acquisizione. Nel 1990 Hawawini e Swary[42] però hanno affermato che la perdita di valore subita dalla banca *bidder* può essere compensata dai rendimenti anomali positivi ottenuti dalla banca acquisita: il valore è creato per la totalità degli azionisti delle banche. Con lo studio di Houston e Ryngaert (1994) è emerso che, nel periodo tra il 1985 e il 1991, le acquirenti risultavano in media più efficienti del settore bancario e delle *target* e, quando i soggetti coinvolti nelle fusioni erano caratterizzati da una forte sovrapposizione territoriale e da elevate performance, il mercato ha reagito positivamente. Ferretti (2000), invece, ha riscontrato dei risultati discordanti: esistono sia casi con evidente successo sia con insuccesso; negli anni più vicini al 2000 il mercato ha reagito maggiormente in maniera negativa a testimonianza del fatto che gli investitori hanno visto nelle acquisizioni un trasferimento di ricchezza dagli azionisti della acquirente a quelli della acquisita. Zollo e Leshchinkskii (2000), analizzando le operazioni di M&A nel periodo 1964-1996, hanno mostrato che la creazione di ricchezza per gli azionisti è determinata da fattori quali la dimensione della *bidder*, la qualità degli *asset* dell'acquisita, la capacità di apprendimento e le modalità del management di gestione delle fasi immediatamente successive l'aggregazione.

L'esperienza statunitense non può essere semplicemente applicata al mercato europeo a causa delle evidenti differenze (gli Usa, ad esempio, sono stati da sempre caratterizzati dalla presenza di importanti limiti dovuti alle stringenti normative): è per questo motivo che esistono degli ulteriori studi condotti anche nel settore bancario europeo. Cybo-Ottone, Murgia (2000)[43] hanno individuato una reazione positiva nel mercato a seguito

[41] Il periodo analizzato va dal 1982 al 1987, prendendo in considerazione 43 banche acquirenti e 69 acquisite.
[42] Il periodo analizzato in questo caso va dal 1970 al 1987, con un campione di 118 M&A.
[43] Le fusioni ed acquisizioni prese in considerazione vanno dal 1988 al 1997 in cui le *bidder* risultano essere banche mentre le *target* sono banche, intermediari finanziari o istituzioni finanziarie di grandi dimensioni.

della messa in atto di processi di concentrazione, con una creazione di ricchezza soprattutto per i soggetti coinvolti in operazioni domestiche.

Per quanto riguarda il mercato bancario italiano, Giorgino e Porzio (1997)[44] hanno riscontrato dei risultati positivi sulle quotazioni azionarie delle banche coinvolte solamente nelle prime due settimane dopo la data di annuncio dell'operazione. Resti e Siciliano (1999) hanno analizzato un campione ridotto di dodici operazioni di concentrazione, tra il 1992 e il 1997, caratterizzate da risultati positivi e da un aumento di valore per le banche coinvolte ma profondamente influenzati dall'elevata performance di una sola banca presente nel campione. Nei processi di aggregazione studiati, infatti, sono state poste le condizioni necessarie per la rimozione delle inefficienze e dei comportamenti non ottimali grazie alla sostituzione del management. Nello studio di Ferretti (2000) è emerso che, nel corso degli anni, il mercato borsistico italiano ha accentuato la propria reazione negativa all'annuncio delle operazioni di aggregazione, superando quella riscontrabile nel resto d'Europa.

2.3 Gli effetti sull'efficienza

La creazione di economie di scala in seguito ad un'operazione di concentrazione può essere misurata ed analizzata attraverso due differenti approcci:

- RSCE – *Ray scale elasticity*: metodologia che prende in considerazione l'aumento dei costi connesso all'aumento proporzionale dei prodotti (per le banche corrispondono ai depositi);
- EPSCE – *Expansion path scale elasticity*: metodologia che misura l'incremento dei costi legato al passaggio ad una categoria dimensionale superiore.

Dagli studi in materia[45] è emerso come i due indicatori fornissero i medesimi risultati. In presenza di banche di piccole o medie dimensioni è stata verificata la presenza di significative economie di scala: il valore degli indici è risultato infatti inferiore all'unità, a testimonianza del fatto che in corrispondenza di un aumento del volume produttivo si è potuto registrare un incremento meno che proporzionale dei costi. Con l'aumento della dimensione aziendale delle banche prese in considerazione, però, gli indici hanno in-

[44] Il campione utilizzato è di 19 M&A effettuate tra il 1989 e il 1996.
[45] Huinzinga *et al.*, *Efficiency effects of bank mergers and acquisitions in Europe*, Discussion Paper, Tinbergen Institute, 2001.

crementato il loro valore raggiungendo e superando la soglia dell'unità. Questa situazione dimostra come, una volta raggiunto il livello dimensionale ottimale, sorgano le condizioni per la creazione di diseconomie di scala con conseguenti perdite in termini di efficienza e riduzioni di redditività. L'incremento dei costi legati all'aumento della produzione risulta più che proporzionale: questo è dovuto soprattutto all'incremento della complessità organizzativa e dei relativi oneri di coordinamento e di controllo, con la nascita di difficoltà anche in termini di direzione e di comunicazione interna. Il forte irrigidimento interno, caratteristico delle grandi banche, risulta in netto contrasto con la capacità di cambiamento e mutazione richiesta dal mercato bancario in continua evoluzione.

Le banche sono maggiormente interessate alla creazione di economie di scopo e alla riduzione dei costi legati alle nuove tecnologie e ai costi del personale[46]. I benefici in termini di costo connessi alle economie di scopo devono essere però posti sotto stretta attenzione perché, nel caso in cui la produzione separata di beni risultasse meno costosa della produzione congiunta, sorgerebbero le condizioni per la creazione di diseconomie collegate alla necessità di maggiori competenze richieste e al maggior rischio di contagio tra le differenti attività svolte. Uno degli elementi tipici presi in considerazione dalle economie di scopo è rappresentato dall'utilizzo congiunto dei canali distributivi e delle *information economies*, cioè quelle informazioni e quei dati relativi al cliente e al suo grado di rischiosità. Queste infatti vengono utilizzate e sfruttate a favore di più servizi e prodotti finanziari prodotti e distribuiti, riducendo così l'incidenza degli oneri relativi alla loro raccolta ed elaborazione[47].

Le operazioni di aggregazione producono i loro effetti anche sulla *cost* e *profit efficiency*. Per misurare la *cost efficiency* vengono presi in considerazione i costi sostenuti da una banca efficiente per la produzione di un determinato volume produttivo e a loro volta rapportati ai costi sostenuti dalla banca in esame; per il calcolo della *profit efficiency*, invece, vengono rapportati i profitti della banca coinvolta nell'integrazione ai profitti

[46] I costi legati al lavoro dipendente non possono essere modificati e ridotti in maniera rapida al momento della conclusione dell'operazione di concentrazione in quanto essi sottostanno a vincoli normativi e sociali. L'obiettivo di miglioramento dell'efficienza potrà essere raggiunto solamente in un arco temporale adeguatamente lungo.

[47] Nel rapporto esistente tra la banca e il cliente è presente una forte asimmetria informativa a svantaggio della banca, la quale deve necessariamente raccogliere informazioni e dati relativi alle caratteristiche peculiari di rischio e rendimento del cliente con cui viene a contatto, per ridurre i rischi di comportamenti opportunistici.

ottenuti da una banca efficiente per un dato livello di produzione. In entrambi i casi, a maggiori valori degli indici si associano migliori condizioni della banca. Per poter analizzare se effettivamente il miglioramento dell'efficienza della banca è legato alla decisione di intraprendere il processo di consolidamento, devono essere costruite le funzioni di costo e di profitto. Huinzinga *et al.* (2001) ha elaborato una funzione di costo *translog*[48] dove tra gli input vengono inseriti i prezzi dei fattori produttivi (lavoro, depositi), il volume dei prodotti (prestiti, titoli in portafoglio), delle variabili ambientali e delle variabili *dummy*[49] che considerano la dimensione aziendale mentre l'output è rappresentato dal costo complessivo (operativo e per interessi); nella funzione di profitto tra gli input vengono ricompresi i medesimi elementi della funzione di costo mentre l'output corrisponde al profitto complessivo realizzabile. Attraverso questa formulazione, quindi, la *cost efficiency* sarà determinata dal confronto tra il costo sostenuto dalla banca e il costo minimo teorico (valore assunto dalla funzione efficiente in corrispondenza dei valori degli input specifici della banca) e la *profit efficiency* dal confronto tra il profitto ottenuto e il profitto massimo teorico. Si è riscontrato che il miglioramento in termini di *cost efficiency* è stato ottenuto quando le banche coinvolte nell'operazione erano caratterizzate da un basso livello di efficienza (*low cost efficiency hypothesis*), piuttosto che in presenza di una grande differenza di efficienza tra la banca *bidder* e *target* (*relative cost efficiency hypothesis*). Per quanto riguarda la *profit efficiency*, nell'analisi di Huinzinga *et al.* non è stato riscontrato un effettivo miglioramento: questa condizione è determinata soprattutto dall'annullamento dei benefici ottenuti attraverso i minori costi con la diminuzione proporzionale dei ricavi dovuta all'aumento dei tassi sui depositi alla clientela.

2.4 Gli effetti sul sistema bancario

Prima di analizzare se effettivamente le attività di aggregazione provochino degli effetti significativi sul livello di concorrenza, efficienza e stabilità del sistema, risulta utile compiere una rapida panoramica sull'evoluzione del sistema bancario dei Paesi apparte-

[48] È la definizione inglese di funzione translogaritmica (logaritmica trascendente), funzione utilizzata in ambito economico ed econometrico per la spiegazione attraverso una formula funzionale flessibile della curva di utilità, produzione e costo. Si veda Berndt e Christensen (1973).
[49] La variabile *dummy* è una variabile econometrica che, assumendo valori 0 o 1, permette di migliorare la significatività della regressione in quanto essa è in grado di catturare anche elementi non statistici.

nenti all'Area Euro[50]. L'analisi è stata sviluppata suddividendo l'arco temporale analizzato (dagli anni Novanta fino ai nostri giorni) in due sottoperiodi: il primo fino al 2005, in modo da evidenziare i primi anni di forte cambiamento del mercato bancario e di evoluzione del fenomeno delle concentrazioni; il secondo dal 2005 in poi, in modo da comprendere gli ultimi sviluppi e tendenze anche negli anni della crisi, tenendo presente anche i recenti ampliamenti dei confini dell'Unione Europea e dell'Unione Monetaria Europea.

Il ricorso ad operazioni di M&A è andato via via crescendo negli anni, determinando una significativa riduzione del numero di banche: la Tabella 2.1 evidenzia come, nel giro di dieci anni, dal 1995 al 2005, nei Paesi aderenti all'Euro, più di un terzo delle banche attive siano scomparse in seguito ad operazioni di consolidamento bancario. Se viene preso in considerazione un arco temporale maggiore, dal 1985 in poi, si nota come il numero di banche presenti sia diminuito addirittura della metà: in quell'anno, infatti, si potevano contare ben 13.367 banche, come emerge nel Grafico 2.1.

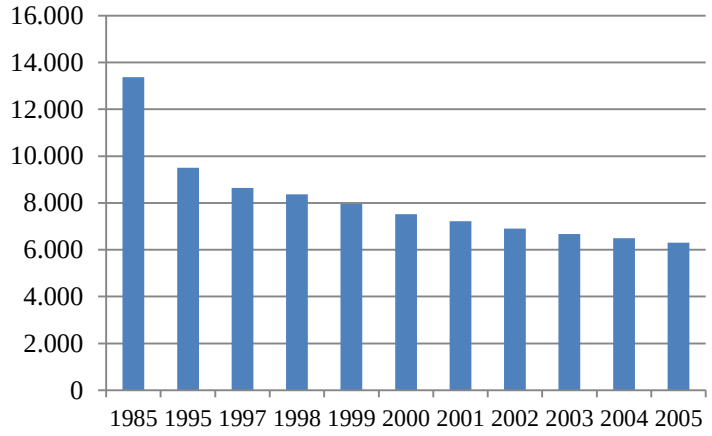
Tabella 2.1: Numero di banche totali nei dodici Paesi dell'Area Euro[51].

Anno	MU-12
1995	9.507
1997	8.637
1998	8.361
1999	7.954
2000	7.521
2001	7.213
2002	6.899
2003	6.672
2004	6.490
2005	6.308

Fonte: ECB, *Report on Eu banking structure*, 2005 (si veda www.ecb.int); *Il consolidamento e la diversificazione nel settore dell'Area dell'Euro*, in Bollettino Mensile BCE, maggio 2005.

[50] I Paesi appartenenti all'Area Euro sono attualmente diciassette: Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Portogallo, Spagna, Grecia sono stati i precursori; Slovenia; Malta, Cipro, Slovacchia e l'Estonia hanno adottato la nuova moneta solo in seguito.
[51] Sono stati considerati i primi dodici Paesi aderenti all'Euro.

Grafico 2.1: Numero di banche totali nei dodici Paesi dell'Area Euro.



Fonte: *Il consolidamento e la diversificazione nel settore dell'Area dell'Euro*, *op. cit.*, 2005.

La ragione alla base di questo forte cambiamento del settore bancario europeo può essere ritrovata nella creazione dell'Unione Europea e nella stipulazione del Trattato di Roma: durante gli ultimi anni '80 e i primi anni '90 le operazioni di aggregazione sono state messe in atto soprattutto tra banche di piccole dimensione e operanti in mercati molto limitati. In questo contesto generale di flessione del numero di operatori nel territorio europeo, la presenza di sportelli bancari è rimasta comunque stabile oppure addirittura aumentata: il dato dimostra come il consolidamento e la diminuzione della numerosità delle banche sono legati alla realizzazione di operazioni di M&A e non a processi di ristrutturazione della rete di distribuzione.

L'andamento del fenomeno delle M&A, preso in considerazione nella Tabella e nel Grafico precedenti, rispecchia il contesto generale dei primi dodici Paesi appartenenti all'Euro. Da un'analisi più dettagliata, però, emerge come non tutti gli Stati abbiano attraversato la medesima fase di espansione e di diffusione dei processi di concentrazione. Il fenomeno ha, infatti, avuto caratteristiche e peculiarità differenti a seconda della struttura del settore bancario del Paese di riferimento: le profonde differenze si sono registrate sia a livello geografico sia a livello temporale. Gli ultimi anni '90 e i primi Duemila hanno fatto registrare comunque, per il mercato delle fusioni ed acquisizioni, un generale forte rallentamento: questa condizione risulta legata soprattutto alla forte volatilità dei mercati mobiliari e quindi all'incertezza che li caratterizzava, al generale an-

damento negativo delle Borse europee e all'elevato livello di maturità raggiunto dai mercati bancari, incapaci di subire ulteriori espansioni operative.

Nella Tabella 2.2 viene evidenziata questa particolare caratteristica di disomogeneità nell'andamento dei fenomeni di concentrazione nei differenti Paesi dell'Unione Europea. Il numero di banche si è ridotto in maniera molto più considerevole nei mercati in cui il numero di operatori risultava molto più elevato rispetto alla media europea: questo è quello che è avvenuto in Germania, la quale ha visto diminuire il numero dei propri operatori di una percentuale superiore al 44% tra il 1995 e il 2005. Essa ha comunque continuato a mantenere il primato di maggior numero di soggetti bancari domestici (2.089 nel 2005), seguita dall'Austria (880) e dalla Francia (854). L'Italia si situa al quarto posto con le sue 275 operazioni di concentrazione che hanno ridotto il numero delle banche dalle 970 alle 792 nel 2005. I Paesi caratterizzati dalla più bassa presenza di banche nel proprio territorio sono la Grecia e l'Irlanda: queste hanno assistito ad un trend nettamente opposto rispetto a tutti gli altri Paesi dell'Area Euro, considerando che il numero di banche è aumentato nel corso dei dieci anni analizzati (+16,98% in Grecia, +36,93% in Irlanda).

Tabella 2.2: Numero di banche nell'Area Euro suddivise per Paese (1995-2005).

	1995	**1997**	**2001**	**2003**	**2005**
Austria	1.041	928	836	801	880
Belgio	145	131	112	108	100
Finlandia	381	348	369	366	363
Francia	1.469	1.258	1.050	939	854
Germania	3.785	3.420	2.526	2.225	2.089
Grecia	53	55	61	59	62
Irlanda	56	71	88	80	78
Italia	970	909	843	801	792
Lussemburgo	220	215	189	169	155
Paesi Bassi	648	648	561	481	401
Portogallo	233	238	212	200	186
Spagna	506	416	366	348	348
MU-12	**9.507**	**8.637**	**7.213**	**6.672**	**6.308**

Fonte: ECB, *Report on Eu banking structure*, 2005; *Il consolidamento e la diversificazione nel settore dell'Area dell'Euro*, *op. cit.*, 2005.

Dopo un'analisi di carattere geografico del grado di diffusione delle operazioni di concentrazione, ci si è soffermati sulla tipologia di processi messi in atto nei primi anni di espansione del fenomeno. In particolare sono state analizzate le dimensioni delle operazioni di concentrazioni domestiche rispetto a quelle *cross-border* nel periodo che va dal 1995 al 2004: dai documenti forniti dalla Banca Centrale Europea emerge come la percentuale di operazioni tra Paesi differenti risulta molto bassa rispetto a quelle che avvengono tra operatori domestici.

Tabella 2.3: Numero di M&A totali e *cross-border* nei Paesi dell'UME ('95-'04).

	M&A	**M&A transfrontaliere sul totale**
Austria	41	12
Belgio	34	10
Finlandia	16	4
Francia	157	34
Germania	170	30
Grecia	34	9
Irlanda	8	5
Italia	275	34
Lussemburgo	10	9
Paesi Bassi	23	13
Portogallo	38	15
Spagna	95	30
MU-12	**901**	**205**

Fonte: elaborazione dati de *Il consolidamento e la diversificazione nel settore dell'Area dell'Euro*, *op. cit.*, 2005.

Deve comunque essere evidenziato che nel corso degli anni i processi transfrontalieri hanno comunque avuto un forte incremento ed espansione. Questa condizione risulta essenzialmente legata agli evidenti benefici ottenibili attraverso questa tipologia di operazioni: le banche hanno la possibilità di diversificare i propri rischi, operando in mercati e in attività spesso completamente differenti rispetto a quelle tipiche esercitate all'interno dei confini domestici. È da evidenziare, inoltre, che anche le grandi innovazioni in campo tecnologico e della comunicazione hanno influenzato e profondamente modificato i caratteri delle operazioni transfrontaliere. Le banche, infatti, hanno potuto

espandere il proprio *core business* senza dover sostenere i relativi oneri di apertura di una rete di sportelli ed esercitare l'attività bancaria a distanza, aumentando conseguentemente il proprio livello di redditività. Come emerge dalla Tabella 2.3, alla fine del 2004 le operazioni messe in atto a livello sovrannazionale erano 205, con una media percentuale dell'UME pari al 23% sulla totalità dei processi presi in considerazione. Il numero di operazioni concluse però differisce considerevolmente a seconda del Paese analizzato (ad esempio in Lussemburgo la quasi totalità di M&A avviene *cross-border*; in Italia, invece, alla fine del 2004, la diffusione di questa tipologia di fenomeni rimane ancora sotto la media dell'Area Euro e la più bassa fra tutti gli Stati con un 12%).

I processi di concentrazione sono proseguiti anche dopo il 2005 e durante gli anni della crisi finanziaria mondiale. Se si esclude l'effetto della ristrutturazione in Irlanda avvenuta nel 2009[52] (che ha fatto aumentare il numero di banche presenti nel territorio da 82 nel 2008 a 498 nel 2009), la forte diminuzione del numero di operatori in Europa si è arrestata, raggiungendo, negli ultimi anni, un andamento stabile e poco variabile. Dalla Tabella 2.4 emerge come la decrescita si è rivelata particolarmente marcata soprattutto per Paesi come Cipro, conseguenza dei processi di consolidamento del settore del credito cooperativo; altrettanto pronunciata è risultata essere anche in Danimarca, Germania, Francia, Paesi Bassi e Svezia. I Paesi Baltici, invece, hanno rappresentato un'eccezione in quanto hanno visto aumentare sia le operazioni domestiche sia quelle *cross-border* (testimoniando quanto questi mercati siano caratterizzati ancora da alti potenziali di cre-

[52] L'Irlanda ha attraversato una fase finanziaria ed economica molto difficile a partire dalla seconda metà del 2008, causata soprattutto dalla crescita della bolla del mercato immobiliare e favorita dalla diffusione dei mutui *subprime* e dalla non presenza di adeguati *collateral*. La perdita di competitività a livello internazionale, la debolezza delle finanze pubbliche e l'elevato tasso di disoccupazione hanno poi aggravato la situazione. Il periodo di grande boom economico e finanziario ha portato all'aumento dei redditi, alla disponibilità di finanziamenti e alla formazione della bolla, non più sostenibile a partire dal 2003 dato il livello delle importazioni e degli investimenti. L'esplosione di tale bolla ha provocato la crisi dell'intero sistema bancario, che è andata ad aggiungersi ad una situazione economica già in crisi dati gli alti prezzi e alti salari e dalla carenza di investimenti infrastrutturali a medio-lungo termine. Il Governo irlandese, con lo scopo di salvaguardare il sistema finanziario nazionale, ha adottato nel settembre 2008 uno schema nazionale di garanzia per le istituzioni finanziarie nazionali Allied Irish Bank (AIB), Bank of Ireland, Anglo Irish Bank, Irish Life & Permanent, Irish Nationawide Building Society, Educational Building Society e Postbank Ireland Limited: lo schema prevede la copertura da parte dello Stato di tutti i depositi bancari e le obbligazioni garantite e subordinate senza limite finanziario e per due anni. A dicembre 2008, in seguito all'aggravamento della crisi finanziaria, il Governo ha annunciato un piano di ricapitalizzazione per le banche AIB, Bank of Ireland ed Anglo Irish Bank. A seguito dello scandalo finanziario che ha coinvolto la Anglo Irish Bank (per otto anni, fino al 2007 e all'insaputa degli azionisti, sono avvenuti dei trasferimenti temporanei di prestiti tra le banche Anglo Irish Bank e Irish Nationwide Building Society) le autorità hanno proceduto alla nazionalizzazione di quest'ultima. Per approfondimenti si veda Istituto Nazionale per il Commercio Estero, *Irlanda – Rapporti paese congiunti*, settembre 2010.

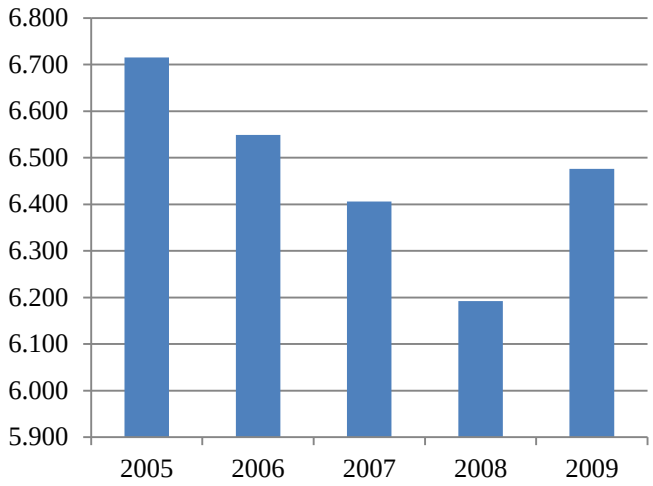
scita e sviluppo). Il numero banche è sceso particolarmente nel 2008, toccando il punto minimo mai raggiunto nel periodo sotto osservazione (Grafici 2.2. e 2.3).

Tabella 2.4: Numero di banche nell'Area Euro e nel Regno Unito.

	2005	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**
Austria	818	809	803	803	790
Belgio	100	105	110	105	104
Finlandia	363	361	360	357	349
Francia	854	829	808	728	712
Germania	2.089	2.050	2.026	1.989	1.948
Irlanda	78	78	81	82	498
Italia	792	807	821	818	801
Lussemburgo	155	156	156	152	147
Paesi Bassi	401	345	341	302	295
Portogallo	186	178	175	175	166
Spagna	348	352	357	362	352
Grecia	62	62	63	66	66
Slovenia	25	25	27	24	25
Malta	19	18	22	23	24
Cipro	391	336	215	163	155
Slovacchia	23	24	26	26	26
Estonia	11	14	15	17	18
MU-17	**6.715**	**6.549**	**6.406**	**6.192**	**6.476**
Regno Unito	394	394	396	391	389
EU-27	**8.683**	**8.507**	**8.354**	**8.090**	**8.358**

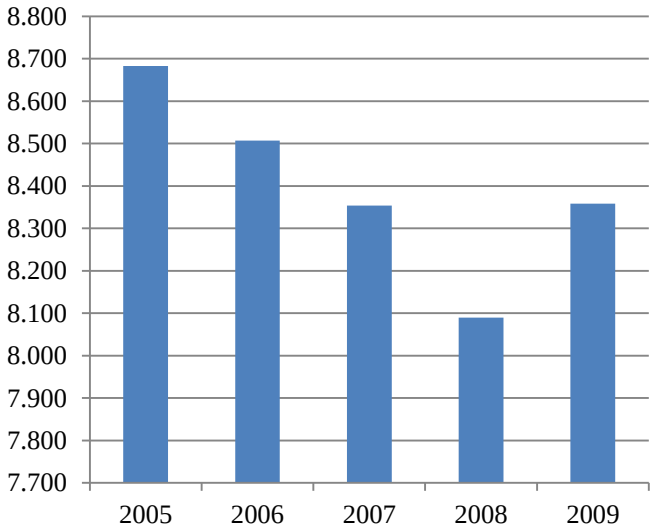
Fonte: ECB, *Report on Eu banking structure*, 2010.

Grafico 2.2: Numero di banche totali nei diciassette Paesi dell'Area Euro e nel Regno Unito.



Fonte: ECB, *Report on Eu banking structure*, 2010.

Grafico 2.2: Numero di banche totali nei ventisette Paesi dell'Unione Europea.



Fonte: ECB, *Report on Eu banking structure*, 2010.

Durante il 2008 il numero di banche è diminuito sensibilmente e i dati sulle fusioni ed acquisizioni rivelano anch'essi una significativa decrescita, soprattutto per quanto riguarda le operazioni verso l'estero. Le attività di aggregazione hanno ripreso la loro crescita nel 2009, grazie allo sviluppo delle operazioni domestiche. La forte diminuzione delle operazioni transfrontaliere è stata dovuta a due particolari fattori:

- L’espansione strategica in nuovi mercati e aree geografiche non è stata considerata una priorità durante gli anni della crisi, in quanto le banche hanno dovuto e devono ancora oggi affrontare significative perdite e ammortamenti e devono focalizzarsi nel risanamento dei propri bilanci; anche l’incertezza connessa alle prospettive economiche e ai continui cambiamenti normativi hanno agito da deterrenti alle attività non domestiche;
- La struttura proprietaria delle maggiori banche europee si è modificata verso una direzione di maggiore influenza e controllo da parte dei Governi nazionali e della Commissione Europea che spesso hanno incentivato la dismissione di attività e mercati per evitare delle possibili distorsioni in ambito competitivo.

Oltre ad una forte riduzione del numero di soggetti presenti nel settore bancario, si è anche assistito anche ad un importante aumento della quota di mercato delle banche: le operazioni di concentrazione hanno, quindi, condotto il sistema creditizio verso un modello molto meno frammentato e più concentrato in un minor numero di banche di dimensioni maggiori. Come già evidenziato nel capitolo precedente[53], esistono diversi criteri di misurazione del livello di concentrazione (l’indice HHI e il tasso CRx). È da evidenziare che uno dei svantaggi tipici dell’indice di *Herfindhal-Hirschmann* è rappresentato dalla bassa interpretabilità dei risultati ottenuti. Per questa ragione sono stati individuati dei valori soglia compresi tra lo 0, caso di concorrenza perfetta[54], e 1, caso di monopolio:

- Oltre 0,18: alta concentrazione;
- Tra 0,18 e 0,1: media concentrazione;
- Inferiore a 0,1: relativamente bassa concentrazione.

La Banca Centrale Europea ha raccolto i dati relativi ai due differenti indici nel periodo che va dal 1998 al 2010 (Tabelle 2.5 e 2.6).

[53] Si veda il paragrafo 1.6.2 *Gli indici di concentrazione*.
[54] Si ha concorrenza perfetta in corrispondenza di un numero tendente all’infinito di imprese e distribuzione omogenea delle quote.

Tabella 2.5: Indice HHI di totale attivo delle banche dell'attuale Area Euro e del Regno Unito (0-1) e variazione percentuale (1998-2010).

Paese	1998	2000	2002	2004	2006	2007	2008	2009	2010	Var % '98-'10
Austria	0,0515	0,0548	0,0618	0,0552	0,0534	0,0527	0,0454	0,0414	0,0383	- 25,63
Belgio	0,0909	0,1506	0,1905	0,2102	0,2041	0,2079	0,1881	0,1622	0,1439	58,31
Finlandia	0,212	0,205	0,205	0,268	0,256	0,254	0,316	0,312	0,355	67,45
Francia	0,0485	0,0587	0,0551	0,0623	0,0726	0,0679	0,0681	0,0605	0,061	25,77
Germania	0,0133	0,0151	0,0163	0,0178	0,0178	0,0183	0,0191	0,0206	0,0298	124,06
Irlanda	0,0473	0,05	0,06	0,06	0,06	0,07	0,08	0,09	0,09	90,27
Italia	0,021	0,019	0,027	0,023	0,022	0,0328	0,0307	0,0298	0,0395	88,1
Lussemburgo	0,0222	0,0242	0,0296	0,0369	0,0333	0,0316	0,0309	0,031	0,0343	54,5
Paesi Bassi	0,1802	0,1694	0,1788	0,1726	0,1822	0,1928	0,2168	0,2032	0,2052	13,87
Portogallo	0,0575	0,0986	0,0963	0,1093	0,1134	0,1098	0,1114	0,115	0,1203	109,22
Spagna	0,0319	0,0561	0,0513	0,0482	0,0442	0,0459	0,0497	0,0507	0,0528	65,52
Grecia	0,1165	0,1122	0,1164	0,107	0,1101	0,1096	0,1172	0,1184	0,1214	4,21
Slovenia	0,1176	0,1199	0,1602	0,1425	0,13	0,1282	0,1268	0,1256	0,116	-1,36
Malta	0,2081	0,1787	0,1806	0,1452	0,1171	0,1177	0,1236	0,125	0,118	-43,3
Cipro	0,0932	0,1015	0,0938	0,094	0,1056	0,1089	0,1019	0,1089	0,117	25,54
Slovacchia	0,1043	0,1155	0,1252	0,1154	0,1131	0,1082	0,1197	0,1273	0,1239	18,79
Estonia	0,3891	0,4037	0,4028	0,3887	0,3593	0,341	0,312	0,309	0,2929	-24,72
Regno Unito	0,022	0,0264	0,0307	0,0376	0,0394	0,0449	0,0412	0,0467	0,0522	137,27

Fonte: ECB, *Report on Eu banking structure*, anni vari.

Tabella 2.6: CR5 – Quota di mercato delle cinque maggiori banche in totale attivo dell'attuale Area Euro e del Regno Unito e variazione percentuale (1998-2010).

Paese	1998	2000	2002	2004	2006	2007	2008	2009	2010	Var % '98-'10
Austria	41,53	42,77	45,64	43,79	43,78	42,83	39,01	37,24	35,87	-13,63
Belgio	63,05	75,26	82,01	84,26	84,39	83,41	80,84	77,12	74,86	18,74
Finlandia	86,27	86,97	78,59	82,73	82,29	81,17	82,82	82,58	83,83	-2,83
Francia	40,7	46,84	44,63	49,19	52,33	51,84	51,16	47,21	47,4	16,46
Germania	19,15	19,95	20,45	22,15	21,99	22	22,74	25,01	32,6	70,25
Irlanda	0,4	41,11	46,09	45,89	48,96	50,39	55,34	58,76	56,84	140,75
Italia	25,18	22,68	30,52	26,44	26,23	33,05	31,18	30,96	39,25	55,86
Lussemburgo	24,58	26,27	30,29	34,08	31,54	30,58	29,71	29,31	30,9	25,69
Paesi Bassi	81,69	81,14	82,71	84,02	85,07	86,33	86,75	85,03	84,39	3,3
Portogallo	44,79	59,18	60,47	66,53	67,93	67,81	69,1	70,13	70,81	58,09
Spagna	34,2	45,4	43,5	41,9	40,4	41	42,4	43,3	44,3	29,53
Grecia	63	65	67,4	65	66,3	67,7	69,5	69,19	70,56	12
Slovenia	66,79	60,99	68,4	64,61	61,99	59,48	59,14	59,65	59,27	-11,25
Malta	85,92	82,02	82,43	78,45	70,93	70,22	72,83	72,79	71,21	-17,12
Cipro	60,21	62,81	57,8	57,35	63,93	64,9	63,81	64,88	65,78	9,26
Slovacchia	58,47	62,95	66,38	66,52	66,85	68,15	71,55	72,09	72,03	23,19
Estonia	99,36	98,8	99,08	98,55	97,11	95,75	94,75	93,43	92,26	-7,14
Regno Unito	25,17	28,18	29,61	34,51	35,95	40,71	36,49	40,78	42,51	68,87

Fonte: ECB, *Report on Eu banking structure*, anni vari.

Innanzitutto è da evidenziare che entrambi i criteri utilizzati conducono ai medesimi risultati, confermando l'efficacia dei metodi. La concentrazione di mercato è aumentata nel periodo 2008-2010, in linea con la crescita dei processi di aggregazione nel settore bancario europeo. Nella maggior parte dei Paesi considerati, il livello di concentrazione è andato progressivamente aumentando ma in maniera eterogenea tra le differenti nazioni: Germania, Portogallo e Regno Unito hanno registrato un livello di crescita maggiore; Grecia, Paesi Bassi e Cipro hanno visto aumentare molto più limitatamente il grado di aggregazione nel proprio territorio.

Si noti inoltre come il livello di concentrazione nei Paesi dell'Area Euro più grandi e importanti sia molto basso: la Germania è caratterizzata da un HHI pari a 0,0298 e un CR5 pari a 32,6, cresciuti entrambi esponenzialmente nel corso dei dodici anni analizzati (rispettivamente del 124% e del 70% dal 1998). Anche per il Regno Unito, Paese non aderente all'Unione Monetaria Europea, si riscontra la medesima situazione: nel 2010 l'HHI era di 0,0522 con una crescita del 137% rispetto al 1998 e il CR5 di 42,51 con un aumento del 69%. I Paesi più piccoli, come i Paesi Bassi (HHI pari a 0,2052, CR5 pari a 84,39) e l'Estonia (HHI pari a 0,2929, CR5 pari a 92,26) sono invece contraddistinti da un elevato livello di concentrazione. Le eccezioni sono rappresentate dal Lussemburgo (HHI pari a 0,0343, CR5 pari a 30,9) e dall'Irlanda (HHI pari a 0,09, CR5 pari a 56,84) a causa dell'elevata presenza di banche estere nel territorio nazionale e dall'Austria (HHI pari a 0,0383, CR5 pari a 35,87) a causa della considerevole presenza di banche di piccola dimensione.

2.4.1 La relazione tra livello di diffusione delle operazioni di M&A e pressione competitiva, efficienza e stabilità

Data la configurazione generale assunta dal mercato bancario europeo, risulta interessante analizzare se la diffusione di operazioni di M&A possa effettivamente determinare un aumento o una diminuzione del livello di concorrenza, efficienza e stabilità del sistema.

Il fenomeno aggregativo ha influenzato il grado di concentrazione del sistema bancario europeo, aumentandolo significativamente. Deve essere però tenuto presente che la pressione competitiva all'interno del mercato non si è ridotta: la rete distributiva bancaria ha continuato ad ampliarsi ed espandersi fino al 1997, anno durante il quale il nume-

ro di sportelli ha iniziato a diminuire. Il processo di innovazione nelle tecnologie e nelle comunicazioni ha modificato e aggiornato i canali e gli strumenti attraverso i quali le banche possono entrare e competere in nuove aree di attività e in nuovi mercati. Proprio per questa ragione, nonostante il minor numero di operatori del settore bancario, il livello di concorrenza si è comunque mantenuto elevato.

Il fenomeno di diffusione delle operazioni di concentrazione si trova strettamente connesso anche con il livello di efficienza del sistema bancario, nonostante non sia definibile se questo legame sia positivo o negativo. Come già evidenziato nel Paragrafo 2.2, il processo di aggregazione tra soggetti bancari e la conseguente creazione di sinergie possono portare ad un miglioramento del grado di efficienza delle banche e del sistema creditizio in generale, grazie alla realizzazione di economie di scala e di scopo e alla diminuzione degli oneri operativi. Nei casi di M&A tra operatori di elevate dimensioni, però, non sempre questo avviene: le evidenti complessità connesse alla gestione, alla direzione e al controllo di un operatore troppo grande possono provocare un sensibile aumento degli oneri organizzativi, più che proporzionali rispetto ai margini di guadagno derivati dal miglioramento dell'efficienza.

Anche sulla stabilità del mercato bancario l'aumento del numero di operazioni di integrazione può produrre effetti sia positivi, sia negativi. Deve essere tenuto presente che, proprio grazie all'elevata dimensione raggiunta dagli operatori in questione, questi ultimi hanno la possibilità di sviluppare sistemi di controllo e monitoraggio dei rischi innovativi e adeguati alla tipologia di business intrapresa ma, allo stesso momento, molto costosi. I suddetti rischi, inoltre, possono essere ridotti significativamente solo grazie allo sviluppo di strategie di diversificazione e segmentazione dell'attività, strategie che possono essere intraprese più facilmente da soggetti più grandi con una solida attività di *core business*. Le autorità di vigilanza possono anche intervenire direttamente sollecitando la realizzazione di operazioni di M&A tra un soggetto sano e uno che versante in condizioni di grave crisi. Gli effetti sulla stabilità del mercato, in questo caso, sono positivi perché arginano le possibili conseguenze negative nel mercato del credito anche se rimane comunque la necessità di un continuo monitoraggio dell'operazione da parte delle autorità, per poter ridurre i casi di contagio tra i due soggetti.

In presenza di poche e grandi banche, le autorità di vigilanza esercitano l'attività di supervisione su operazioni nettamente più complesse e determinanti per l'andamento del

settore bancario. I nuovi soggetti, originati dalle operazioni di fusione e acquisizione, sono tendenzialmente meno trasparenti e più soggetti a conflitti di interesse e a comportamenti di *moral hazard*. La difficoltà nella gestione, inoltre, può aggravarsi nel caso in cui la banca decidesse di rivolgersi a segmenti di clientela non conosciuti o più rischiosi: lo scopo sarebbe quello di entrare in nuovi mercati e diversificare la propria attività ma questa condizione potrebbe provocare instabilità nel sistema bancario e minare l'equilibrio generale.

2.5 Gli effetti sulle relazioni con la clientela

Gli effetti delle operazioni di concentrazione tra banche vengono avvertiti in maniera più evidente ed immediata soprattutto a livello di performance e di redditività degli operatori coinvolti. L'influenza di questi processi però non si limita semplicemente a questo ambito ma coinvolge anche tutti quegli elementi e soggetti che entrano direttamente in contatto con l'attività bancaria esercitata. Ci si sta riferendo alla clientela privata e alle imprese a cui viene concesso credito e che usufruiscono dei servizi e dei prodotti forniti.

La dimensione degli effetti e dei benefici derivanti non possono essere determinati preliminarmente all'operazione di aggregazione: ex-post viene individuato se questa ha prodotto dei vantaggi o degli svantaggi nei confronti della clientela privata. I rapporti intercorrenti tra la banca e i propri clienti si possono modificare a seguito alla creazione di economie di scala e scopo e della realizzazione delle eventuali sinergie in ambito amministrativo e distributivo: la diminuzione di oneri in capo alla banca potrebbe essere trasferita alla clientela, generando una conseguente diminuzione dei prezzi dei prodotti e dei servizi offerti; la banca può però decidere di non perseguire questo scopo e di aumentare il proprio potere contrattuale all'interno del mercato bancario, alzando il livello dei prezzi dei propri beni.

Il lavoro più importante svolto in questo ambito risulta essere quello di Focarelli e Panetta (2003). I due autori hanno analizzato il mercato italiano delle operazioni di *Mergers & Acquisitions* negli anni di maggiore espansione del fenomeno (dal 1990 al 1998), concentrandosi sugli effetti provocati all'interno dei depositi bancari. L'indicatore preso in considerazione per questo scopo è il tasso applicato sui depositi in conto corrente, in quanto eventuali benefici, modifiche del rapporto banca-cliente e,

quindi, del livello dei prezzi esercitato sono immediatamente recepiti da questo parametro[55].

Il punto di forza del modello econometrico elaborato dai due studiosi è rappresentato dal fatto che esso analizza il fenomeno sia sotto un'ottica di breve periodo, sia sotto un'ottica di lungo periodo: nel primo caso viene registrato un forte aumento del potere di mercato della banca acquirente; nel secondo, invece, la stessa banca ottiene un miglioramento del proprio livello di efficienza attraverso la creazione di significative sinergie[56]. Questa duplice tipologia di effetti viene avvertita in maniera differente dal mercato e, in particolare, dalla clientela privata.

Se viene analizzato un arco temporale di breve periodo, il modello evidenzia come i processi di concentrazione, soprattutto se localizzati nella stessa area, producano delle conseguenze negative nei confronti dei soggetti con cui la banca intrattiene i propri rapporti: i saggi di interesse applicati sui depositi diminuiscono a causa delle nuove condizioni di mercato venutesi a creare a seguito dell'operazione, dell'aumento della quota di mercato della nuova banca e della riduzione del grado concorrenziale.

Il modello però prende in analisi anche un arco temporale di lungo periodo e, dai risultati ottenuti, emerge che parte dei benefici ottenuti grazie ai miglioramenti del livello di efficienza e grazie alla creazione di sinergie vengono trasferiti in capo alla clientela, la quale, in media, vede aumentare i tassi di interessi sui propri depositi. Non deve comunque essere ignorato il fatto che i miglioramenti delle condizioni sui conti correnti e, in questo caso, dei tassi applicati possono anche riflettere un peggioramento della qualità dei prodotti e dei servizi distribuiti. Il successo di un'operazione di fusione o acquisizione, infatti, non è da considerarsi un fatto scontato perché la complessità e le difficoltà in ambito organizzativo e amministrativo e le criticità in fase di attuazione del percorso di integrazione tra le proprie strutture operative possono anche determinare un forte rallentamento dell'attività e una diminuzione della capacità di generare reddito. In questi casi, quindi, i processi provocherebbero delle perdite economiche e di efficienza, incrementando il livello di rischiosità della banca acquirente, la quale, per poter mantenere e

[55] Questo elemento semplificatore può rivelarsi un limite del modello proposto: considerando che le banche offrono differenti prodotti, le variazioni sui tassi applicati sui conti correnti possono rappresentare anche delle strategie più ampie di prezzo (tassi minori sui c/c ma costi accessori più elevati).

[56] Il periodo di transizione corrisponde all'anno dell'evento e ai due anni successivi, il periodo di completamento si riferisce agli anni seguenti. Per approfondimenti si veda Resti A., *Le fusioni bancarie. La lezione dell'esperienza*, Bancaria Editrice, Roma, 2006.

salvaguardare la propria clientela e la fiducia da essa riposta nell'intermediario, deve necessariamente applicare delle migliori condizioni sui servizi offerti.

Anche le imprese intrattengono intensi rapporti con il settore bancario e, spesso, sono proprio le operazioni di M&A a determinare la predisposizione alla concessione del credito delle banche stesse. In generale, si è assistito ad una diminuzione della disponibilità al credito alle imprese da parte delle banche interessate da questa tipologia di processi. Alcune importanti variabili come i processi di ristrutturazione, le nuove procedure di selezione della clientela e i cambiamenti negli obiettivi di business e nella propensione al rischio che interessano le banche soggette a processi di concentrazione hanno fatto sì che la disponibilità al credito diminuisse, in maniera permanente oppure transitoria.

Bonaccorsi di Patti e Gobbi (2003) hanno elaborato uno studio il cui scopo era quello di determinare se la riduzione dell'offerta di prestiti di una banca alle imprese fosse dovuta alla diminuzione della disponibilità del credito complessiva oppure fosse legata dall'aumento dell'offerta delle altre banche. Il periodo analizzato risulta essere sufficientemente lungo, in modo da poter separare gli effetti transitori da quelli permanenti, e corrisponde, ancora una volta, al periodo di maggiore espansione dei processi di concentrazione, dal 1989 al 1998. Il modello di regressione ha analizzato la variabile di credito totale ottenuto dall'impresa come funzione delle caratteristiche dell'impresa stessa (dimensione, *leverage*, *cash flow*, attività immobilizzate, attività liquide e ulteriori caratteristiche indipendenti dal tempo come il settore e l'area di business ricoperta), delle condizioni del mercato in cui esercita la propria attività (indice di concentrazione HHI, misura dell'ingresso di nuove banche e alcune variabili *dummy* temporali per il controllo del ciclo economico) e di eventuali processi di concentrazione a cui hanno preso parte delle banche finanziatrici. Sono emersi due differenti risultati[57]:

- Le banche che prendono parte ad operazioni di fusione o incorporazione non riducono la propria disponibilità al credito nei confronti delle imprese con cui si rapportano anche se di piccole dimensioni o finanziariamente instabili;

[57] Nel modello le operazioni di concentrazione vengono classificate in due differenti tipologie: le fusioni, intese come unione di più banche da cui nasce un unico soggetto oppure come incorporazione di un soggetto all'interno di un altro con la scomparsa dell'incorporato, e le acquisizioni, intese come assunzione del controllo da parte di una banca, senza però la perdita di identità dell'acquisito. Le due operazioni vengono tenute distinte perché esse provocano effetti diversi sulle strutture organizzative delle banche coinvolte e quindi necessariamente anche sui propri clienti. Secondo Focarelli, Panetta e Salleo (2002), fusioni ed acquisizioni, sarebbero motivate da obiettivi differenti: le prime vengono conseguite per espandere i ricavi da servizi, le seconde per migliorare la qualità del portafoglio prestiti delle banche acquisite.

- Le banche che entrano a far parte di un gruppo bancario o creditizio aumentano la propria disponibilità al credito nei confronti delle imprese di grandi dimensioni mentre la diminuiscono nei confronti delle piccole e tendenzialmente più rischiose imprese.

Le grandi imprese riescono a beneficiare degli eventuali processi di concentrazione messi in atto dalle banche a cui risultano debitrici, in quanto queste ultime, aumentando la propria dimensione aziendale, creano le condizioni per una migliore gestione degli operatori più grandi nel mercato domestico e per una migliore assistenza nelle operazioni verso l'esterno grazie anche ad una maggiore diversificazione di prodotti e di servizi finanziari offerti. Con lo sviluppo delle operazioni di aggregazione, le relazioni tra banca e impresa vengono quindi radicalmente mutate in quanto la presenza di grandi intermediari conduce le società di maggiori dimensioni verso la riduzione del numero di soggetti finanziatori, con una conseguente maggiore esclusività del rapporto e corrispondenza tra domanda e offerta di credito.

Dagli studi sviluppati sulle piccole e medie imprese[58], invece, è emerso che esse non riescono a beneficiare degli effetti positivi dei processi aggregativi in quanto le grandi banche sono portate alla diminuzione della dimensione dei propri prestiti nei confronti delle piccole società (*size effect*). Il rischio che si concreta è quello che le piccole e medie imprese non riescano ad accedere alle fonti di credito, con gravi conseguenze sullo sviluppo e sulla crescita dell'intera economia di un determinato territorio. Infatti, le piccole imprese risultano essere strettamente dipendenti dalle banche in quanto, solamente grazie al loro supporto finanziario, riescono a svolgere la propria attività: per questa ragione, eventuali operazioni di concentrazione e significativi mutamenti del sistema bancario e creditizio o della normativa vigente[59], causano effetti anche destabilizzanti

[58] Le ricerche effettuate in materia si sono concentrate soprattutto sul mercato bancario statunitense grazie al contributo di Berger, Demsetz, Strahan (1999), Berger e Udell (1998), Strahan e Weston (1998). I primi due lavori evidenziano come le politiche di erogazione al credito nei confronti di imprese di piccole dimensioni vengano modificate dalle banche soggette ad operazioni di M&A, il più dei casi a sfavore di esse; nel terzo lavoro, invece, la maggiore diversificazione dei prestiti delle banche soggette ad operazioni di fusione (grazie alla maggiore dimensione raggiunta) permette di aumentare l'offerta di credito alle imprese. Berger, Saunders, Scalise, Udell (1998) hanno messo in evidenza come, anche in situazioni di riduzione del credito, le imprese riescano comunque a supplire a questa necessità attraverso altre fonti di finanziamento, grazie all'attività di altri intermediari. Per il mercato italiano è da ricordare il lavoro di Focarelli, Panetta e Salleo (2002).

[59] Un esempio può essere considerato l'accordo di Basilea 2 (2004), il quale ha condotto verso notevoli cambiamenti tutto il settore bancario: l'enunciazione dei tre pilastri fondamentali (requisiti patrimoniali minimi, controllo prudenziale, obblighi di trasparenza e correttezza verso il mercato) ha perseguito lo scopo di controllo dei rischi assunti dalle banche attraverso l'accantonamento di capitale.

nell'ambiente in cui essi avvengono. Con riferimento agli ultimi dieci anni, è da evidenziare che il settore bancario è stato caratterizzato da una forte limitazione del credito da parte delle grandi banche formatesi nei confronti delle aziende di piccole dimensioni soprattutto a causa della presenza di significative asimmetrie informative e della complessità organizzativa raggiunta.

Il grande patrimonio informativo connesso all'esercizio e al grado di rischio dell'attività delle piccole imprese risulta essere gestito in maniera più efficiente dalle banche locali di dimensioni ridotte: la raccolta e l'elaborazione delle informazioni relative alla clientela rappresentano delle fasi fondamentali nella decisione di concessione del credito e solo attraverso l'instaurazione di un rapporto diretto e personalizzato le banche possono ottenere dati corretti e dettagliati. Lo sviluppo di strette relazioni con la clientela permette, quindi, di oltrepassare i problemi legati alle asimmetrie informative ed infatti, dagli studi in materia, è emerso che i prestiti concessi ai clienti conosciuti risultano avere un grado di solvibilità superiore rispetto ai prestiti accordati a clienti nuovi o non trasparenti. Attraverso le operazioni di concentrazione, quindi, le banche sono portate a mutare le proprie politiche di erogazione di credito in modo da ridurre il rischio di creazione di diseconomie organizzative legate alla forte diversificazione dei prodotti finanziari offerti, spostandosi verso clienti di grandi dimensioni ma a svantaggio di quei soggetti più piccoli e tendenzialmente più rischiosi. La difficoltà di rispondere ai bisogni dei piccoli imprenditori e la complessità legata al reperimento, al monitoraggio e alla trasmissione di dati e informazioni dettagliate portano le grandi banche alla creazione di divisioni specializzate nella concessione di credito alle piccole e medie imprese, divisioni più flessibili e più indirizzate all'analisi dei rischi.

Deve essere comunque messo in evidenza che, essendo il processo di concentrazione un evento dinamico, con effetti che possono modificare sensibilmente l'organizzazione e le decisioni di tutti gli altri operatori del settore bancario, anche le banche non soggette a questa tipologia di operazione potrebbero beneficiare e approfittare di questo spostamento di offerta di credito. In questo contesto, infatti, le banche locali più piccole hanno la possibilità di inserirsi colmando il vuoto di offerta che si crea e sfruttando la nuova condizione di ridotta competizione. Anche in questo caso le banche hanno il compito di introdurre e sviluppare una serie di tecnologie per la raccolta di tutte le informazioni ne-

cessarie all'analisi del livello di rischio della clientela con cui si rapportano, in modo da salvaguardare la qualità dei prestiti erogati e limitare i futuri casi di insolvenza.

2.6 Gli effetti sui rischi

Per le banche coinvolte nelle operazioni di concentrazione è fondamentale determinare e monitorare gli effetti sulla qualità del portafoglio dei prestiti[60]. La letteratura in materia individua due differenti effetti: le conseguenze sistemiche della diminuzione della numerosità delle banche e della loro crescita dimensionale e l'effetto sulla rischiosità delle singole banche coinvolte nell'operazione.

Il primo effetto si lega alla necessità di mantenimento della stabilità finanziaria nel mercato per la salvaguardia delle banche operanti e dei clienti. Gli effetti negativi connessi ad un eventuale evento di *default* di una banca si diffonderebbero velocemente anche alle altre banche in virtù dei rapporti economici esistenti tra di esse e sul livello di fiducia della clientela e degli investitori. Dal punto di vista della stabilità sistemica, quindi, è fondamentale tenere sotto stretta osservazione il livello di correlazione tra i rischi, considerando che essi possono considerevolmente aumentare in un sistema composto da pochi e grandi operatori.

Per quanto riguarda la seconda tipologia, possono essere individuati differenti profili di rischiosità che risultano influenzati: la capacità dei manager nella gestione dei portafogli divenuti più articolati e nella gestione delle complessità organizzative createsi nelle procedure decisionali e nella fase di controllo dei rischi, le politiche aziendali di assunzione dei rischi messe in atto nel periodo successivo all'operazione che potrebbero essere condizionate da comportamenti opportunistici del management (effetto *too big to fail*), la difficoltà di disciplina da parte delle autorità di vigilanza nei confronti di soggetti di dimensioni considerevoli. Si individuando due differenti linee di pensiero:

- La maggiore diversificazione di portafoglio per settore ed area geografica delle controparti permette di ridurre la variabilità della performance economica (approccio di portafoglio);

[60] Questo ambito è posto sotto stretta attenzione anche da parte delle autorità di vigilanza che controllano il rischio dell'attivo, determinante fondamentale per il mantenimento della stabilità della banca.

- L'attività svolta nei confronti di nuovi segmenti di mercato e nuove fasce di clientela, su cui non si è in possesso di sufficienti informazioni o caratterizzati da un elevato grado di rischiosità, può portare a evidenti perdite e danni economici.

Il rapporto, redatto nel 2001 dal gruppo di lavoro promosso dai ministri finanziari e dai governatori dei Paesi del G10 (*Group of Ten*), evidenzia come non sono ricavabili delle conclusioni univoche circa gli effetti delle concentrazioni sulla stabilità delle banche e del sistema: le operazioni possono essere analizzate solo singolarmente, data l'eterogeneità dei casi di M&A.

Il caso italiano è stato studiato da Chionsini, Foglia, Marullo Reedtz (2003)[61] prendendo in considerazione due aspetti: il confronto tra il rischio di credito della banca acquirente prima e dopo l'aggregazione e la valutazione del rischio di credito della banca di nuova costituzione dopo un adeguato periodo di tempo. Il *credit risk* è stato misurato attraverso le due principali statistiche della distribuzione di probabilità delle perdite ad un anno dei portafogli di prestiti delle banche: la perdita attesa, il valore medio della distribuzione, e la perdita inattesa o VAR (*Value at Risk*), la massima perdita potenziale al netto della perdita attesa. Con la stima dell'*expected loss* è possibile valutare la qualità media dei portafogli della banca *bidder* e *target* nel periodo precedente la concentrazione: per conoscere la qualità dei debitori è necessario prendere in considerazione la probabilità di *default* (*default probability* – DP), il tasso di perdita in caso di insolvenza (*loss given default* – LGD) e l'esposizione in caso di insolvenza (*exposure at default* – EAD). La perdita inattesa, invece, determina gli effetti della diversificazione ed è misurata come grado di variabilità delle perdite attorno al proprio valore atteso e a fronte della quale occorre detenere risorse in eccesso rispetto al livello delle riserve (capitale economico).

Per conoscere il rischio di credito sono state utilizzate la probabilità media di fallimento delle imprese e la perdita attesa del portafoglio. Dai dati elaborati risulta che, nel periodo precedente l'operazione di aggregazione, il merito di credito dei clienti delle banche acquirenti è lievemente migliore rispetto a quello dei clienti delle banche acquisite; inoltre, le *bidder* sono caratterizzate da una maggiore diversificazione dei propri portafogli,

[61] Sono state prese in considerazione 30 operazioni di concentrazione avvenute tra il 1997 e il 2001, a cui hanno preso parte 20 banche *bidder* e 33 *target*. Da tenere presente è che, per poter evidenziare maggiormente le eventuali alterazioni del profilo di rischio della banca acquirente, sono state coinvolte solamente le banche acquisite (o relativo gruppo) con un portafoglio crediti di ammontare pari ad almeno il 10% di quello della banca (o gruppo) acquirente.

grazie alla più elevata numerosità di controparti con cui operano. Per valutare l'impatto dell'operazione di M&A è necessario confrontare la perdita inattesa della banca acquirente prima e dopo l'evento, attraverso il metodo del VAR. I risultati evidenziano che le perdite inattese sono state ridotte a seguito dei processi di aggregazione grazie alla diminuzione della concentrazione del portafoglio sui singoli affidati (è stata verificata l'esistenza della correlazione positiva e statisticamente significativa tra la variazione della perdita inattesa e la variazione dell'indice di *Herfindahl-Hirschmann*, misurato sia con riferimento alle esposizioni nei confronti dei singoli debitori sia con riferimento alle esposizioni settoriali).

Lo studio ha voluto, inoltre, determinare se la banca di nuova costituzione è portata a modificare la composizione del proprio portafoglio verso attività più rischiose. Il rischio di credito preso in considerazione è quello esistente dopo due anni l'operazione di aggregazione[62]. Nel caso italiano e per il periodo esaminato è stato riscontrato che la crescita dimensionale risultante da operazioni di aggregazione non si è tradotta in comportamenti opportunistici: la maggiore capacità di gestione dei rischi ha consentito alle banche un più efficiente utilizzo delle risorse. La diminuzione della rischiosità a seguito delle operazioni di concentrazione è stata accompagnata da un incremento della redditività, ottenuto attraverso il miglioramento dell'efficienza allocativa e operativa del sistema.

2.7 Gli effetti dei processi di aggregazione transfrontalieri

Gli effetti provocati dalle concentrazioni di tipo transfrontaliero sono stati presi in considerazione dall'autore Vander Vennet (2002b), il quale ha analizzato quanto la variabile legata al miglioramento dell'efficienza abbia influenzato le decisioni di integrazione *cross-border*. Egli ha conseguentemente monitorato e stimato la dimensione dei risultati sull'efficienza e sulle performance bancarie.

La prima metodologia di studio si è concentrata sulla determinazione degli elementi che possono aver influenzato la probabilità che una banca venga coinvolta in un processo di

[62] Due anni sono stati ritenuti sufficienti affinché gli effetti delle operazioni di M&A si manifestassero sulle condizioni di efficienza aziendale.

concentrazione: sono stati utilizzati dei modelli *logit*[63] a variabile dipendente discreta. L'analisi ex ante della probabilità (*Prob*) che una determinata banca assuma il ruolo di *bidder* (o *target*) in un'operazione di M&A transfrontaliera è stata calcolata attraverso la funzione:

$$Prob = F(\beta_i X_i) \tag{2.1}$$

con *X* vettore di caratteristiche della banca coinvolta, β vettore di coefficienti che stimano gli effetti delle determinanti sulla suddetta probabilità e $F(.)$ funzione logistica con codominio limitato tra 0 e 1[64].

Dai risultati del modello emerge come i soggetti acquirenti siano determinati da un livello di *cost/income ratio*[65] basso e da un *loan-to-assets ratio*[66] e da un ROA elevato, evidenziando quindi un grado di redditività ed efficienza superiore agli altri operatori del mercato di riferimento. Le banche acquisite sono caratterizzate da un livello di efficienza e di performance economica nettamente inferiori rispetto alla media del settore bancario. Dall'analisi dei coefficienti emerge che le *bidder* sono mediamente di grande dimensione operativa, con un grado molto elevato di diversificazione delle proprie attività e quindi dei propri ricavi; le banche acquisite, invece, sono di dimensione relativamente più contenuta rispetto agli altri operatori del mercato di riferimento. Deve essere evidenziato che le decisioni di partecipare ad una operazione di concentrazione *cross-border*, sia per le acquirenti sia per le acquisite, sono caratterizzate da una dipendenza diretta con la determinante risparmio/depositi totali. In conclusione, il modello elaborato mostra come siano possibili degli effettivi guadagni in termini di efficienza e redditi-

[63] Modello econometrico che permette di specificare la variabile dipendente di un modello regressivo attraverso due soli valori: 1 se l'evento si verifica, 0 se l'evento non si verifica.

[64] Le variabili incluse nell'analisi sono quelle che catturano le possibili motivazioni di efficienza alla base di un'aggregazione *cross-border* e comprendono sia indicatori di efficienza e redditività (*cost/income ratio*, *return on assets*, costi per il personale/spese totali) sia variabili di controllo (logaritmo del totale attivo, depositi a risparmio/depositi totali, *loan-to-assets ratio*, ricavi non da interessi/ricavi totali). Il campione oggetto dell'analisi empirica è costituito da 62 operazioni di fusione e acquisizione *cross-border*, realizzate da banche aventi sede legale nell'UE, in Svizzera o Norvegia, nel periodo compreso tra il 1990 e il 2001. Il gruppo di controllo è costituito da un campione di circa 800 banche europee non interessate da aggregazioni internazionali. L'intervallo temporale coperto risulta di particolare interesse in quanto segue la deregolamentazione associata alla realizzazione di un unico mercato all'interno dell'UE e perché copre il periodo precedente e successivo all'introduzione dell'euro.

[65] Definito dal rapporto tra costi operativi e margine di intermediazione. Più basso è il suo valore, minore risulta essere l'incidenza degli oneri sulla ricchezza prodotta dalla banca.

[66] È un tasso finanziario determinato dal rapporto tra i prestiti in portafoglio delle banche e *assets* totali. Un valore elevato esprime sia un rischio legato alla minor liquidità dei prestiti rispetto agli altri *assets*, sia un maggiore profitto in termini di interessi.

vità bancaria solo nel caso in cui le capacità e l'esperienza del management della banca acquirente possono essere direttamente e facilmente trasferite alla banca acquisita.

L'analisi ex post è stata svolta prendendo in considerazione le variazioni del livello di efficienza delle banche coinvolte in aggregazioni transfrontaliere attraverso una funzione *translog*. Quest'ultima, infatti, ha permesso di stimare il grado di efficienza e il posizionamento della banca rispetto al campione di riferimento (*peer group*) nell'anno precedente l'operazione e in quello successivo[67]. Vanner Vennet ha, inoltre, comparato i risultati ottenuti in termini di variazione di efficienza con quelli di banche non prendenti parte a processi di concentrazione e caratterizzate da elementi similari alle banche analizzate: prima del processo aggregativo le acquirenti erano caratterizzate da un *rank* migliore rispetto al campione di riferimento, mentre le acquisite avevano un livello di efficienza considerevolmente inferiore (in linea con i risultati prodotti nell'analisi ex ante); a seguito del processo, invece, non emerge alcun guadagno, quanto piuttosto un peggioramento del livello di efficienza sia per la banca *bidder* sia per la *target*, anche quando esse sono protagoniste di fusioni in senso stretto. In un arco temporale di breve periodo, emerge inoltre che le banche acquisite sono caratterizzate da un grado di efficienza minore rispetto a quello degli operatori non partecipanti ad operazioni transfrontaliere. Molto spesso è infatti necessario un periodo temporale maggiore affinché i miglioramenti possano realizzarsi, questo a causa degli elevati costi connessi al processo di aggregazione e alla complessità di creazione delle economie di scala (soprattutto se le banche sono operanti in aree territoriali differenti). Con riferimento alle variazioni della *profit efficiency*, dall'analisi ex post emerge che le banche *target* riescono ad incrementare il proprio *rank* nel campione di riferimento, grazie allo sviluppo di economie di scopo e di importanti strategie di prezzo.

Il modello proposto da questo autore però prende in esame solamente il livello di *cost* e *profit efficiency*, non considerando gli ulteriori elementi che spesso determinano e influenzano le decisioni di concentrazione *cross-border*. Proprio per porre rimedio a questo fondamentale vincolo, nel 2004 Altunbas e Marqués Ibáñez hanno elaborato un importante studio che ha cercato di stimare se e in che misura il risultato finale del processo di concentrazione sia determinato dallo sviluppo di un comune assetto strategico de-

[31] Una misura assoluta di efficienza potrebbe essere condizionata da altri fattori non legati all'attività di concentrazione (ad esempio il progresso tecnologico).

gli operatori coinvolti, comparando le performance bancarie prima e dopo l'operazione. I due studiosi hanno quindi tentato di capire in che modo la medesima strategia di crescita e sviluppo degli operatori coinvolti in una M&A possa determinare il successo del risultato finale. In particolare, essi hanno preso in considerazione sia i processi aggregativi domestici sia non domestici, in modo da evidenziare le differenze degli effetti sul livello di performance economica tra la *bidder* e la *target* e tra i rispettivi Paesi di appartenenza.

Il campione di aggregazioni preso in considerazione copre un arco temporale compreso tra il 1992 e il 2001 ed è formato da 262 operazioni tra operatori appartenenti all'Unione Europea, di cui 207 avvenute in ambito domestico. Il modello di partenza utilizzato è stato quello elaborato nel 1997 da Ramaswamy[68], il quale ha permesso di legare la variazione del livello di performance bancaria prima e dopo l'aggregazione ad alcune variabili di controllo e fattori di affinità strategica.

I risultati sono evidenziati nella Tabella 2.7. La differenza tra il ROE – *Return On Equity* medio della banca di nuova costituzione misurato nei due anni dopo l'operazione di concentrazione e il ROE medio ponderato (per gli *assets*) dei due operatori coinvolti stimato nei due anni antecedenti l'integrazione[69] misura la variazione di performance bancaria. Questo valore ottenuto è stato poi messo a confronto con due variabili indipendenti e cioè i fattori di controllo (rapporto tra *total assets* dell'acquisita e dell'acquirente, valore del ROE della *bidder* prima dell'operazione) e i fattori di affinità strategica determinati da:

- *Earnings diversification*: capacità di una banca di incrementare e massimizzare i profitti legati alle differenti attività di intermediazione;
- *Asset quality*: informazioni connesse alla dimensione e al livello qualitativo del portafoglio crediti;
- *Cost controlling*: peso che ciascuna banca assegna al controllo dei costi;
- *Capital adequacy*: adeguatezza patrimoniale;
- *Liquidity risk*: capacità della banca di gestire il rischio di liquidità;

[68] Si veda Ramaswamy K., *The performance impact of strategic similarity in horizontal mergers: evidence from the U.S. banking industry*, in Academy of Management Journal, n. 40, vol.3, 1997, pp. 697-715.

[69] Si fa riferimento ad una finestra temporale di due anni (prima e dopo la data di annuncio) perché considerando un intervallo più ampio ci sarebbe il rischio che le performance possano essere influenzate dalla conclusione di altre operazioni o da altri fattori esogeni.

- *Innovation and technology*: ammontare di investimenti destinati dalla banca all'innovazione e alla tecnologia[70].

La differenza in valore assoluto tra la banca acquirente e quella acquisita di ciascuna delle variabili sopra esposte definisce il *SI – Similarity Indicator*, ovvero l'indicatore di similitudine che stima il livello di somiglianza tra le due banche coinvolte nell'operazione. A valori maggiori dell'indicatore sono associati un livello di similitudine minore tra i due soggetti e una relazione inversa tra performance e grado di affinità strategica; valori bassi, invece, si riferiscono ad un livello di omogeneità più elevato e un legame diretto tra performance e grado di affinità strategica.

Le stime ottenute evidenziano che le operazioni di M&A avvenute in ambito europeo hanno condotto a notevoli miglioramenti del livello di redditività delle banche coinvolte: la variabile dipendente rappresentata dal ROE è, infatti, aumentata sia per i processi domestici sia per quelli *cross-border*.

Per quanto riguarda le variabili di controllo (variabili indipendenti), dal modello elaborato è emerso che, per i soggetti con *total asset* di medesima dimensione, il livello di redditività è diminuito se l'operazione è avvenuta all'interno dei confini domestici, aumentato se l'operazione è stata transfrontaliera. I risultati hanno, inoltre, evidenziato che, se le banche possiedono un elevato livello di performance già nel periodo precedente all'aggregazione, le probabilità di registrare un ulteriore aumento della redditività si abbassano considerevolmente.

[70] Per maggiori approfondimenti si veda Resti A., *Le fusioni bancarie. La lezione dell'esperienza*, *op. cit.*, p. 110 e ss.

Tabella 2.7: Il modello elaborato da Altunbas e Marqués Ibáñez e le sue variabili.

Tipo di variabile	Modalità di calcolo	Segno atteso	
		M&A domestiche	**M&A *cross-border***
VARIABILE DIPENDENTE			
Variazione del livello di performance	Differenza tra il ROE post fusione e quello medio (ponderato gli *assets*) ante fusione		
VARIABILI INDIPENDENTI			
Variabili di controllo			
Performance pre fusione	*Return on equity* della *bidder* (*pre merger*)	-	+
Dimensione relativa *target*	*Total asset target/Total asset bidder*	-	-
Variabili strategiche			
Earnings diversification	Altri ricavi operativi/*Total assets* Attività fuori bilancio/*Total assets*	+ +	+ +
Asset quality	Svalutazioni su prestiti/Entrate da interessi Prestiti/Depositi Prestiti/*Total assets*	- - -	+ + +
Cost controlling	Costi/Ricavi	-	+
Capital adequacy	Capitale/*Total assets*	+	+
Liquidity risk	Attività liquide/Depositi	+	+
Innovation and technology	Altre spese/*Total assets*	-	+

Fonte: Altunbas Y., Marqués Ibáñez D., *Mergers and acquisitions and bank performance in Europe: the role of strategic similarities*, Working Paper, n. 398, ECB, 2004.

Per quanto riguarda le variabili strategiche (variabili indipendenti), il *cost-income ratio* e il rapporto Prestiti/Depositi non si modificano a seconda della tipologia di operazione messa in atto (transfrontaliera o all'interno dei confini nazionali), mentre per le altre variabili esiste una differenziazione in base alla natura del processo. In particolare:

- Grado di liquidità e qualità del portafoglio crediti: i soggetti coinvolti in un processo domestico hanno un livello di omogeneità di queste variabili maggiore ri-

spetto a quello delle banche coinvolte in processi transfrontalieri (queste ultime, infatti, tendono ad una maggiore diversificazione dei rischi);

- Capitalizzazione: a causa delle forti asimmetrie informative tipiche dei processi *cross-border*, un differente livello di capitalizzazione tra le banche coinvolte produce ed aumenta le complessità e le difficoltà di gestione dell'operazione; nel caso di operazioni domestiche un accentuato dislivello di capitalizzazione può produrre degli effetti positivi e anche un miglioramento della condizione patrimoniale;
- Innovazione e tecnologia: per le M&A transfrontaliere le forti differenze di livello di queste variabili possono provocare degli evidenti rallentamenti nello svolgimento dell'operazione; per i processi domestici, invece, i risultati evidenziano che il ROE subisce un considerevole incremento quando le strategie e i sistemi informatici non sono comuni, grazie al trasferimento dei benefici e dell'esperienza da una banca all'altra.

Da questa analisi emerge chiaramente come la variabile legata all'affinità strategica influenzi profondamente gli andamenti della performance della nuova banca *post-merger*, soprattutto con riferimento ai processi transfrontalieri. Le grandi difficoltà connesse all'unione di due soggetti bancari e due strutture operative situate in differenti Stati, anche in ambito internazionale, richiedono necessariamente, secondo gli autori citati, una linea strategica e degli obiettivi aziendali comuni per la riuscita dell'operazione.

Capitolo 3

Le operazioni di M&A in Italia

3.1 Evoluzione del sistema bancario in Italia

La diffusione delle operazioni di concentrazione all'interno del mercato bancario italiano è avvenuta solamente a partire dai primi anni '90, circa dieci anni dopo l'avvio del fenomeno negli Stati Uniti. Questo forte ritardo è stato causato da alcuni peculiari aspetti del settore bancario nazionale: fino alla fine degli anni Ottanta, infatti, esso era caratterizzato da un livello di concorrenza molto basso e dalla presenza di banche non completamente efficienti. Queste condizioni erano in parte mantenute anche dalle autorità di vigilanza, i cui obiettivi principali erano il controllo del mercato e la salvaguardia della stabilità del sistema.

Il modello attraverso il quale attuare questi obiettivi è stato quello della vigilanza strutturale: esso era determinato da interventi che potevano influenzare e modificare anche significativamente la struttura stessa del sistema bancario (determinazione del numero di banche, quote di mercato, campo di attività). Questo principio nacque con la Legge bancaria del '36 – '38, Legge rimasta immutata fino alla fine del 1993, anno di entrata in vigore del TUB. Nel corso degli anni, la vecchia Legge non ha subito significative modifiche in quanto essa determinava con chiarezza i principi generali da dover rispettare e delegava alle autorità creditizie il potere di determinare la modalità di applicazione.

Nel contesto europeo, all'interno del quale l'Italia si è inserita fin dai primi anni di sviluppo, alcuni importanti e fondamentali trattati e direttive hanno determinato l'evoluzione anche del mercato bancario domestico. Nel 1957 è stato firmato il Trattato di Roma che ha istituito la Comunità Economica Europea (CEE). Esso affermava due differenti principi:

- Libertà di stabilimento, intesa come libertà di stabilire liberamente succursali su tutto il territorio della Comunità;
- Libera prestazione di servizi, intesa come libertà di offerta di servizi in un altro Paese membro senza la necessità di apertura di uno sportello.

Con lo scopo di armonizzare le legislazioni bancarie dei differenti Stati della CEE, inoltre, dagli anni '70 sono state emanate differenti e importanti direttive, recepite da parte di tutti i Paesi comunitari. Nel 1977, la Prima direttiva in materia bancaria (77/780/CEE) aveva lo scopo di coordinare e armonizzare la regolamentazione dei Paesi membri. Con la Seconda direttiva bancaria di coordinamento (89/646/CEE), invece, sono stati affermati tre fondamentali pilastri:

- Mutuo riconoscimento: le autorità di vigilanza dei Paesi membri hanno il dovere di riconoscere reciprocamente le autorizzazioni ad operare rilasciate dalle altre autorità;
- Armonizzazione minima: le norme fondamentali in materia bancaria dei differenti Stati devono essere armonizzate, in modo da evitare una eventuale concorrenza tra ordinamenti;
- *Home country control*: per le banche presenti al di fuori dei confini domestici, l'azione di vigilanza deve essere affidata all'autorità del paese d'origine (per i profili di liquidità, di tutela del cliente e per motivazioni di ordine pubblico vige il profilo opposto dell'*host country control*).

Per quanto riguarda i provvedimenti specifici intrapresi dallo Stato italiano è importante ricordare la Legge Amato del 1990[71], che ha consentito la trasformazione delle banche da enti pubblici a privati (Società per Azioni). Questo processo di privatizzazione fu reso necessario dalla radicata natura pubblica delle banche italiane che male si adattava

[71] Decreto legislativo 20 novembre 1990, n. 356, decreto attuativo della Legge n. 218 del 1990, detta "legge Amato", concernente disposizioni in materia di ristrutturazione e integrazione patrimoniale degli istituti di credito di diritto pubblico.

all'aumento del livello concorrenziale che stava iniziando a caratterizzare il contesto europeo. Deve essere, infatti, tenuto presente che le banche pubbliche non erano denotate da una forte propensione all'obiettivo di efficienza.

La regolamentazione nazionale, inoltre, non permetteva lo svolgimento e la conclusione di operazioni di M&A tra soggetti bancari di categoria giuridica diversa. Ci si rese conto che i processi di fusione ed acquisizione avrebbero permesso al sistema bancario domestico di raggiungere un adeguato ed ottimale livello di efficienza, in modo da poter competere a livello europeo ed internazionale: questo contesto generale fece nascere la necessità di elaborazione di una nuova normativa che consentisse alle banche di qualsiasi natura di partecipare a processi di aggregazione anche tra di loro e di una profonda riforma che permettesse ai soggetti bancari di assumere effettivamente la forma giuridica di Società per Azioni.

Gli anni Novanta sono anche stati gli anni della liberalizzazione degli sportelli, attraverso l'eliminazione dei vincoli di apertura e degli stretti controlli sulla presenza geografica della rete distributiva bancaria.

La Seconda direttiva è stata approvata con il D.Lgs. 481/92, il quale delegò al governo il recepimento effettivo. In questo contesto emerse la necessità di una completa rivisitazione dell'intera disciplina bancaria: nasce il Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia. Il TUB (D.Lgs. 385/93), che pose fine alla vecchia Legge bancaria del '36, entrò in vigore il primo gennaio 1994 dopo una serie di importanti cambiamenti nell'ambiente creditizio e finanziario nazionale:

- Internazionalizzazione dell'attività bancaria: sempre un maggior numero di banche aveva deciso di intraprendere una strategia di crescita verso aree geografiche esterne ai confini nazionali ed europei; il confronto con la concorrenza esterna e la crescita della stessa concorrenza interna tra banche italiane aveva portato ad un arricchimento della gamma dei prodotti e dei servizi offerti;
- Progressiva despecializzazione e deregolamentazione dell'attività bancaria;
- Innovazione tecnologica nel campo delle comunicazioni: aveva contribuito a ridurre le barriere geografiche della concorrenza;
- Nuova normativa comunitaria: aveva armonizzato le discipline bancarie nei Paesi aderenti, riducendo le differenze strutturali tra i differenti mercati;
- Nascita di nuove tipologie di intermediari;

Se i fattori sopra elencati erano comuni a tutti i Paesi europei, ve ne erano degli altri tipici del mercato bancario italiano come la dimensione molto contenuta delle banche (incapaci di competere a livello internazionale), la forte specializzazione, il numero ridotto di sportelli presenti nel territorio con un basso livello qualitativo di servizi, la forte presenza di banche pubbliche, i vincoli di vigilanza penetranti ed incisivi.

Il TUB ha contribuito significativamente alla creazione delle condizioni per un aumento del livello concorrenziale nel settore bancario italiano (e, conseguentemente, al ricorso a strategie di crescita di tipo esterno). Il nuovo disegno normativo ha messo in evidenza il carattere di impresa della banca e ha permesso alla stessa di esercitare non solamente le attività tradizionali di raccolta del risparmio e di concessione del credito, ma anche tutte le attività connesse e strumentali. Il TUB è stato sorretto dal principio di despecializzazione, di tipo:

- Istituzionale: le banche hanno la possibilità di assumere la forma di società per azioni e società cooperativa (banca popolare o banca di credito cooperativo);
- Temporale: fino ai primi anni ’90 le banche erano suddivise tra aziende di credito ordinario, abilitate a mettere in atto operazioni attive e passive con scadenza massima di diciotto mesi, e istituti di credito, le cui operazioni dovevano avere scadenza superiore a diciotto mesi; con la nuova regolamentazione tutte le banche divennero libere di erogare credito e raccogliere risparmio a qualsiasi scadenza;
- Operativa: le banche ottennero la possibilità di svolgere oltre all’attività bancaria (raccolta del risparmio ed esercizio del credito) anche qualsiasi altra attività finanziaria ammessa al mutuo riconoscimento.

Il TUB, quindi, adottando il modello organizzativo di impresa, ha facilitato la crescita dei fenomeni di concentrazione tra banche, operazioni prima ostacolate dal principio di specializzazione previsto dalla vecchia Legge bancaria.

Grazie al nuovo testo normativo, la Banca d’Italia ha incrementato i propri poteri in tema di vigilanza con compiti connessi alla salvaguardia della stabilità, dell’efficienza e della competitività del mercato bancario e finanziario e all’osservanza della regolamentazione. Essa ha, inoltre, maggiori poteri in relazione al mantenimento della sana e prudente gestione delle banche, dei gruppi bancari, delle società finanziarie, degli istituti di moneta elettronica (Imel) e di quelli di pagamento.

3.2 I caratteri delle operazioni di concentrazione in Italia

Considerando il contesto economico generale, i processi di concentrazione hanno vissuto in Italia un periodo di forte decrescita in corrispondenza dell'esplosione della crisi economica e finanziaria degli ultimi anni 2000. Dalla Tabella 3.1, che mette in evidenza il numero delle operazioni di aggregazione avvenute nel mercato italiano, risalta la significativa diminuzione del numero di M&A avvenuta tra il 2008 e il 2009, con un lento recupero negli ultimi due anni. Emerge, inoltre, che le operazioni *cross-border* (operazioni effettuate da operatori italiani nei confronti di soggetti esteri e da aziende estere nei confronti di imprese nazionali) hanno iniziato a ricoprire un maggior peso rispetto alla totalità dei processi.

Tabella 3.1: Il numero e peso percentuale delle operazioni di M&A nel mercato italiano.

	2007		**2008**		**2009**		**2010**		**2011**	
Italia su Italia	256	56%	256	52%	117	59%	149	53%	158	48%
Italia su Estero	121	26%	123	25%	42	21%	47	17%	62	19%
Estero su Italia	82	18%	116	23%	38	19%	83	30%	109	33%
Totale	459	100%	495	100%	197	100%	279	100%	329	100%

Fonte: KPMG, *Rapporto Mergers & Acquisitions*, 2010 - 2011.

In questo contesto generale, il settore bancario ha ricoperto un ruolo fondamentale considerando che, negli anni 2008 e 2010, esso è stato il mercato più attivo sul fronte delle operazioni di concentrazione. In particolare, come specificato nella Tabella 3.2, nel 2010 le prime tre operazioni conclusesi hanno riguardato banche italiane: esse hanno assunto il ruolo di banche *target* in processi di M&A messi in atto da imprese finanziarie appartenenti a Paesi extraeuropei.

Tabella 3.2: Le prime tre operazioni di concentrazione completate nel 2010.

Target	**Nazione *Target***	***Bidder***	**Nazione *Bidder***	**Quota**	**Valore Euro mld**
Unicredit SpA	Italia	Aabar Investments PJSC	Abu Dhabi	5%	1,9
Intesa SanPaolo Servizi Transazionali SpA, SanPaolo Bank SA	Italia	State Street Corporation	USA	100%	1,8
Unicredit SpA	Italia	Libyan Investment Authority	Libia	2,6%	1,1

Fonte: KPMG, *Rapporto Mergers & Acquisitions*, 2010.

Tornando a considerare i processi di integrazione tra banche, essi sono influenzati e motivati da elementi che variano da caso a caso ma che spesso possono risultare strettamente connessi tra loro: a livello sistemico, infatti, sono individuabili alcune determinanti strutturali comuni che hanno sostenuto i processi di aggregazione. Per il mercato bancario italiano la struttura del sistema creditizio, le dinamiche strategiche, quelle gestionali e l'obiettivo di stabilità hanno assunto un particolare significato.

Nei primi anni di diffusione dei processi di concentrazione, il principale impulso è stato dato dalla necessità di ridisegnare i caratteri strutturali del sistema creditizio: esso, infatti, era caratterizzato da una rilevante quota di partecipazioni pubbliche nelle banche, dalla ridotta dimensione delle banche stesse e dal basso grado di concentrazione del sistema. Questi particolari elementi hanno acquisito una maggiore rilevanza quando sono stati confrontati con quelli dei mercati bancari degli altri Paesi europei, in quanto è emersa la forte arretratezza del sistema bancario domestico. In un contesto di mercati sempre più integrati, infatti, questi caratteri avrebbero potuto limitare le scelte e gli obiettivi strategici delle banche, incidendo negativamente anche sugli equilibri gestionali.

Fino alla fine degli anni '80 il settore bancario italiano è stato caratterizzato dalla presenza di un altissimo numero di banche piccole e medie fortemente radicate in limitate aree geografiche e di una limitata quantità di banche di dimensioni maggiori operanti su scala interregionale o nazionale. La normativa precedente al TUB, infatti, aveva creato radicate specializzazioni territoriali e funzionali tra banche, tanto da condizionare il sistema bancario anche per molti anni dopo la loro formale scomparsa. Le strategie di crescita si inserirono in questo contesto, volte a ridefinire ambiti territoriali e di mercato

e, quindi, indirizzate verso l'ingresso in nuovi segmenti di clientela ed aree produttive. L'urgenza di ricercare dimensioni medie più elevate da parte delle banche insieme alla necessità di riduzione della quota di partecipazione statale nel mercato del credito (privatizzazione) sono state le motivazioni principali che hanno spinto le banche ad intraprendere sempre di più operazioni di concentrazione.

Le banche che hanno attuato strategie di crescita dimensionale attraverso i processi di aggregazione hanno potuto raggiungere più facilmente dei livelli di efficienza più elevati (con economie di scala, di scopo o di *x-efficiency*) ed espandersi esternamente sia per difendersi dai potenziali concorrenti sia per entrare in nuove aree territoriali[72].

Nel contesto in cui sempre più banche erano caratterizzate da elementi negativi di rischio, determinanti come il mantenimento della stabilità del sistema e delle banche stesse hanno assunto sempre maggiore significato. Le operazioni di integrazione sono state dettate anche dall'esigenza di porre rimedio a situazioni di dissesto o di *default* delle banche in difficoltà attraverso l'intervento, sollecitato dalla Banca d'Italia, di banche dotate di risorse patrimoniali e capacità gestionali adeguate. Nella Tabella 3.3 vengono evidenziate le procedure di amministrazione straordinaria conclusesi nell'anno di riferimento e quante di queste si sono risolte con delle operazioni di M&A. L'andamento è stato fortemente incostante nel corso degli anni presi in considerazione.

Tabella 3.3: Le operazioni di concentrazione adottate a tutela dalle crisi bancarie.

Anno	Procedure di amministrazione straordinaria concluse nell'anno	Procedure risolte con operazioni di concentrazione
1990	5	1
1995	10	5
2000	7	6
2005	2	0
2009	3	0
2010	8	2
2011	10	1

Fonte: Banca d'Italia, *Relazione annuale,* anni vari.

[72] Quest'ultima variabile risulta essere molto significativa per il mercato italiano, in quanto ancora oggi esso è caratterizzato dalla presenza di numerose banche di piccole dimensioni come le banche di credito cooperativo, fortemente interessate dai fenomeni di M&A.

3.2.1 La struttura del sistema bancario italiano

Le banche attive nel mercato italiano alla fine del 2011 erano 740, venti in meno rispetto all'anno precedente, come evidenziato nella Tabella 3.4: nel corso dell'anno, infatti, hanno iniziato ad operare dieci banche (due SpA di piccola dimensione, una banca popolare, una BCC e sei filiali di banche estere) e ne sono state chiuse trenta, a seguito di 23 operazioni di incorporazione, fusione o cessione di attività, sei liquidazioni e una trasformazione in società finanziaria. Per quanto riguarda i gruppi bancari, il loro numero è salito di una unità a 77. In particolare, i gruppi bancari e le banche individuali quotate in borsa erano 24, uno in meno rispetto all'anno precedente, e sette di essi erano banche popolari: deve però essere evidenziato che tra i primi venti gruppi per attivo consolidato, otto non erano quotati in borsa. I gruppi e le banche quotati detenevano il 61,2% dell'attivo, circa il 3% in meno rispetto al 2010.

Tabella 3.4: Struttura del sistema bancario italiano.

Tipo di intermediario		**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**
Gruppi bancari		83	85	87	82	81	75	76	77
Banche		778	784	793	806	799	788	760	740
di cui	**Banche SpA**	242	243	245	249	247	247	233	214
	Banche popolari	37	36	38	38	38	38	37	37
	Banche di credito cooperativo	439	439	436	440	432	421	415	411
	Succursali di banche estere	60	66	74	79	82	82	75	78

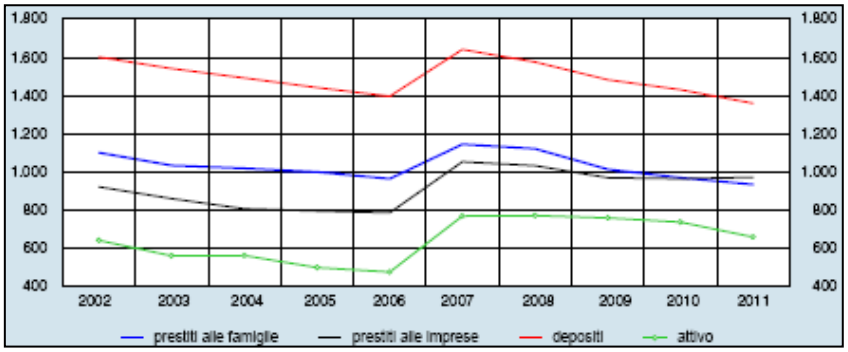
Fonte: Banca d'Italia, *Relazione annuale*, anni vari.

La Tabella 3.4 evidenzia come il numero di gruppi bancari si sia progressivamente ridotto nel corso degli ultimi anni, assieme al numero di banche in forma di società per azioni e di credito cooperativo. Una tendenza opposta si è registrata per le succursali di banche estere, il cui numero è andato aumentando negli anni fino all'arresto subito nel 2010.

Nei documenti della Banca d'Italia, per il calcolo del livello di concentrazione del mercato bancario domestico, è stato utilizzato l'indice HHI calcolato sul totale dell'attivo delle unità operanti in Italia. Nell'anno 2011 esso è risultato di poco superiore al livello registrato nel 2002, a testimonianza del fatto che il forte innalzamento del grado di concentrazione avvenuto tra il 2006 e il 2007 per effetto della fusione per incorporazione di

Sanpaolo IMI in Banca Intesa[73] e di quella di Capitalia in UniCredit è stato riassorbito (Grafico 3.1).

Grafico 3.1: Indici di Herfindahl-Hirschman dell'attivo, dei depositi e dei prestiti alle famiglie e alle imprese* (indice in base 10.000).



Fonte: Banca d'Italia, *Relazione annuale*, 2011.
* 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.

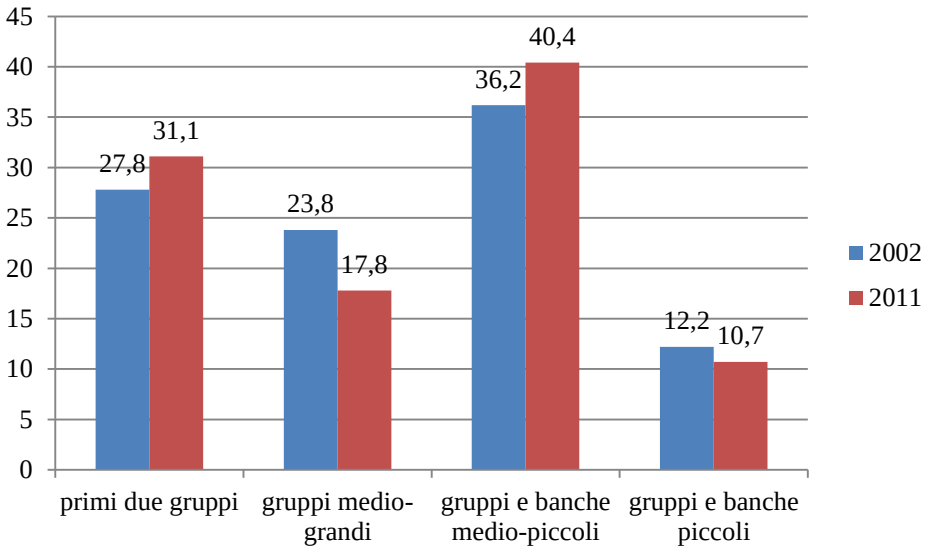
Tra il 2002 e il 2011, la concentrazione dei mercati locali dei servizi bancari è diminuita nei comparti dei prestiti alle famiglie e dei depositi (rispettivamente da un indice HHI pari a 970 e 1.431 nel 2010 a 935 e 1.359 nel 2011). La riduzione della concentrazione è stata favorita dall'espansione di banche di piccola dimensione al di fuori delle tradizionali aree geografiche di riferimento, anche attraverso l'acquisizione di banche regionali o locali; la concentrazione è lievemente aumentata nel comparto dei prestiti alle imprese (da un indice pari a 965 a 973). Nello stesso periodo il numero medio di banche per provincia è rimasto stabile a 27 unità.

Facendo riferimento al Grafico 3.2 e ripartendo le banche in base alla dimensione e all'appartenenza ai gruppi bancari, ai due gruppi di maggiore dimensione (UniCredit e Intesa SanPaolo) faceva capo alla fine del 2011 il 31,1% delle attività del sistema, mentre agli altri tre gruppi di grande e media dimensione (Banca Monte Paschi di Siena, Banco Popolare e Unione di Banche Italiane) era riconducibile una quota dell'attivo pari al 17,8%. Ad una terza categoria, composta da 67 gruppi e banche individuali di dimen-

[73] Si veda Paragrafo 3.4.

sione medio-piccola (tra cui banche specializzate e filiazioni di gruppi esteri), faceva capo il 40,4% del totale; il restante 10,7% era detenuto da 563 piccole banche con operatività prevalentemente locale. Alla fine del 2002 ai primi cinque gruppi faceva capo il 51,6% del complesso delle attività del sistema, rispetto al 48,9% del 2011: a perimetro costante (quindi considerando solo le banche che fanno parte dei primi cinque gruppi alla fine del 2011) la quota si è ridotta di oltre il 10% (dal 60,7% al 48,9%).

Grafico 3.2: Grado di concentrazione del sistema bancario italiano* (valori percentuali).



Fonte: Banca d'Italia, *Relazione annuale*, 2011.
* 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.

Dal 2010 al 2011, il numero degli sportelli è lievemente diminuito da 33.640 a 33.607 unità con una media di abitanti per sportello pari a 1.806 (1.499 a Centro Nord e 2.952 nel Mezzogiorno), a fronte di una media europea di 2.168 alla fine del 2010[74]. Dalla Tabella 3.5 emerge che alla fine del primo trimestre del 2012 il numero di sportelli totali si è ridotto ulteriormente arrivando a quota 33.439 (di cui 23.376 sportelli di banche SpA, 5.318 di banche popolari, 4.433 di banche di credito cooperativo e 312 di banche estere).

[74] Il sistema bancario italiano è caratterizzato da un numero di abitanti per sportello superiore a quelli di Spagna (1.065) e Francia (1.661) ma inferiore a quelli di Germania (2.071) e Inghilterra (5.053).

Tabella 3.5: Distribuzione per regione delle banche e degli sportelli in Italia (dati al 31 marzo 2012).

	Totale		Banche SpA		Banche popolari		Banche di credito cooperativo		Filiali di banche estere	
	Banche	**Sportelli**	**Banche**	**Sportelli**	**Banche**	**Sportelli**	**Banche**	**Sportelli**	**Banche**	**Sportelli**
Totale	730	33.439	212	23.376	37	5.318	404	4.433	77	312
Piemonte	28	2.700	18	2.157	-	337	9	179	1	27
Valle d'Aosta	1	100	-	71	-	8	1	21	-	-
Liguria	6	970	5	795	-	145	-	24	1	6
Lombardia	169	6.555	57	4.267	5	1.309	45	809	62	170
Trentino-Alto Adige	103	963	9	305	1	129	92	527	1	2
Veneto	53	3.590	9	2.009	5	892	38	676	1	13
Friuli-Venezia Giulia	24	936	7	597	1	102	15	234	1	3
Emilia Romagna	55	3.512	27	2.399	4	661	23	439	1	13
Marche	30	1.190	10	955	-	38	20	197	-	-
Toscana	49	2.547	16	1.753	3	443	30	347	-	4
Umbria	9	581	6	500	-	36	3	45	-	-
Lazio	62	2.746	24	2.037	5	368	24	277	9	64
Abruzzo	14	693	6	600	-	8	8	85	-	-
Molise	3	145	-	108	1	22	2	15	-	-
Campania	34	1.638	8	1.288	5	208	21	135	-	7
Puglia	29	1.415	2	1.000	3	299	24	115	-	1
Basilicata	3	248	-	158	-	49	3	41	-	-
Calabria	19	506	2	404	1	11	16	91	-	-
Sicilia	34	1.733	3	1.312	3	252	28	168	-	1
Sardegna	5	671	3	661	-	1	2	8	-	1

Fonte: Banca d'Italia, *Bollettino Statistico*, II trimestre 2012.

La Tabella 3.6 evidenzia come il numero di sportelli per numero di abitanti presenti nel territorio italiano non si sia modificato considerevolmente negli ultimi anni. Questo an-

damento è caratterizzato, comunque, da una generale lieve decrescita: la media nazionale, infatti, è passata da 58 sportelli per 100.000 abitanti alla fine del 2008 a 56 alla fine del 2011. Questa diminuzione risulta sicuramente più accentuata nelle regioni in cui il numero di sportelli per abitanti era molto alto e nettamente superiore alla media (Trentino-Alto Adige, Emilia Romagna) mentre molto meno significativa o del tutto assente nelle regioni con un basso numero di sportelli per abitanti. I dati riportati evidenziano, inoltre, le considerevoli disparità esistenti tra le regioni settentrionali rispetto a quelle meridionali: regioni importanti e densamente popolate come la Campania, la Calabria e la Sicilia registrano dei livelli nettamente inferiori rispetto alla media nazionale del numero di sportelli bancari per 100.000 abitanti, mostrando un'insufficiente distribuzione bancaria nel territorio del mezzogiorno.

Tabella 3.6: Distribuzione per localizzazione del numero di sportelli per 100.000 abitanti (dati al 31/12).

	2008	**2009**	**2010**	**2011**
Piemonte	51	51	49	49
Valle d'Aosta	76	76	77	76
Liguria	62	61	60	59
Lombardia	67	66	66	65
Trentino-Alto Adige	107	107	107	104
Veneto	62	62	62	62
Friuli-Venezia Giulia	63	60	60	60
Emilia Romagna	88	88	86	84
Marche	82	80	79	71
Toscana	72	71	70	71
Umbria	67	67	66	67
Lazio	52	51	50	49
Abruzzo	50	50	50	50
Molise	48	48	48	48
Campania	28	27	27	26
Puglia	40	39	40	40
Basilicata	43	42	43	44
Calabria	28	29	29	29
Sicilia	34	34	33	33
Sardegna	40	38	37	37
Media nazionale	**58**	**57**	**57**	**56**

Fonte: elaborazione dati Banca d'Italia, *Base informativa pubblica*, si veda www.bip.bancaditalia.it.

3.2.2 Gli studi in materia

Le verifiche empiriche sui processi di concentrazione bancaria nel mercato italiano non sono numerose. La ridotta significatività del fenomeno, che ha visto una reale intensificazione solo a partire dagli anni ’90, ha prodotto studi occasionali ed isolati. Alcune indagini hanno però posto l’accento sullo studio delle determinanti dei processi di concentrazione e sui possibili effetti delle aggregazioni con riguardo all’efficienza delle banche coinvolte.

Tra i primi lavori è possibile annoverare lo studio di Ferretti (1987) che analizza le operazioni di M&A in Italia nel periodo 1970 – 1984. Ad un’analisi descrittiva accurata, l’autore unisce alcune riflessioni riguardo l’impatto delle operazioni sulla struttura del sistema bancario italiano. Tra i caratteri principali delle operazioni di concentrazione si riscontrano una prevalenza delle operazioni di acquisizione rispetto alle fusioni, il maggior ricorso alle incorporazioni rispetto alle fusioni pure, l’attitudine delle banche a integrarsi nell’ambito di categorie giuridiche simili, la prevalenza delle operazioni tra banche di diversa dimensione, la presenza di un nucleo di banche più attive che si caratterizzano per un ripetuto ricorso a forme di crescita esterna. Per quanto riguarda le operazioni avvenute nel contesto finanziario degli anni ’70 è emersa la trascurabilità degli effetti delle M&A sul grado di concentrazione del sistema e sugli equilibri tra le diverse categorie giuridiche di banche[75].

L’ABI (1996a) ha elaborato un’importante indagine su 68 operazioni effettuate nel periodo ’90 – ’95. L’indagine ha monitorato, attraverso le differenze di valore di alcuni indici di bilancio riferiti alle banche attive e passive, alcune possibili variabili motivazionali dei processi. Dai risultati emerge una forte rilevanza della variabile efficienza e della rendita di posizione; meno importanti ma comunque non trascurabili risultano la ricerca di una maggiore diversificazione e di una maggiore dimensione. Elevato è anche il numero delle operazioni collegabili a situazioni di difficoltà gestionali delle banche

[75] Con riferimento a quest’ultimo aspetto, uno studio di Prometeia (1996) giunge a conclusioni opposte in quanto attribuisce un peso rilevante nell’ambito dei processi di ristrutturazione del sistema bancario. Nel campione di 111 banche tra il 1993 e il 1995, sono state soprattutto le banche grandi e medie a trarre maggiori benefici da politiche di sviluppo per crescita esterna. L’analisi, volta ad isolare gli effetti delle operazioni di concentrazione sui principali aggregati di bilancio (totale attivo lordo, impieghi e depositi), evidenzia come gli effetti sulla crescita della raccolta siano stati più contenuti di quelli registrati per gli impieghi. Le operazioni di concentrazione, inoltre, hanno portato ad un aumento delle quote di mercato per le banche grandi e medie.

target: su 68 operazioni, 36 vedono la banca passiva oggetto di provvedimenti amministrativi da parte della Banca d'Italia in un periodo precedente l'aggregazione. L'elemento di maggiore evidenza è la presenza ricorrente di una forte differenza di efficienza tra banca attiva e banca *target*: queste ultime risultano in media meno efficienti delle prime. Da questa indicazione lo studio trae la conclusione che uno degli obiettivi principali delle concentrazioni realizzate consiste nel puntare su possibili sinergie derivanti dall'integrazione, piuttosto che sfruttare vantaggi di efficienza e reddituali già esistenti[76].

Dall'analisi di Resti (1997) emerge che le banche acquirenti risultano in media meno efficienti dei *benchmark* di riferimento e individuano come banche *target* imprese che non presentano carenze di produttività ma che spesso sono più efficienti dei loro compratori. Questa conclusione sembra in contrasto con quelle raggiunte dal citato studio dell'ABI e, in generale, con i risultati della maggior parte delle ricerche empiriche. La novità delle conclusioni viene però ridimensionata quando l'analisi prende in considerazione dei sottoinsiemi del campione. Mentre il divario iniziale di efficienza a favore degli acquisiti è rilevante per le operazioni tra banche con dimensioni fortemente diverse o situate in contesti territoriali differenti, non si rilevano divari di efficienza per le operazioni tra banche con reti coincidenti o adiacenti e, inoltre, le banche acquirenti risultano più efficienti delle acquisite in operazioni tra imprese di simili dimensioni[77]. Anche gli effetti delle concentrazioni assumono connotati diversi se monitorati per sottogruppi del campione. I maggiori guadagni in termini di efficienza si registrano tra banche adiacenti grazie alla possibilità di attivare risparmi di costo. Deve essere però tenuto presente che le banche vicine non registrano alcun divario iniziale di efficienza e questo fa sì che la concentrazione possa condurre più facilmente a miglioramenti di efficienza. L'analisi,

[76] Deve essere comunque evidenziato che la verifica degli effetti delle concentrazioni ha prodotto risultati che in gran parte risentono delle metodologie di analisi adottate e dei campioni monitorati. L'indagine di Malvasi (1995), infatti, mette in evidenza come certe conclusioni non possono essere estese alla generalità dei casi. La ricerca prende in esame alcune operazioni di fusione realizzate in Italia tra il 1993 e il 1994 distinguendo quelle operate da banche capogruppo da quelle portate a termine da altre banche. Per le imprese non capogruppo gli obiettivi di razionalizzazione dei costi risultano importanti e gli indicatori utili a indicare l'esistenza di economie di scala tendono a migliorare sensibilmente mano a mano che ci si allontana dalla data dell'operazione; per le banche capogruppo gli effetti sul grado di efficienza risultano non significativi. Comana (1995), inoltre, afferma che gli effetti delle concentrazioni dipendono dalla compatibilità organizzativa e di mercato delle banche coinvolte.

[77] Le banche con dimensioni più elevate, quindi, sono spinte ad acquisire banche con dimensioni ridotte se queste registrano buone performance o consentono l'ingresso in mercati lontani. Banche operanti in territori adiacenti presentano simili gradi di efficienza e sono spinte all'integrazione da altre motivazioni; le concentrazioni tra eguali sono dettate presumibilmente da situazioni di difficoltà dell'acquisita.

quindi, rintraccia differenti dinamiche in relazione a diversi sottocampioni, evidenziando l'impossibilità di giungere a certezze generalizzabili.

Messori (2001), in base alla propria analisi, afferma che nel sistema bancario italiano degli anni Novanta i processi di aggregazione e di riassetto proprietario furono accompagnati da recuperi di efficienza e da un aumento del grado di concorrenza, senza incidere pesantemente sulla profittabilità bancaria. Deve essere tenuto in considerazione che le accresciute dimensioni operative hanno consentito alle banche italiane di realizzare maggiori ricavi e le nuove tecnologie dell'informazione hanno permesso di avviare una più efficiente organizzazione del lavoro e dei canali distributivi. Dallo studio emerge che il numero degli sportelli, in controtendenza rispetto a tutti gli altri sistemi bancari avanzati, sono aumentati anche in fase di costruzione di canali distributivi on-line. Citando Focarelli, Panetta e Salleo (1999), l'autore conferma che le aggregazioni verificatesi fra la metà degli anni '80 e il 1996 non hanno prodotto significativi incrementi nell'efficienza di sistema e nella gamma dei servizi offerti.

Tra gli studi più recenti deve essere evidenziato quello dell'AGCM (2011) che, prendendo spunto da una ricerca di Colombo e Turati (2002) e dai successivi elaborati di Grillo (2003), ha esaminato 290 operazioni di concentrazione fra banche italiane avvenute fra il 1990 e il 2010 e comunicate all'Autorità Antitrust, con l'obiettivo di individuare i mutamenti di tipo territoriale del sistema bancario nazionale negli ultimi vent'anni. Nella Tabella 3.7 i processi di concentrazione vengono suddivisi tra quelli avvenuti tra mercati limitrofi e quelli tra mercati più distanti: i primi sono motivati da necessità di tipo contrattuale ed organizzativo in quanto il *brand name* risulta già sufficientemente diffuso e conosciuto nelle aree in cui l'operazione si sviluppa e quindi, ad esempio, sono legate a motivazioni come la razionalizzazione dell'offerta e la volontà di creazione di economie di scala e di scopo; i secondi, invece, sono giustificati da obiettivi di omogeneizzazione delle modalità di concessione del credito[78].

[78] La banca *target* destina una buona parte del risparmio acquisito verso forme di raccolta bancaria tradizionale e non verso strumenti di gestione del risparmio più innovativi e sofisticati; l'acquisto da parte di una banca più efficiente avrebbe come scopo quello di destinare le risorse raccolte dalla banca acquisita verso impieghi maggiormente efficienti. A conferma di ciò, alcuni lavori empirici dimostrerebbero che le concentrazioni bancarie portano di solito le banche acquisite ad un miglioramento delle politiche di credito ma, allo stesso tempo, ad una riduzione del volume di credito erogato a imprese di media e piccola dimensione, in una sorta di razionamento geografico del credito.

Nella Tabella 3.7 viene evidenziato come, nell'arco temporale di vent'anni, dal 1990 al 2010, la maggioranza di operazioni di aggregazione messe in atto in Italia abbia interessato le banche meridionali, acquisite da quelle del nord del Paese. Nello studio dell'AGCM, quindi, l'attenzione è stata focalizzata sui processi avvenuti tra mercati geografici non limitrofi: gli operatori bancari del Nord hanno acquisito 76 banche con sede nelle regioni meridionali, 26 con sede nel centro Italia e solo 11 nelle provincie settentrionali (in regioni comunque non confinanti con la propria); le banche delle regioni centrali hanno acquisito 13 operatori bancari settentrionali, 2 con sede nel centro Italia e 7 appartenenti al Sud; le banche meridionali, invece, hanno acquisito 4 banche delle regioni del Nord e 1 del Sud.

Tabella 3.7: Concentrazioni bancarie nel periodo 1990-2010.

Banca acquisita		Banca acquisita: SUD								Banca acquisita: CENTRO				Banca acquisita: NORD								
	Regioni	Valle d'Aosta	Piemonte	Liguria	Lombardia	Trentino	Friuli-Venezia Giulia	Veneto	Emilia	Toscana	Umbria	Marche	Lazio	Abruzzo	Molise	Campania	Puglia	Basilicata	Calabria	Sicilia	Sardegna	Totale
NORD	Valle d'Aosta	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Piemonte	0	3	0	6	0	1	4	0	2	0	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	18
	Liguria	0	0	0	8	0	0	1	0	1	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	11
	Lombardia	0	6	0	26	0	0	8	4	1	0	1	5	0	0	0	0	0	0	0	0	51
	Trentino	0	0	0	1	1	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3
	Friuli-Venezia Giulia	0	1	0	0	0	0	9	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	12
	Veneto	0	3	1	6	0	0	15	3	0	0	1	0	0	0	0	2	0	0	1	0	32
	Emilia	0	0	1	9	0	0	5	10	1	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	27
CENTRO	Toscana	0	2	1	6	0	0	1	0	4	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	15
	Umbria	0	1	1	2	0	0	1	0	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	7
	Marche	0	0	0	1	0	0	0	1	0	0	5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	7
	Lazio	0	0	0	8	0	0	1	2	2	0	1	0	1	0	0	0	0	0	0	0	15
SUD	Abruzzo	0	0	0	3	0	0	0	4	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	8
	Molise	0	0	0	1	0	0	0	1	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	3
	Campania	0	1	0	5	0	0	1	6	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	14
	Puglia	0	2	1	2	0	0	2	5	1	0	0	1	0	0	0	4	0	0	0	0	18
	Basilicata	0	0	0	0	0	0	0	5	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	6
	Calabria	0	0	1	1	0	0	2	7	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	11
	Sicilia	0	1	3	10	0	0	4	7	1	0	0	2	0	0	0	0	0	0	2	0	30
	Sardegna	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	3
	Totale	0	20	9	94	1	1	55	58	14	1	10	12	2	1	0	6	1	0	3	2	290

Fonte: AGCM, *Concorrenza e Mezzogiorno: un'analisi territoriale dell'attività dell'Antitrust*, Roma, luglio 2011.

Lo studio poi scompone il periodo analizzato (1990-2001 e 2002-2010) ed evidenzia che il fenomeno dell'espansione delle banche del Nord verso Sud è concentrato quasi completamente nel primo lasso di tempo (si sono avute ben 74 delle 76 operazioni di concentrazione che hanno visto una banca del Nord acquisirne una del Sud). Nel perio-

do seguente il numero di concentrazioni fra banche italiane si riduce drasticamente anche se queste sono tutte contraddistinte da una importante dimensione e rilevanza[79].

Attraverso l'utilizzo dei dati forniti dalle *Relazioni annuali* della Banca d'Italia, è stato poi analizzato l'effettivo beneficio in termini di efficienza ottenuto dai maggiori gruppi bancari e dal mercato bancario in generale a seguito dei processi di concentrazione e alle conseguenti modifiche strutturali del sistema di riferimento. Le variabili prese in esame risultano essere l'andamento degli oneri operativi, con una particolare attenzione agli oneri connessi al personale, dei costi amministrativi e relativi agli ammortamenti: il valore totale dei costi è stato quindi confrontato con il margine di intermediazione bancaria attraverso la stima dell'indice *cost-income ratio*. L'analisi è stata sviluppata sia con riferimento al sistema creditizio italiano, sia ai cinque gruppi di maggiori dimensioni operanti nel territorio domestico.

Dalla Tabella 3.8 si evince che l'andamento di quest'ultimo indice per il mercato bancario si è rivelato molto incostante nell'arco di tempo analizzato: il valore finale registrato nel 2011 è pari a 67,90, valore molto elevato e frutto di una lento aumento avvenuto negli ultimi tre anni. Questo dato evidenzia come le operazioni di concentrazione non abbiano portato a miglioramenti dell'efficienza operativa. Nonostante il netto aumento del margine di intermediazione (ottenuto dalla somma dei ricavi netti da servizi e del margine di interesse), la crescita delle spese per il personale e, in generale, dei costi operativi hanno di fatto annullato i benefici ottenibili da valori più elevati del margine.

Per completare l'analisi sono stati presi in considerazione i primi cinque gruppi bancari per totale dell'attivo operanti nel territorio domestico e ne è stato stimato, anche in questo caso, il *cost-income ratio* (Tabella 3.9). Nel 2011 esso ha raggiunto il livello massimo di 67,9% ma negli ultimi sei anni il suo andamento non è stato costante. I costi operativi e il margine di intermediazione hanno avuto un percorso di crescita fino agli anni 2007-2008, in corrispondenza dello scoppio della crisi economica e finanziaria mondiale, con un livello di *cost-income ratio* basso pari a 59,1% nel 2007. Negli anni successivi i costi operativi e del personale sono diminuiti ma con essi anche il margine di inter-

[79] Sono infatti di questo periodo l'incorporazione di Sanpaolo IMI da parte di Intesa, l'incorporazione di Capitalia da parte di Unicredito Italiano, la fusione fra Banca Popolare Italiana e Banca Popolare di Verona e Novara, l'incorporazione di Banca Lombarda e Piemontese da parte di Unione di Banche Italiane e l'acquisto di Banca Antonvenenta da parte di Banca Monte dei Paschi

mediazione: questa condizione ha necessariamente fatto aumentare il valore del tasso di *cost-income*, facendo diminuire il livello di efficienza operativa raggiunto.

Tabella 3.8: Efficienza operativa dell'intero sistema bancario italiano.

Anno	Costi operativi (milioni di euro)	di cui spese per il personale	Margine di Intermediazione (milioni di euro)	*Cost-Income ratio* (%)*
1990	22.409	14.570	36.414	61,54
1995	32.161	20.271	47.678	67,45
2000	36.762	20.702	65.802	55,87
2001	38.447	20.966	69.570	55,26
2002	40.329	22.011	67.390	59,84
2003	42.261	23.164	69.430	60,87
2004	38.531	25.303	66.018	58,40
2005	48.998	28.289	78.668	62,30
2006	51.413	29.953	96.523	59,40
2007	51.469	29.662	96.007	59,80
2008	61.721	34.099	92.488	66,70
2009	58.583	32.753	93.404	62,70
2010	59.415	33.260	91.236	65,10
2011	62.601	33.767	92.144	67,90

Fonte: Banca d'Italia, *Relazione Annuale*, anni vari.
* Il *cost-income ratio* è il rapporto tra i costi e il margine di intermediazione.

Tabella 3.9: Efficienza operativa dei cinque maggiori gruppi bancari italiani.

Anno	Costi operativi (milioni di euro)	di cui spese per il personale	Margine di Intermediazione (milioni di euro)	*Cost-Income ratio* (%)
2005	29.855	17.360	48.684	61,3
2006	36.521	21.466	62.587	58,40
2007	37.383	21.803	63.217	59,10
2008	39.244	21.945	58.659	66,90
2009	35.733	20.330	59.413	61,20
2010	35.668	20.241	55.905	63,80
2011	38.033	20.687	55.984	67,90

Fonte: Banca d'Italia, *Relazione Annuale*, anni vari.

3.3 La disciplina antitrust italiana

Il TFUE (Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea) regolamenta le intese (art. 101) e gli abusi di posizione dominante (art. 102) all'interno del mercato europeo. La Commissione europea, pur tenendo presente quanto fosse importante che anche il settore bancario risultasse sottoposto alla normativa antitrust, non ha sempre considerato opportuna la sua applicabilità, almeno fino al 1981, a seguito della sentenza Züchner[80]. Veniva, infatti, evidenziato che le banche, in quanto imprese incaricate alla gestione di servizi di interesse economico generale, risultavano in condizione di poter oltrepassare le regole di concorrenza laddove la loro applicazione avrebbe potuto ostacolare l'adempimento dell'obiettivo. Nel 1981 la Corte di Giustizia affermò però il principio di piena applicabilità degli artt. 101 e 102 del Trattato alle banche, giustificato dalla necessità di realizzazione di mercati finanziari europei più competitivi ed efficienti.

Come già evidenziato, in Italia le operazioni di concentrazione cominciarono a svilupparsi significativamente solo a partire dagli anni Novanta, anni durante i quali le forti pressioni competitive di carattere europeo ed internazionale iniziarono ad incentivare le decisioni di crescita esterna da parte delle piccole e locali banche italiane. Attraverso questa tipologia di operazioni, gli operatori coinvolti avevano la possibilità di migliorare il proprio livello di efficienza, soprattutto quando la banca veniva ad acquisire un importante livello di potere di mercato che dominasse sull'efficienza, ma potevano anche condurre a comportamenti di *moral hazard*, minando la stabilità e la competitività del mercato. Proprio per questa duplice direzione degli effetti prodotti e per la volontà di salvaguardia di un settore così critico come quello bancario, è stata introdotta in Italia la normativa sulla tutela della concorrenza e del mercato. La Legge n. 287 del 1° ottobre 1990 (Legge Antitrust), successivamente modificata dalla Legge sul Risparmio n. 262

[80] Sentenza della Corte di Giustizia del 14 Luglio 1981, Gerhard Züchner c. Bayerische Vereinsbank. La sentenza trae origine da una disputa sorta tra il signor Züchner e la Bayerische Vereinsbank, presso la quale egli aveva acceso un conto corrente. Züchner aveva tratto un assegno all'ordina di un destinatario residente in Italia e la banca gli aveva addebitato un "diritto di preparazione" pari allo 0,15% dell'importo trasferito. Il depositante, ritenendo che la riscossione di questa commissione fosse incompatibile con le norme antitrust del Trattato, in quanto costituiva una pratica concordata seguita dalla maggior parte delle banche tedesche e degli Stati membri, si volse al giudice chiedendo il rimborso della commissione. La corte tedesca sospese il giudizio sulla questione richiedendo alla Corte di Giustizia delle Comunità europee di pronunziarsi sulla compatibilità di tale pratica con gli artt. 85 e 86 del Trattato (oggi 101 e 102 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea). La Commissione, superando le precedenti incertezze, prese formalmente posizione sottolineando come dovesse ormai considerarsi certa l'applicabilità al settore bancario delle regole di concorrenza dettate.

del 28 dicembre 2005, stabilisce i principi e gli elementi valutativi attraverso i quali le autorità di vigilanza hanno la possibilità di individuare i casi di operazione di aggregazione con caratteristiche tali da ridurre in maniera evidente la competitività nel mercato italiano. Essa, inoltre, determina i poteri in mano alle *authorities* con i quali limitare questa tipologia di operazioni e, quindi, salvaguardare la stabilità del sistema, gli altri operatori e i clienti.

La normativa individuava la Banca d'Italia come autorità di vigilanza responsabile nella valutazione delle operazioni di concentrazione: ad essa, infatti, è stato affidato il compito di vietare la realizzazione di operazioni di concentrazione che potessero determinare la costituzione o il rafforzamento di una posizione dominante[81] all'interno del mercato nazionale e conseguentemente di eliminare o ridurre in modo sostanziale e durevole la concorrenza[82] (art. 6[83], Legge Antitrust). L'Autorità era stata investita da due differenti ruoli, strettamente connessi: valutare i casi di operazioni di aggregazione che hanno le caratteristiche necessarie per costituire o rafforzare una posizione dominante e determi-

[81] Legge 287/90 art. 3: "*Abuso di posizione dominante.* 1 È vietato l'abuso da parte di una o più imprese di una posizione dominante all'interno del mercato nazionale o in una sua parte rilevante, ed inoltre è vietato: *a*) imporre direttamente o indirettamente prezzi di acquisto, di vendita o altre condizioni contrattuali ingiustificatamente gravose; *b*) impedire o limitare la produzione, gli sbocchi o gli accessi al mercato, lo sviluppo tecnico o il progresso tecnologico, a danno dei consumatori; *c*) applicare nei rapporti commerciali con altri contraenti condizioni oggettivamente diverse per prestazioni equivalenti, così da determinare per essi ingiustificati svantaggi nella concorrenza; *d*) subordinare la conclusione dei contratti all'accettazione da parte degli altri contraenti di prestazioni supplementari che, per loro natura e secondo gli usi commerciali, non abbiano alcuna connessione con l'oggetto dei contratti stessi."

[82] Questa decisione risulta in linea con la volontà del legislatore italiano di aver attribuito alla Banca d'Italia anche il ruolo di garante della concorrenza nel settore del credito, sentito il parere obbligatorio ma non vincolante dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (Antitrust) secondo l'art 20 della Legge 287/90. La tutela della concorrenza bancaria sono state affidate alla Banca d'Italia per due motivazioni:

- Essa dispone di informazioni dettagliate sul comportamento di mercato delle banche e sui loro rapporti strutturali e organici; dovrebbe essere in grado, perciò, di individuare e reprimere i comportamenti dannosi per il sistema bancario;
- L'Autorità Antitrust era un'autorità nuova per il nostro Paese e quindi potenzialmente inesperta in relazione alle complesse problematiche del settore bancario.

[83] Legge 287/90 art 6: "*Divieto delle operazioni di concentrazione restrittive della libertà di concorrenza*. 1 Nei riguardi delle operazioni di concentrazione soggette a comunicazione ai sensi dell'articolo 16, l'Autorità valuta se comportino la costituzione o il rafforzamento di una posizione dominante sul mercato nazionale in modo da eliminare o ridurre in modo sostanziale e durevole la concorrenza. Tale situazione deve essere valutata tenendo conto delle possibilità di scelta dei fornitori e degli utilizzatori, della posizione sul mercato delle imprese interessate, del loro accesso alle fonti di approvvigionamento o agli sbocchi di mercato, della struttura dei mercati, della situazione competitiva dell'industria nazionale, delle barriere all'entrata sul mercato di imprese concorrenti, nonché dell'andamento della domanda e dell'offerta dei prodotti o servizi in questione. 2 L'Autorità, al termine dell'istruttoria di cui all'articolo 16, comma 4, quando accerti che l'operazione comporta le conseguenze di cui al comma 1, vieta la concentrazione ovvero l'autorizza prescrivendo le misure necessarie ad impedire tali conseguenze."

nare se questi casi possano eliminare o ridurre il livello di concorrenza nel sistema bancario.

La decisione di intraprendere un'operazione di fusione o incorporazione doveva essere comunicata preventivamente[84] alla Banca d'Italia, la quale, una volta ricevuta la comunicazione, aveva il compito di determinare le soglie minime di rilevanza per gli impieghi e per i depositi[85]. Solamente nel caso in cui la soglia minima risultava superiore al 15% e quando l'autorità di vigilanza riscontrava alcuni peculiari elementi che potessero giustificare un ulteriore approfondimento dell'operazione, veniva avviata l'istruttoria: il provvedimento d'avvio, la documentazione necessaria (descrizione dell'operazione, informazioni sulle controllate, indici di concentrazione, articolazione della rete territoriale, quote di mercato definite sugli sportelli) e il materiale con le risultanze istruttorie (ulteriori elaborazioni della Banca d'Italia ed eventuali informazioni aggiornate) venivano inviati all'autorità Antitrust, la quale esprimeva il proprio parere, comunque non vincolante. Alla conclusione dei lavori e alla luce delle analisi sviluppate, motivando e giustificando la propria decisione comunicandola alle parti, la Banca d'Italia autorizzava o vietava la realizzazione dell'operazione di M&A. Il divieto (ad oggi caso mai riscontrato nella prassi italiana) è previsto per tutte quelle operazioni che abbiano le caratteristiche tipiche per una creazione o un rafforzamento di una posizione dominante in grado di restringere significativamente la concorrenza all'interno del sistema bancario. Molto spesso la Banca d'Italia ha adottato soluzioni intermedie, autorizzando anche operazioni caratterizzate dall'elevata rischiosità di restrizione della concorrenza, subordinandole però a misure ed interventi correttivi (cessioni o chiusure di sportelli, divieti di apertura di succursali) per un adeguato periodo di tempo, dando così il tempo necessario al mercato di ristabilire un nuovo equilibrio concorrenziale.

Una tipologia di operazione di aggregazione particolare è considerata quella in cui vi prende parte un soggetto che versa in situazione di crisi: in questo caso, seguendo le linee guida stabilite dalla Commissione Europea, è previsto il ricorso al FFD – *Failing Firm Defense*, criterio attraverso il quale viene mantenuta sul mercato una banca in stato di *default*, cercando di limitare le conseguenze negative sul sistema, sulla clientela e sui consumatori. La Banca d'Italia può autorizzare questo genere di operazioni di M&A so-

[84] Nel caso di M&A il Legislatore italiano aveva previsto l'obbligo della comunicazione preventiva alla Banca d'Italia solo se raggiunti i limiti quantitativi previsti dall'art. 16 della Legge 287/90.
[85] Soglia stabilita dall'Accordo stipulato tra la Banca d'Italia e l'Antitrust nel 1996.

lamente quando il dissesto appare come un fatto evidente, con ripercussioni inevitabilmente destabilizzanti nell'equilibrio del mercato bancario, e quando emerge che la quota di mercato della banca in *default* si sarebbe comunque traslata all'acquirente anche nel caso in cui il fallimento avesse comportato l'uscita dal mercato del soggetto debole.

Le concentrazioni di tipo misto rappresentano tutte quelle tipologie di aggregazione che avvengono tra soggetti che non operano solamente nell'ambito dell'attività bancaria (raccolta del risparmio e concessione del credito). Esse iniziarono a svilupparsi solo a seguito dell'introduzione del TUB nel 1993 e crearono una serie di problemi relativi all'ambito di intervento delle due autorità di vigilanza del mercato. Gli effetti collegati alle operazioni di concentrazione miste venivano, infatti, avvertiti anche al di fuori del sistema bancario, richiedendo il necessario intervento dell'Antitrust nelle decisioni in merito all'autorizzazione o al divieto dell'operazione. Sono stati registrati alcuni casi di pareri nettamente discordanti, con evidenti problemi in sede di applicazione. Il controverso caso è stato in parte risolto nell'art. 20[86], comma 7, della Legge Antitrust, che permette alle due autorità di esprimere il proprio parere sulla base delle proprie competenze, ripartendo l'ambito di intervento in base ai mercati in cui l'operazione avrebbe provocato i suoi effetti.

Questa tipologia di problema si aggravò considerevolmente a seguito dell'introduzione del concetto di "banca universale": la Banca d'Italia dovette ampliare il proprio ambito di competenza e di intervento, entrando nelle decisioni relative a tutti quei mercati non bancari ma nei quali le banche avrebbero potuto operare sia in maniera diretta, sia indiretta. È chiaramente emersa la necessità di una nuova normativa che regolasse questo ambito: la Banca d'Italia, infatti, avrebbe avuto poteri decisionali e di intervento non più solamente nel mercato bancario; dal canto suo l'Antitrust avrebbe anch'esso continuato ad emettere provvedimenti nei mercati di propria competenza.

Questa mancanza di chiarezza nella distinzione dei ruoli e degli ambiti di intervento delle due autorità insieme agli scandali finanziari dei primi anni 2000 (Cirio, Parmalat) fecero emergere la necessità di introduzione di una nuova normativa: la Nuova Legge sul Risparmio 262/2005 entrò in vigore il 12 gennaio 2006.

[86] "Allorché l'intesa, l'abuso di posizione dominante o la concentrazione riguardano imprese operanti in settori sottoposti alla vigilanza di più autorità, ciascuna di esse può adottare i provvedimenti di propria competenza".

L'art. 19 della Nuova Legge ridusse le competenze antitrust e i poteri di intervento all'interno del settore bancario della Banca d'Italia, individuando nell'AGCM (Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato) l'autorità responsabile al mantenimento della stabilità del mercato e alla tutela della concorrenza. Le due autorità assunsero un peso paritetico: la Banca d'Italia rimase competente per tutto ciò che riguardava la sana e prudente gestione degli operatori mentre l'AGCM divenne competente in materia di salvaguardia degli equilibri concorrenziali del mercato bancario. I poteri in mano all'Antitrust vennero quindi rafforzati: ottenne un più importante ruolo in ambito di abuso di posizione dominante, concentrazioni ed intese e le fu assegnato il compito di autorizzare le operazioni M&A bancarie assieme alla Banca d'Italia[87].

Nonostante questi importanti caratteri innovativi, la nuova normativa non ha completamente risolto le problematiche emerse in fase di applicazione della Legge Antitrust. Questa condizione è determinata da alcune fondamentali lacune presenti nel testo legislativo: il personale dipendente della Banca d'Italia, responsabile e competente in materia di intese e posizioni dominanti del settore bancario, non è stato trasferito all'AGCM, rallentando di conseguenza il passaggio al pieno esercizio delle funzioni; il peso paritetico delle due autorità può essere considerato un elemento negativo e controproducente perché impedisce in alcuni casi l'elaborazione di una decisione univoca.

A livello europeo è utile ricordare anche i seguenti interventi normativi che hanno riguardato tutto il mondo delle imprese e dei quali, quindi, anche le banche sono state chiamate a tenerne conto nella propria operatività. Una nuova disciplina in fatto di concorrenza è stata introdotta dal regolamento europeo n. 1/2003 che ha modificato le modalità di applicazione degli artt. 101 e 102 del TFUE: le imprese sono chiamate a comunicare personalmente all'autorità Antitrust la propria decisione di realizzazione dell'operazione di concentrazione quando potrebbe provocare una limitazione della concorrenza ed un'instabilità nel mercato bancario. Viene quindi soppressa la comunicazione preventiva, a vantaggio di una ex-post, comportando per l'Antitrust una valutazione di un'operazione già in essere e un divieto di proseguire l'attività nel caso in cui i requisiti non rispettassero la normativa vigente. In Italia, la Legge 287/1990 è stata recentemente modificata dalla Legge Bersani – Visco, la quale ha introdotto poteri inte-

[87] L'Antitrust quindi non esprimeva più semplicemente un parere non vincolante sull'operazione ma, affinché la fusione o incorporazione potesse essere autorizzata, era necessario un congiungo giudizio positivo sia della Banca d'Italia sia dell'AGCM.

grativi all'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato: essa infatti ha il potere di adozione di misure cautelari, accettazione di impegni[88] e definizione di programmi di *leniency* (programmi di clemenza)[89].

3.3.1 Le principali operazioni di concentrazione esaminate dall'AGCM

Negli ultimi anni solamente una piccola percentuale delle operazioni comunicate alle Autorità di vigilanza italiane sono state effettivamente prese in analisi e sottoposte alla procedura di istruttoria vera e propria. Esistono due differenti motivazioni alla base di questa importante condizione.

Innanzitutto deve essere tenuto presente che molti dei processi di acquisizione e fusione messi in atto non hanno evidenziato le caratteristiche necessarie per una diminuzione sostanziale e durevole del livello di concorrenza del mercato bancario di riferimento. È spesso emerso, infatti, che le M&A in questione si sono spesso verificate in contesti caratterizzati dalla presenza di altre grandi banche concorrenti, con quote di mercato molto elevate e, quindi, in grado di competere allo stesso livello della banca di nuova costituzione. L'ingresso di un nuovo soggetto operante non ha, di conseguenza, comportato sensibili modifiche all'ambiente competitivo e all'equilibrio del sistema, anche in considerazione del fatto che spesso le reti di sportelli tra le due banche coinvolte non risultavano sovrapposte territorialmente, quanto piuttosto complementari.

L'analisi generale viene poi accompagnata da una valutazione più specifica riferita al livello di concorrenziale del mercato di riferimento, attraverso l'utilizzo degli indici di concentrazione e, in particolare, dell'indice *Herfindhal-Hirschmann*. In questo caso, sono stati considerati gli effetti provocati sulla struttura generale del sistema bancario e

[88] In base all'art. 13-ter della Legge 287/1990, le imprese, entro tre mesi dalla notifica dell'apertura di un'istruttoria per l'accertamento della violazione delle norme italiane o comunitarie in tema di intese e abusi di posizione dominante, possono presentare "impegni tali da far venir meno i profili anticoncorrenziali oggetto dell'istruttoria". L'AGCM, valutata l'idoneità di tali impegni, può renderli obbligatori per le imprese "senza accertare l'infrazione".

[89] I programmi di clemenza, introdotti a livello nazionale al fine di allineare l'ordinamento italiano a quello europeo, introducono regole che garantiscono l'immunità totale o una riduzione sostanziale delle ammende alle imprese che collaborano alla scoperta o all'accertamento dei cartelli. La fonte normativa è l'art. 15, comma 2-bis della Legge 287/1990 ai sensi del quale "l'Autorità, in conformità all'ordinamento comunitario, definisce con proprio provvedimento generale i casi in cui, in virtù della qualificata collaborazione prestata dalle imprese nell'accertamento di infrazioni alle regole di concorrenza, la sanzione amministrativa pecuniaria può essere non applicata ovvero ridotta nelle fattispecie previste dal diritto comunitario".

quindi sul livello di concentrazione dell'offerta e sulle quote di mercato in mano alla nuova banca frutto della concentrazione. L'andamento positivo o negativo del livello di queste variabili quantitative, però, non ha determinato necessariamente la natura della decisione delle autorità, quanto piuttosto ha individuato un parametro oggettivo sul quale elaborare la scelta.

Ad esso, infatti, le autorità hanno affiancato delle valutazioni soggettive legate alla stima della propensione e della capacità competitiva delle due banche. Il giudizio può essere espresso in relazione, ad esempio, al tasso di crescita delle quote di mercato degli operatori bancari soggetti all'operazione di aggregazione: se esso risulta inferiore a quello dei maggiori *competitors* oppure addirittura negativo significa che il livello di concorrenza del mercato appare molto elevato, come d'altronde anche il grado di efficacia della concorrenza potenziale. Quest'ultima è stata stimata dalle autorità in funzione della presenza (numero e dimensione) e dalle quote di mercato dei maggiori concorrenti operanti nei mercati bancari limitrofi a quello di riferimento[90]. In questi casi, quindi, le *authorities* non hanno giudicato negativamente i processi di concentrazione che sarebbero stati messi in atto, in quanto il mercato e la struttura del sistema sarebbero stati in grado di fronteggiare e arginare i potenziali effetti negativi.

L'attenzione delle autorità si è anche concentrata sulle caratteristiche e sulle potenzialità di crescita dei *competitors* presenti nel mercato di riferimento e in quelli limitrofi alla banca di nuova costituzione. Quando sono state individuate delle banche concorrenti con delle ottimali strutture organizzative e una elevata dimensione operativa, con una buona copertura territoriale attraverso una rete di sportelli diffusa, caratterizzata da un notevole livello di innovazione e in grado di raggiungere degli ampi segmenti di clientela, l'Antitrust non ha attivato la procedura di istruttoria: l'operazione di concentrazione si sarebbe, infatti, inserita in un contesto altamente competitivo e capace di raggiungere nuovamente un equilibrio dopo un adeguato periodo di tempo, comportando per il mercato degli effetti altamente positivi.

[90] Alcune operazioni di concentrazione poste in essere da banche aventi quote di mercato significative sono state comunque autorizzate dalle Autorità antitrust solamente per il fatto di aver constatato la presenza, anche nei mercati confinanti, di concorrenti significativi sotto il profilo numerico ovvero dal punto di vista delle quote di mercato relative detenute. Nel primo caso si è ritenuto che la presenza di un elevato numero di concorrenti indipendenti, per quanto dotati di quote di mercato non particolarmente significative, fosse garanzia di un elevato tenore concorrenziale del mercato; nel secondo, invece, il solo fatto di notare la presenza di concorrenti con quote di mercato maggiori ha fatto desumere l'esistenza di condizioni idonee affinché si potessero manifestare efficacemente adeguati livelli di concorrenza effettiva.

Deve comunque essere evidenziato che le autorità hanno spesso autorizzato operazioni caratterizzate anche da elementi che avrebbero creato o rafforzato una posizione dominante nel mercato. Queste, infatti, hanno preso in considerazione variabili come la presenza e il potere di mercato dei potenziali concorrenti, delle barriere all'ingresso, l'andamento dello sviluppo della rete distributiva nel territorio: una modificazione della posizione dominante della banca, quindi, avrebbe potuto non causare effetti negativi sulla concorrenza in considerazione di questi elementi dinamici. In questi casi, la Banca d'Italia prima e l'Antitrust ora hanno concesso l'autorizzazione alla realizzazione di questa tipologia di operazioni di concentrazione, prevedendo però, per la nuova banca, delle misure cautelative che avrebbero tentato di arginare i potenziali effetti negativi sul sistema e sulla concorrenza. Le misure sono principalmente determinate dal divieto di aumento del numero di sportelli in uno specifico territorio per uno specifico arco temporale oppure l'obbligo di cedere alcuni sportelli ad altri operatori.

Da ultimo è importante ricordare che non sempre le decisioni delle Autorità hanno trovato una conclusione convergente: in particolare prima dell'introduzione della Legge sul Risparmio del 2005, si sono verificati alcuni casi in cui la Banca d'Italia e l'AGCM hanno espresso dei pareri completamente opposti, in considerazione degli elementi che esse avevano il compito di analizzare e controllare nelle rispettive procedure di istruttoria. La prima, infatti, aveva l'obiettivo di vigilare sugli operatori del mercato secondo le direttive europee e la normativa nazionale; la seconda, invece, aveva il ruolo esaminare le variabili che le operazioni di aggregazione avrebbero potuto modificare all'interno mercato e in ambito di tutela della concorrenza.

Queste condizioni si sono verificate soprattutto in occasione di operazioni di fusione ed acquisizione di banche che versavano in condizioni di grave *default* e, quindi, non più in grado di operare autonomamente nel mercato[91]. Questa tipologia di processi avrebbero sicuramente creato o rafforzato una posizione dominante ma sono comunque state autorizzate ricorrendo al FFD – *Failing Firm Defense*, in modo da arginare gli effetti negativi di un fallimento nel sistema bancario e anche finanziario.

Queste considerazioni sono comunque da considerarsi molto generali e, in virtù della complessità e delle peculiarità di ogni singola operazione di aggregazione, deve essere

[91] Ad esempio l'acquisizione del controllo della Banca Popolare di Sassari da parte del Banco di Sardegna o la concentrazione tra Banco di Sicilia/Sicilcassa/Mediocredito Centrale o l'acquisizione da parte del Monte dei Paschi di Siena della Cassa di Risparmio di Prato.

evidenziato che ogni caso è esaminato dalle autorità unendo il giudizio in tema di concorrenza a quello in tema di effetti sul sistema bancario, finanziario ed economico. La crisi globale sviluppatasi negli ultimi anni 2000, ha infatti messo in evidenza quanto il settore finanziario e quello economico siano strettamente legati tra di loro e quanto un fallimento di una grande banca o anche una piccola probabilità del suo verificarsi possa determinare delle implicazioni negative e destabilizzanti per tutto il sistema economico nazionale e internazionale.

3.4 Il caso Intesa SanPaolo

A livello nazionale, uno dei casi più emblematici di operazione di concentrazione degli anni Duemila è stato quello realizzato tra la *bidder* Banca Intesa e la *target* SanPaolo IMI: la fusione per incorporazione tra i due operatori ha creato il nuovo gruppo Intesa SanPaolo, attivo dal gennaio del 2007. L'operazione ha creato una nuova banca capogruppo, con funzioni operative e connesse alla gestione del gruppo stesso.

Il complesso processo è stato messo in atto con l'obiettivo di creare un grande intermediario in grado di occupare una posizione di *leadership* a livello nazionale e, conseguentemente, di competere anche in ambito europeo. L'importante leva legata alle sinergie di carattere distributivo e produttivo ha influenzato considerevolmente la decisione e ha permesso alle due banche coinvolte di ridurre gli oneri operativi

Banca Intesa è nata a seguito dell'integrazione avvenuta tra Cariplo[92] e Banco Ambrosiano Veneto[93] avvenuta nel 1998. Dopo l'aggregazione di Comit (Banca Commerciale

[92] La Cariplo (Cassa di Risparmio delle Provincie Lombarde) nacque nel 1823 nel territorio lombardo, una delle aree maggiormente sviluppate dell'impero austriaco, con lo scopo principale di incentivare le famiglie della regione al risparmio. L'ampliamento della propria attività al finanziamento alle imprese impiegate nell'agricoltura, nella produzione di beni e nel commercio si ebbe con l'avvento del Regno d'Italia e costituì un importante punto di riferimento soprattutto durante la Prima Guerra Mondiale e durante la grave crisi economica che ne seguì. Grazie al boom economico degli anni '50 e all'aumento del settore del credito a medio termine nei confronti di piccole società, dagli anni '60 in poi la Cariplo fu protagonista di una grande crescita sia all'interno dei confini domestici sia nei confronti dell'estero. Nel 1991 incorporò la controllata IBI e nacque la nuova società per azioni Cariplo SpA (dal conferimento dell'Ente Cassa di Risparmio delle Provincie Lombarde della banca). Nel 1997 venne sottoscritto l'accordo per l'integrazione tra Cariplo e Banco Ambrosiano Veneto, da cui si formo Banca Intesa.

[93] Nacque nel 1989 dalla fusione di due importanti e storiche banche italiane: il Nuovo Banco Ambrosiano e la Banca Cattolica del Veneto. Tra il 1991 e il 1995 il gruppo acquisì il controllo di alcune importanti banche (Banca Vallone di Galatina, Citibank Italia, Società di Banche Siciliane, Banca Massicana di Sessa Aurunca, Banca di Trento e Bolzano) che gli permisero di utilizzare le competenze e l'esperienza ma-

Italiana) secondo il modello federativo e la fusione per incorporazione di quest'ultima nel 2001, la denominazione venne modificata da IntesaBci a Banca Intesa nel 2003.

SanPaolo IMI è nata anch'essa nel 1998 in seguito alla fusione dell'Istituto Bancario San Paolo di Torino[94] e IMI (Istituto Mobiliare Italiano)[95]. Il primo rappresenta uno dei maggiori operatori nel credito verso la clientela *retail* mentre il secondo è una importante banca d'affari e di investimento. Nel 2000 SanPaolo IMI acquisì il Banco di Napoli e alcune quote del capitale sociale della Cassa dei Risparmi di Forlì e della Romagna, mettendo in atto importanti accordi per la crescita sia nel contesto nazionale sia internazionale. In seguito venne realizzata l'integrazione con il Gruppo Cardine[96] e, affinché il processo si realizzasse nella maniera più lineare possibile, vennero aggregate le banche operanti nella medesima area e solo nel 2004 venne completata l'operazione. Nel 2005 partì il progetto di costituzione di un nuovo polo assicurativo (Polo Risparmio e Previdenza) che prevedeva l'acquisizione dell'Eurizon Capital Sgr da parte dell'Eurizon Financial Group, a cui facevano capo la compagnia assicurativa EurizonVita e Banca Fideuram.

---

turata nelle regioni settentrionali su tutto il territorio italiano. Nel 1997 stipulò un accordo con Cariplo per realizzare l'integrazione che avrebbe dato origine a Banca Intesa, con l'obiettivo di creare un operatore forte ed efficiente in grado di competere sia a livello nazionale sia internazionale.

[94] La nascita dell'Istituto Bancario San Paolo risale al 1563 quando iniziò a prendere piede una nuova istituzione (Monte di Pietà) il cui scopo era quello di finanziare i cittadini e le famiglie di Torino a bassi tassi di interesse, in modo da limitare il diffuso fenomeno dell'usura. Dalla metà del 1600, l'Istituto assume l'amministrazione del debito pubblico dello Stato sabaudo ma, solo nel 1800 diventò una reale banca con la possibilità di concedere finanziamenti fondiari. Con l'avvento del '900, Sanpaolo sostiene la crescita economica industriale della città di Torino e dell'Italia e nel '32 la banca venne trasformata in istituto di credito di diritto pubblico. Gli anni seguenti hanno rappresentato per l'Istituto degli anni di grande crescita ed evoluzione che lo hanno portato ad espandersi anche oltre i confini nazionali, attraverso l'acquisizione di banche e l'ampliamento della gamma di prodotti e servizi offerti alla clientela. Nel 1992 la banca diviene una SpA, nel 1997 venne conclusa la sua privatizzazione e nel 1998 venne integrata con IMI.

[95] Nel 1931 l'IMI venne fondato come ente di diritto pubblico con gestione autonoma e, dopo la Seconda Guerra Mondiale, ricoprì un importante ruolo da protagonista nella ricostruzione e nella ripresa economica dell'Italia, gestendo le risorse finanziarie degli aiuti internazionali. Dagli anni '50 iniziò a rivolgersi anche oltre ai confini nazionali, con uffici di rappresentanza a Zurigo, Londra, Città del Messico e Bruxelles. Nel '62 nacque la Sezione Autonoma del Credito Navale e nel 1983 vennero create l'Imigest, Fideraum Vita e Sige (trading e quotazione in Borsa). Acquisì, inoltre, la Banca Manusardi di Milano (poi Banca Fideraum), primo caso di fusione tra una banca e una rete di promotori. Nel 1991 divenne una SpA e venne quotata in Borsa. Con il 1998 venne creata la Banca d'Intermediazione Mobiliare, la cui attività principale era quella dell'investment banking, a cui seguì l'integrazione con la Sanpaolo.

[96] Esso era formato dall'unione dei Gruppi Casse Venete e Casse Emiliano Romagnole e composto dalla Cassa di Risparmio in Bologna, Cassa di Risparmio di Venezia, Cassa di Risparmio di Udine e Pordenone, Cassa di Risparmio di Gorizia, Banca Popolare dell'Adriatico e Banca Agricola di Cerea.

Il 26 agosto 2006 venne stipulato l'accordo quadro tra le due banche interessate: esso stabilì i risultati che dovevano essere ottenuti e le linee di svolgimento dell'operazione di fusione. I principali obiettivi erano:

- Raggiungimento di una quota di mercato del 20% in tutti i settori di business (Tabella 3.10);
- Raggiungimento di una quota di mercato del 15% nella maggior parte delle regioni (Tabella 3.11);
- Sviluppo di una rete distributiva di 5.500 sportelli capillarmente distribuiti in tutto il territorio italiano;
- Creazione di un rapporto di fiducia con 13 milioni di clienti.

Per il nuovo gruppo bancario, la conquista di questi obiettivi avrebbe significato la posizione di *leadership* nel mercato nazionale, con un netto superamento degli altri operatori bancari.

Tabella 3.10: Quote di mercato del gruppo Intesa SanPaolo in base alle diverse tipologie di business (dati del 2005).

	Quota di mercato
Raccolta da clientela	20,4%
Impieghi con clientela	20,2%
Attività *retail*	
Risparmio gestito	30,9%
Bancaassicurazione	27,5%
Private banking	23,4%
Mutui	19%
Credito al consumo	15,4%
Attività *corporate*	
IPO	29,8%
Regolamento interscambio estero	27,4%
Factoring	25,3%
Prestiti sindacati	10,1%
Brokerage azionario	8,1%

Fonte: Banca Intesa, *Comunicato Stampa*, 2006.

Tabella 3.11: Quote di mercato della rete distributiva degli sportelli del gruppo Intesa SanPaolo (dati del 2005).

	Quota di mercato
Nord ovest	23,6%
Nord est	19%
Centro	13,9%
Sud e isole	20,2%
Totale	19,5%

Fonte: Banca Intesa, *Comunicato Stampa*, 2006.

Tabella 3.12: Posizionamento del gruppo Intesa SanPaolo in Europa Centro-orientale (dati del 2005).

Società	Paese	Posizionamento
PBZ	Croazia	2°
VUB	Slovacchia	2°
Banca Intesa Beograd e Panonska	Serbia	2°
CIB e IEB	Ungheria	4°
Ukrsotsbank	Ucraina	4°
UPI	Bosnia	5°
BIA	Albania	5°
Banka Koper	Slovenia	6°
KMB	Federazione Russa	n.r.
SPIMI Bank	Romania	n.r.

Fonte: Banca Intesa, *Comunicato Stampa*, 2006.

Per quanto riguarda l'ambito europeo ed internazionale, il comunicato stampa di Sanpaolo IMI del 12 ottobre 2006, ha evidenziato che gli obiettivi principali erano quelli di incrementare e rafforzare la propria posizione nel mercato bancario e finanziario, grazie all'aumento dimensionale e al miglioramento del proprio livello di efficienza. Il nuovo gruppo, infatti, con una capitalizzazione di mercato di oltre 72 miliardi di euro derivata dall'unione dei capitali di Banca Intesa e Sanpaolo IMI, è diventato uno dei maggiori intermediari della Zona Euro. In particolare:

- Europa Centro-orientale: sviluppo di una rete distributiva di circa 1.400 sportelli e acquisizione del controllo di banche locali attive nel comparto *retail* e in quello del *commercial banking* con 6 milioni di clienti totali (Tabella 3.12);
- Aree del Mediterraneo e Stati Uniti, Russia, Cina e India: creazione e rafforzamento di una rete di supporto alla clientela *corporate*.

Nel progetto di fusione le due banche hanno individuato il rapporto di concambio tra le azioni: 3,115 nuove azioni ordinarie di Banca Intesa sono state scambiate per una azione ordinaria di Sanpaolo IMI post conversione delle 284.184.018 azioni privilegiate di quest'ultima. Sono state quindi emesse 5.840.177.487 nuove azioni ordinarie di Banca Intesa e, seguito dell'operazione di concentrazione, la composizione dell'azionariato si strutturò secondo la Tabella 3.13.

Tabella 3.13: Composizione degli azionisti *post-merger*.

Azionista	**Percentuale sul capitale sociale**
Crédit Agricole	9,1%
Compagnia San Paolo	7%
Gruppo Assicurazioni Generali	4,9%
Fondazione Cariplo	4,7%
Banco Santander Central Hispano	4,2%
Fondazione Cassa di Risparmio di Padova e Rovigo	3,5%
Fondazione Cassa di Risparmio in Bologna	2,7%
Gruppo Lombardo	2,5%
Giovani Agnelli & C.	2,4%
Fondazione Cassa di Risparmio di Parma	2,2%
Capitalia	1%
Mediobanca	0,8%
Monte Paschi di Siena	0,7%
Reale Mutua	0,7%
Caisse Nationale des Caisses d'Epargne	0,7%

Fonte: www.agcm.it.

L'accordo quadro del 2006, precedentemente menzionato, ha individuato anche la previsione della dimensione delle sinergie ottenibili attraverso il processo aggregativo. Esse sono state stimate in circa 1,3 miliardi di euro a regime nel 2009, di cui circa il 75% composte da sinergie connesse alla riduzione degli oneri. In particolare:

- Sinergie di costi (9% dei costi aggregati): integrazione delle strutture centrali, razionalizzazione delle spese amministrative, unificazione dei sistemi IT e dei *back-office*, centralizzazione degli acquisti, integrazione delle fabbriche di prodotto presenti nelle medesime aree di attività, rinegoziazione dei contratti esterni;
- Sinergie di ricavi (2% dei ricavi aggregati): aumento dell'efficacia commerciale attraverso lo sviluppo capillare della rete di sportelli nel territorio (massimizzazione del *cross-selling* e incremento della quota di portafoglio) e il miglioramento della propria posizione competitiva nelle maggiori regioni italiane, attraverso l'aumento dimensionale e la conseguente ottimizzazione della leva del *pricing* (grazie alle economie di scala e scopo), attraverso il trasferimento interno del *know-how* e delle conoscenze acquisite e l'individuazione delle *best practice* (in ambito di prodotti, servizi e approcci commerciali).

I costi legati all'operazione di fusione erano stati stimati nell'accordo quadro di importo pari a 1,5 miliardi di euro ante imposte. La crescita annua composta dell'utile netto prevista era stata individuata nel 13% dal 2005 al 2009, con un utile di 7 miliardi di euro nel 2009. Il miglioramento atteso per le sinergie attuabili dell'indice *earnings per share* si assestava al 13% e la previsione della distribuzione dei dividendi era attesa pari al 60% dell'utile netto.

3.4.1 La procedura di istruttoria dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato

L'operazione di fusione per incorporazione è regolata dalla normativa n. 287/90 (secondo l'art. 5, comma 1, lettera a): le banche coinvolte, quindi, hanno dovuto comunicare preventivamente alle Autorità la decisione di intraprendere il processo di concentrazione ai sensi dell' art. 16, commi 1 e 2 della medesima Legge perché il fatturato totale dei due soggetti nell'ultimo esercizio a livello domestico ha superato i 432 milioni di euro, definiti come valore soglia.

L'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato si è occupata delle indagini sui possibili effetti che l'operazione avrebbe potuto comportare all'interno dei mercati di riferimento delle banche. Il settore che risultava maggiormente a rischio di potenziali conseguenze negative e profondi mutamenti strutturali era quello bancario tradizionale,

definito come mercato della raccolta di depositi e della concessione di credito. Ulteriori effetti sarebbero stati avvertiti anche dagli altri settori connessi al credito ma non strettamente bancari, dal risparmio gestito e dal settore assicurativo.

In data 19 ottobre 2006 l'Antitrust diede avvio all'istruttoria sulla fusione per incorporazione di Sanpaolo IMI in Banca Intesa. Il 20 dicembre 2006 venne elaborato il documento di chiusura dell'istruttoria.

Per quanto riguarda il mercato della raccolta, l'AGCM ha constatato che il gruppo Intesa SanPaolo sarebbe venuto a detenere una quota pari al 15-20% dei depositi a livello nazionale, ottenendo una posizione di *leadership* nel territorio domestico, con profonde differenze però a livello provinciale e regionale. Nella Tabella 3.14 sono stati inseriti i dati relativi alle quote di mercato dei depositi a livello provinciale solamente quando queste sono risultate superiori al 25%, le quote di Banca Intesa e di Sanpaolo IMI considerate separatamente e le quote relative ai primi quattro concorrenti del mercato di riferimento. La Tabella conferma inoltre come, in alcune importanti provincie, il gruppo di nuova costituzione sarebbe divenuto il primo operatore attivo sul territorio.

La Tabella 3.15 esamina invece la presenza nel territorio nazionale della rete distributiva degli sportelli.

Tabella 3.14: Quote di mercato dei depositi (dati 2005).

	Concorrenti				Banca Intesa	Sanpaolo IMI	Quote *combined*
	1	**2**	**3**	**4**			
Parma	10-15	5-10	5-10	-	45-50	5-10	50-55
Rovigo	10-15	5-10	5-10	5-10	1-5	45-50	50-55
Venezia	5-10	5-10	5-10	-	15-20	30-35	50-55
Vercelli	15-20	5-10	5-10	-	25-30	20-25	50-55
Pavia	10-15	5-10	1-5	-	30-35	15-20	45-50
Pordenone	15-20	5-10	5-10	-	30-35	15-20	45-50
Piacenza	25-30	1-5	1-5	1-5	40-45	1-5	45-50
Torino	20-25	1-5	1-5	-	5-10	30-35	40-45
Rieti	10-15	10-15	5-10	5-10	40-45	< 1	40-45
Terni	15-20	10-15	5-10	1-5	40-45	< 1	40-45
Imperia	20-25	5-10	5-10	-	20-25	15-20	40-45
Napoli	5-10	5-10	5-10	-	10-15	30-35	40-45
Padova	25-30	5-10	5-10	-	5-10	35-40	40-45
Caserta	10-15	5-10	5-10	-	10-15	25-30	40-45
Como	10-15	5-10	5-10	-	20-25	15-20	35-40
Biella	45-50	1-5	1-5	-	30-35	5-10	35-40
Gorizia	10-15	10-15	10-15	5-10	5-10	25-30	35-40
Cremona	20-25	5-10	5-10	-	20-25	10-15	35-40
Novara	20-25	10-15	10-15	-	20-25	10-15	30-35
Aosta	25-30	10-15	5-10	5-10	1-5	25-30	30-35
Udine	10-15	5-10	5-10	-	15-20	15-20	30-35
Brindisi	10-15	10-15	5-10	-	10-15	15-20	30-35
Alessandria	20-25	10-15	5-10	-	5-10	20-25	30-35
Varese	30-35	5-10	1-5	-	15-20	5-10	25-30
Viterbo	10-15	10-15	5-10	5-10	25-30	< 1	25-30
Milano	10-15	5-10	5-10	5-10	20-25	1-5	25-30
Pesaro e Urbino	35-40	5-10	5-10	-	15-20	10-15	25-30
Savona	40-45	5-10	1-5	-	5-10	15-20	25-30
Verbano Cusio Ossola	40-45	15-20	5-10	-	15-20	5-10	25-30
Lecco	20-25	10-15	10-15	5-10	15-20	5-10	25-30
Reggio Calabria	15-20	10-15	10-15	-	10-15	15-20	25-30
Ascoli Piceno	15-20	10-15	5-10	5-10	15-20	5-10	25-30

Fonte: elaborazioni AGCM su dati forniti dalle parti e da Banca d'Italia; si veda AGCM, *Chiusura istruttoria n. 16249*, 20/12/2006.

Tabella 3.15: Quote di mercato degli sportelli (dati 2005).

	Concorrenti				Banca Intesa	Sanpaolo IMI	Quote *combined*
	1	**2**	**3**	**4**			
Vercelli	21,8	9,77	7,52	-	35,34	11,28	46,62
Caserta	14,72	7,61	7,61	-	8,63	37,06	45,69
Biella	25,78	10,94	7,03	-	37,5	6,25	43,75
Napoli	8,72	7,85	7,6	-	8,72	30,51	39,23
Venezia	11,89	10,25	8,61	-	12,3	25,82	38,12
Pordenone	15,28	8,8	7,41	-	20,37	17,59	37,96
Pavia	13,48	8,78	4,7	-	22,88	15,05	37,93
Como	7,83	6,96	6,67	-	15,65	20,87	36,52
Terni	18,18	9,92	8,26	8,26	34,71	0,83	35,54
Aosta	21,65	14,43	6,19	6,19	5,15	29,9	35,05
Rieti	13,25	13,25	12,05	6,02	33,73	1,2	34,93
Rovigo	11,93	11,36	9,09	7,39	5,11	28,98	34,09
Parma	13,43	7,16	7,16	5,97	29,25	4,78	34,03
Piacenza	20,67	6,25	4,81	4,33	29,33	3,37	32,7
Torino	27,02	6,99	4,6	-	9,1	23,35	32,45
Padova	18,41	10,64	4,39	-	6,42	25,51	31,93
Gorizia	13,89	9,26	9,26	-	8,33	22,22	30,55
Udine	14,35	7,95	7,06	-	14,35	16,11	30,46
Lodi	19,71	13,14	5,84	-	11,68	18,25	29,93
Cremona	23,57	6,08	5,32	-	17,49	11,79	29,28
Imperia	23,93	8,55	6,84	-	17,95	11,11	29,09
Brindisi	12,71	12,71	7,63	-	9,32	18,64	27,96
Teramo	37,87	5,92	2,96	-	5,33	21,3	26,63
Milano	13,59	6,77	6,39	-	18,09	7,66	25,75
Avellino	22,66	9,38	8,59	5,47	1,56	22,66	24,22
Ascoli Piceno	16,26	10,16	7,32	6,91	17,89	5,69	23,58
Trieste	27,94	13,24	8,09	-	12,5	11,03	23,53
Novara	26,77	13,64	13,13	-	15,66	7,58	23,24
Reggio Calabria	23,74	12,95	10,07	-	7,19	15,83	23,02
Pesaro e Urbino	21,93	7,97	6,64	-	10,96	11,96	22,92
Viterbo	16,49	15,46	7,22	6,7	21,13	1,55	22,68
Varese	25,61	12,36	5,3	-	13,25	9,27	22,52
Bari	9,83	8,47	6,95	-	7,12	15,08	22,2
Lecco	18,78	13,62	8,45	-	13,63	7,98	21,6
Salerno	11,17	10,32	8,88	4,58	3,72	17,77	21,49
Perugia	19,57	13,6	12,41	4,53	18,85	2,39	21,24
Alessandria	22,49	13,15	10,03	-	8,3	12,8	21,1
Verbano Cusio Ossola	30,86	27,16	7,41	-	13,58	7,41	20,99
Savona	34,27	8,99	6,74	-	5,62	15,17	20,79
Cagliari	51,46	8,76	4,74	-	11,68	8,76	20,44

Fonte: elaborazione dati AGCM su dati pubblici; si veda AGCM, *Chiusura istruttoria n. 16249*, 20/12/2006.

Con il documento di chiusura dell'istruttoria del 20 dicembre 2006 l'Autorità Antitrust concesse l'autorizzazione all'operazione di fusione per incorporazione dei due soggetti interessati, subordinandola però all'attuazione di alcune misure correttive in capo a Banca Intesa in grado di limitare i possibili effetti negativi sul mercato bancario. Questi interventi erano legati all'obbligo di riduzione della rete distributiva attraverso la cessione di un significativo numero di sportelli, in modo di diminuire la quota di mercato delle attività di raccolta e di concessione di impieghi (ma anche nei settori dell'*asset management* e delle polizze vita) nei territori dove essa risultava troppo elevata. I settori di business interessati risultarono, quindi, quello bancario, del risparmio gestito e il settore assicurativo rami vita.

Le misure cautelative dell'Autorità hanno seguito il principio di salvaguardia della concorrenza tra gli operatori, attraverso la limitazione delle possibilità di creazione o di rafforzamento di una posizione dominante nel territorio di riferimento. Le linee di intervento attraverso la riduzione del numero di sportelli costituiscono le misure che maggiormente possono tutelare l'equilibrio concorrenziale nel settore bancario tradizionale.

Le aree geografiche e la dimensione delle cessioni sono state individuate attraverso la stima delle quote di mercato del gruppo *post-merger* Intesa SanPaolo, il valore e la variazione dell'indice HHI, la presenza e le quote relative dei concorrenti. In particolare, nelle provincie in cui la quota relativa alla raccolta risultava superiore ai valori di 30-35%, è stato imposto l'obbligo di procedere alla riduzione della rete distributiva.

Il numero di sportelli da cedere è stato definito pari a 645, di cui 304 di Cariparma e 148 di Friuladria a Crédit Agricole, oltre ad ulteriori 193 unità. 551 su 645 erano locati in provincie italiane in cui era stato registrato un rafforzamento della posizione dominante, con conseguenze negative sul livello concorrenziale. Deve comunque essere evidenziata la particolarità del rapporto tra Banca Intesa e Crédit Agricole: quest'ultimo, infatti, era azionista di rilievo della banca *bidder* e quindi non considerato un operatore terzo ed indipendente rispetto all'esercizio della propria attività[97].

Oltre a questo forte obbligo, l'AGCM ha vietato al gruppo Intesa SanPaolo di espandere la propria rete distributiva attraverso l'apertura di ulteriori sportelli nelle provincie di

[97] Per garantire il ruolo di terzo indipendente di Crédit Agricole, la cessione degli sportelli all'intermediario era subordinata al rispetto di alcuni impegni elencati nel punto 250 del documento di AGCM, *Chiusura istruttoria n. 16249*, 20/12/2006.

Rovigo, Pavia, Rieti, Terni, Imperia, Napoli, Padova, Biella, Gorizia, Aosta, Udine, Alessandria, Pesaro-Urbino, Sassari, Bolzano, Cagliari, Pescara, Catanzaro e Bologna per un periodo di due anni, in modo da permettere al mercato di riregolamentarsi.

3.4.2 L'andamento post-fusione

A questo punto dell'analisi è opportuno focalizzare l'attenzione sui principali effetti prodotti ex-post dall'operazione stessa. Le banche Intesa e SanPaolo IMI si proponevano di raggiungere una posizione di *leadership* nel mercato di riferimento a livello nazionale e un rafforzamento della propria quota in ambito europeo e soprattutto all'interno dell'Unione. Questi obiettivi finali sarebbero stati raggiunti attraverso l'aumento dimensionale, le economie di scala e le sinergie sui costi e ricavi che avrebbero permesso di ottimizzare la capacità produttiva e razionalizzare le sovrapposizioni funzionali.

Secondo i dati aggiornati al 31 luglio 2012, il gruppo Intesa Sanpaolo risulta il gruppo di maggiore dimensione italiano, con una capitalizzazione di mercato pari a 16,8 miliardi di euro e una rete di 5.600 sportelli: essa raggiunge 10,8 milioni di clienti grazie ad una copertura territoriale superiore al 15% nella maggior parte delle regioni. Oltre al mercato domestico, il gruppo è presente anche in altri 12 Paesi divisi tra Europa Centro-Orientale, Medio Oriente e Nord Africa (con 8,3 milioni di clienti raggiunti attraverso un numero di sportelli pari a 1.500) ma anche USA, Russia e Cina se si prende in esame la divisione *corporate*[98].

A livello organizzativo interno, il processo di concentrazione ha comportato una ridefinizione delle divisioni operative attraverso le quali gestire l'attività. Sono state formate sei *Business Units*: la Divisione Banca dei Territori, la Divisione *Corporate* & *Investment Banking*, la Divisione *Public Finance*, la Divisione Banche Estere, Eurizon Capital e Banca Fideuram. Ogni singola divisione rappresenta il livello minimo di gestione delle attività di pianificazione e di rendicontazione interni in quanto vengono considerate delle *Cash Generating Units*, cioè gruppo di attività generatore di flussi finanziari indipendenti.

[98] Si veda www.group.intesasanpaolo.com.

Le sinergie ottenute sono state stimate in 1.550 milioni di euro annui a regime nel 2009, di cui il 63% ottenute da risparmi di costo e il 37% da ricavi addizionali.

Per quanto riguarda gli *intangibles* relativi alla banca SanPaolo IMI sono stati individuati:

- *Client relationship*: attività connesse alle relazioni tra la banca e il cliente, relative sia alla gestione del risparmio e alla raccolta dei depositi, sia alla sottoscrizione di contratti assicurativi;
- *Brand name*: attività legate alla forza contrattuale e di immagine del nome commerciale, al marketing, al potere della rete distributiva e all'esperienza e alle capacità relazionali.

In quanto operazione di fusione per incorporazione, il costo dell'aggregazione è definito dal *fair value* delle azioni che la banca *bidder* ha dovuto emettere in cambio delle azioni della banca *target*, alla data di emissione delle stesse (che rappresenta la data di efficacia giuridica dell'operazione). In questo caso, parlando di azioni quotate, il valore è determinato dalla quotazione di borsa (prezzo di riferimento) del giorno precedente a quello in cui la fusione si è giuridicamente verificata.

Attraverso queste considerazioni, il costo è stato stimato in 34.126 milioni di euro, con oneri accessori (compensi professionali, costi per relazioni e perizie, ecc.) pari a 77 milioni. Gli oneri di integrazione sono stati pari a 481 milioni, di cui 394 milioni relativi all'esodo del personale: 350 milioni[99] sono stati accantonati al Fondo di solidarietà usufruibile da circa 2.300 persone. 87 milioni sono le spese amministrative direttamente riferibili all'integrazione tra Banca Intesa e SanPaolo IMI (Tabella 3.16).

[99] L'importo rappresenta il valore attuale dei futuri oneri, al netto dell'effetto fiscale.

Tabella 3.16: Allocazione del costo di acquisizione del gruppo SanPaolo IMI.

Aumento di capitale	34.126
Oneri accessori	77
Costo di acquisto (A)	**34.203**
Patrimonio netto (B)*	**13.728**
Differenza da allocare (A) - (B)	**20.475**
Attività e passività finanziarie	928
Immobili	384
Partecipazioni non consolidate integralmente	543
***Fair value* di attività e passività**	**1.855**
Core deposit	2.175
Portafoglio *asset management*	2.790
Portafoglio assicuraivo	716
Brand name	2.384
Rilevazione attività immateriali	**8.065**
Imposte differite	**-3.548**
Avviamento**	**14.103**
Differenza allocata	**20.475**

Fonte: Intesa Sanpaolo, Bilancio 2007, www.intesasanpaolo.it.
* Patrimonio netto del gruppo SanPaolo IMI al 31.12.2006 rettificato per tenere conto di scritture di consolidamento.
** L'avviamento iscritto in sede di allocazione del costo di acquisto non comprende gli avviamenti già iscritti nel bilancio del gruppo SanPaolo IMI al 31.12.2006 pari a 2.023 milioni.

Considerando la non terzietà di Crédit Agricole S.A nei confronti di Banca Intesa e l'obbligo imposto dall'AGCM di cessione di sportelli alla banca francese, è stato determinante nell'andamento post fusione la ridefinizione dei rapporti tra quest'ultima e il gruppo di nuova formazione. Crédit Agricole è uno dei più importanti operatori del mercato bancario francese ed europeo, azionista dal dicembre 1989 e membro del Patto di Sindacato di Intesa. L'accordo dell'11 ottobre 2006 ha previsto la cessione a Crédit Agricole da parte di Banca Intesa[100]:

- Dell'intera partecipazione detenuta nella Cassa di Risparmio di Parma e Piacenza (100% del capitale) per un corrispettivo di Euro 3,8 miliardi;
- Dell'intera partecipazione detenuta nella Banca Popolare FriulAdria (76,05% del capitale) per un corrispettivo di Euro 836,5 milioni;

[100] Si veda AGCM, *Chiusura istruttoria n. 16249*, 20/12/2006.

- Di 193 sportelli di Banca Intesa individuati dalle parti per un corrispettivo di Euro 1.330 milioni;
- Lo scambio di opzioni call/put tra Banca Intesa e Crédit Agricole aventi ad oggetto l'acquisto/vendita del 65% di Nextra Investment Management ceduto da Banca Intesa a Crédit Agricole nel dicembre 2005.

Dalla Tabella 3.17 emerge come il *cost-income ratio* sia diminuito durante il primo anno di esercizio passando da 53,7% a 51,5% ma poi fortemente risalito fino a raggiungere il suo picco più alto durante il 2010. Un impatto negativo sul risultato economico, quantificabile in circa 500 milioni, è stato provocato dalla crisi dei mercati finanziari che, iniziata nell'estate del 2007 con un aumento delle insolvenze nel settore dei mutui americani *subprime*, ha assunto dimensioni imprevedibili, interessando via via altri settori e determinando una generalizzata situazione di illiquidità dei prodotti e di flessione dei prezzi. Considerando anche l'indicatore ROE, emerge ancora di più questa peculiarità. Infatti, se nel 2007 esso era aumentato rispetto al dato su basi omogenee del 2006, nel 2008 esso ha subito un crollo, mantenendosi su quel livello anche negli esercizi seguenti. In generale, i dati registrati durante il 2007 sono conformi alle aspettative del management di Intesa Sanpaolo ma lo scoppio della crisi dei mutui *subprime* ha completamente ridefinito gli obiettivi di crescita e di sviluppo del nuovo gruppo bancario.

Nell'anno 2007, il gruppo Intesa Sanpaolo ha ottenuto un risultato economico consolidato pari a 7.250 milioni, in aumento del 54% rispetto a quello del 2006 rielaborato in modo omogeneo. Questo risultato è stato determinato dagli eventi straordinari realizzatesi durante il 2007 e connessi alla dismissione di quote partecipative e alla cessione di un elevato numero di filiali e sportelli. Gli obblighi imposti dall'Autorità Antitrust hanno permesso al nuovo gruppo di realizzare delle elevate plusvalenze, rilevate quindi nel bilancio d'esercizio. Per contro, il processo di integrazione, avviato dopo la fusione giuridica, ha richiesto ingenti investimenti e stanziamenti per realizzare la nuova struttura operativa unificata e, soprattutto, per incentivare l'esodo del personale in esubero. Il saldo di queste componenti economiche straordinarie è stato positivo per 3.183 milioni, importo al netto dell'effetto fiscale.

Tabella 3.18: Principali indicatori del gruppo Intesa Sanpaolo.

	2011	2010	2009	2008	2007	2006*	2006**
Indicatori di redditività (%)							
Cost-income ratio	54,4	56,3	54,1	54,7	51,5	53,7	53,8
Risultato netto / patrimonio netto medio (ROE) (a)	n.d.	5,1	5,5	5,2	18,9	16,2	16,3
Indicatori di rischiosità (%)							
Sofferenze nette / crediti verso clientela	2,4	2,0	1,4	1,0	0,9	0,8	0,9
Rettifiche di valore accumulate su crediti in sofferenza / crediti in sofferenza lordi con clientela	64,0	64,2	67,4	69,6	71,5	72,3	67,1
Coefficienti patrimoniali							
Patrimonio di base di Vigilanza (b) al netto delle *preference shares* / attività di rischio ponderate (*Core Tier 1*)	10,1	7,9	7,1	6,3	5,9		5,5
Patrimonio di base di Vigilanza (b) / attività di rischio ponderate	11,5	9,4	8,4	7,1	6,5		6,3
Patrimonio totale di Vigilanza (c) / attività di rischio ponderate	14,3	13,2	11,8	10,2	9,0		9,5
Attività di rischio ponderate (milioni di euro)	325.206	332.158	361.648	383.072	371.532		202.088
Utile base per azione (*basic EPS*) (d) - euro	-0,56	0,21	0,22	0,20	0,57		0,37
Utile diluito per azione (*diluted EPS*) (e) – euro	-0,56	0,21	0,22	0,20	0,57		0,37

Fonte: Intesa Sanpaolo, Bilancio, anni vari, www.intesasanpaolo.it.

* Dati esposti su basi omogenee per tener conto sia dell'operazione di fusion tra Banca Intesa e SanPaolo IMI e delle correlate operazioni con il Crédit Agricole sia delle variazioni intervenute nel perimetro di consolidamento.

** Dati relativi al Gruppo Intesa, ove necessario modificati in conformità all'IFRS 5.

(a) Risultato netto rapportato alla media del capitale, del sovrapprezzo, delle riserve e delle riserve da valutazione.

(b) Capitale versato, sovrapprezzo di emissione, riserve ed utili non distribuiti, dedotto l'ammontare delle azioni proprie, dell'avviamento, delle immobilizzazioni immateriali e con l'applicazione dei cosiddetti "filtri prudenziali" come previsto dalla normativa di vigilanza.

(c) Patrimonio di base incrementato dei prestiti subordinati computabili ai fini di vigilanza e delle riserve da valutazione, con l'applicazione dei cosiddetti "filtri prudenziali", al netto degli investimenti in partecipazioni, come previsto dalla normativa di vigilanza.

(d) Utile netto attribuibile agli azionisti portatori di azioni ordinarie rapportato al numero medio ponderato delle azioni ordinarie in circolazione.

(e) L'effetto diluitivo è calcolato con riferimento alle previste emissioni di nuove azioni ordinarie.

Tabella 3.18: Principali indicatori del gruppo Intesa Sanpaolo (segue).

	2011	2010	2009	2008	2007	2006*	2006**
Informazioni sul titolo azionario							
Numero azioni ordinarie (migliaia)	15.501.282	11.849.332	11.849.332	11.849.332	11.849.332		6.015.588
Quotazione alla fine del periodo – azione ordinaria (euro)	1,289	2,042	3,165	2,519	5,397		5,785
Quotazione media del periodo – azione ordinaria (euro)	1,668	2,479	2,569	3,834	5,579		4,903
Capitalizzazione media di borsa (milioni)	27.006	31.209	32.228	48.639	71.058		33.724
Patrimonio netto per azione (euro) (f)	2,863	4,190	4,447	4,132	4,506		2,615
Rating – Debiti a lungo termine (*Long term rating*)							
Moody's	A2	Aa2	Aa2	Aa2	Aa2		
Standard & Poor's	BBB+	A+	AA-	AA-	AA-		
Fitch	A-	AA-	AA-	AA-	AA-		

Fonte: Intesa Sanpaolo, Bilancio, anni vari, www.intesasanpaolo.it.
* Dati esposti su basi omogenee per tener conto sia dell'operazione di fusion tra Banca Intesa e SanPaolo IMI e delle correlate operazioni con il Crédit Agricole sia delle variazioni intervenute nel perimetro di consolidamento.
** Dati relativi al Gruppo Intesa, ove necessario modificati in conformita all'IFRS 5.
(f) Dati 2006 non riesposti.

L'andamento del gruppo dal 2008 in poi è stato profondamente condizionato dalla situazione di crisi della finanza e dell'economia mondiale. Già dal 2008 la qualità delle voci di ricavo e di costo del conto economico, il loro andamento lungo l'arco del periodo e la rilevanza di alcune componenti non ricorrenti, hanno determinato la debolezza del gruppo rispetto alla condizione di mercato globale. L'utile per azione è diventato addirittura negativo nel 2011 e la quotazione media è scesa quasi del 70% nel giro di quattro anni.

Per quanto riguarda gli effetti sul sistema bancario italiano e sull'indice di concentrazione HHI, come già evidenziato nel Paragrafo 3.2.1 e nel Grafico 3.1, si è avuto nel periodo tra il 2006 e il 2007 un forte innalzamento del livello di concentrazione nel mercato nei comparti dei prestiti alle famiglie, alle imprese, dei depositi e dell'attivo. Nel me-

desimo periodo, oltre all'operazione di fusione tra Banca Intesa e SanPaolo IMI, si è verificata anche la fusione per incorporazione di Capitalia in Unicredit, diventata operativa dal 1° ottobre 2007. Questo forte innalzamento del livello dell'Indice di Herfindahl-Hirschman si è poi assorbito negli anni successivi: nel 2011 esso risultava leggermente superiore a quello registrato nel 2002.

Conclusione

Gli anni Novanta hanno significato per il mercato bancario italiano ed europeo un periodo di forti innovazioni e cambiamenti. La struttura dei sistemi bancari europei è stata profondamente modificata dall'elevato numero di processi di concentrazione messi in atto dagli operatori: questi fenomeni aggregativi sono stati una conseguenza diretta dei processi di globalizzazione, di *deregulation* e delle grandi innovazioni nel campo della tecnologia, che hanno permesso alle banche europee di raggiungere le ampie masse e sviluppare canali di distribuzione di carattere internazionale. Come evidenziato nel lavoro, non sempre le operazioni di M&A hanno però condotto ad un miglioramento dell'ambiente competitivo, quanto piuttosto hanno creato condizioni di instabilità a livello di sistema. Data la complessità del fenomeno, è evidente come non siano riscontrabili delle considerazioni e dei risultati generali a riguardo: dagli studi analizzati è emerso che le operazioni di concentrazione devono essere prese in considerazione singolarmente, analizzandone caso per caso sia gli obiettivi sia i risultati che possono produrre nel mercato creditizio e finanziario.

Alla base delle operazioni di aggregazione vi sono motivazioni di carattere economico, come il miglioramento delle performance aziendali e la creazione di ricchezza per gli azionisti, oppure motivazioni di carattere completamente estraneo al mondo aziendale, come il prestigio e le possibilità di carriera del management. Se vengono analizzati gli effetti che il fenomeno può provocare a livello sistemico, gli studiosi hanno evidenziato una comune tendenza alla diminuzione dei soggetti presenti nel mercato, sempre più ca-

ratterizzati da una quota di mercato molto ampia. Per quanto riguarda gli effetti prodotti sull'efficienza e nei confronti dei clienti con cui le banche si rapportano, in questo caso gli studi empirici non hanno condotto a risultati univoci ed omogenei per tutte le operazioni considerate: tutte le variabili che entrano in gioco e che influenzano il risultato finale sono difficilmente determinabili sia in fase decisoria sia ex-post.

In questo contesto generale, i fenomeni di concentrazione nel mercato italiano hanno ricoperto un ruolo fondamentale nel lento e graduale processo di evoluzione del sistema bancario nazionale. La stringente normativa in vigore prima degli anni Novanta non aveva permesso alle banche di espandersi e di aumentare la propria dimensione, limitandole conseguentemente nell'impari rapporto con le grandi banche europee. Grazie all'introduzione del TUB e all'impulso dato anche dalla normativa europea, le banche italiane hanno però iniziato a intraprendere strategie di crescita esterna anche nei confronti di operatori non domestici.

Questa importante condizione è stata però ridimensionata a seguito della crisi economica e finanziaria che, dalla fine del 2007, ha iniziato a svilupparsi in tutto il settore bancario, italiano ma soprattutto europeo ed internazionale, minando la stabilità del sistema e la solidità degli intermediari stessi. La concezione delle M&A in questo contesto è cambiata significativamente, tanto che le Autorità di vigilanza hanno dovuto introdurre limitazioni e disincentivi al conseguimento di dimensioni maggiori in modo da tutelare il sistema bancario e la clientela. Il dato più significativo, testimone di questa condizione, è quello riferito al numero di M&A conclusesi nel 2009: è stato registrato il livello più basso di operazioni di concentrazione negli ultimi anni in Italia, con una diminuzione di quasi il 60% rispetto all'anno precedente (si veda Tabella 3.1). Ad oggi, quindi, il fattore dimensionale non è considerato come elemento positivo per il mercato, soprattutto quando esso non risulta presidiato e controllato da organi di vigilanza.

È emerso un nuovo problema, quello del *too big to save*[101], legato all'impossibilità di salvataggio degli intermediari e delle banche di grandi e grandissime dimensioni attraverso i fondi pubblici. Affinché non si registrino questa tipologia di casi, che provocherebbero la perdita della stabilità del sistema economico e creditizio a livello globale, il *Financial Stability Board* nel 2010 ha elaborato alcune raccomandazioni che tendono a

[101] Si veda Allen F., Beck T., Carletti E., Lane P. R., Schoenmaker D., Wagner W., *Cross-border banking in Europe: implications for financial stability and macroeconomic policies*, CEPR – Centre for Economic Policy Research, London, 2011.

ridurre le probabilità e gli effetti di un eventuale *default* da parte delle SIFIs (*Systemically Important Financial Istitutions*). Requisiti prudenziali aggiuntivi, vigilanza rafforzata, costituzione di strumenti volti a lasciare fallire gli intermediari[102] sono alcuni dei principi enunciati dalla vigilanza internazionale per arginare la creazione di banche e intermediari *too big to fail*.

Il sistema bancario italiano non ha profondamente risentito della crisi finanziaria globale, grazie soprattutto all'elevata qualità della normativa antitrust nazionale: il fondamentale ruolo di supervisori della Banca d'Italia e dell'AGCM, i capillari controlli sugli intermediari, banche e conglomerati finanziari e la forte collaborazione tra le autorità stesse hanno rappresentato i fattori principali che hanno determinato la tenuta del sistema creditizio e finanziario italiano. I cinque maggiori gruppi italiani[103] hanno superato gli *stress test* di luglio 2011 predisposti dall'EBA – *European Banking Authority* - confermando l'importante ruolo assunto dalla normativa nel contesto italiano, la quale ha fatto sì che venisse mantenuto un adeguato livello di concorrenza a livello nazionale ed internazionale anche attraverso le operazioni di concentrazione, limitando però la creazione di soggetti *too big to fail*.

La crisi globale ha fatto emergere le grandi debolezze dei sistemi creditizi e finanziari a livello internazionale, innescando processi di rivisitazione e rielaborazione delle normative. Nel 2011 sono iniziati i lavori per la creazione di una comune supervisione europea a livello finanziario, che permetterà di coordinare e controllare in maniera più adeguata il mercato in tutti i Paesi aderenti. Con Basilea 3, inoltre, si tenta di rafforzare la gestione delle eventuali situazioni di crisi ed insolvenza bancarie e di aumentare i poteri della vigilanza supplementare sulle istituzioni finanziarie appartenenti a conglomerati finanziari.

[102] Financial Stability Board, *Reducing the moral hazard posed by sistmically important financial institutions*, FSB Recommendations and Time Lines, 20 October 2010.
[103] UniCredit, Intesa SanPaolo, Monte dei Paschi di Siena, Banco Popolare e UBI Banca, con il 62% del totale dell'attivo del sistema bancario italiano.

Bibliografia

ABI, *Le operazioni di fusione tra banche in Italia: analisi delle determinanti nel periodo 1990-1995 attraverso i dati di bilancio*, 1996

AGCM, *Chiusura istruttoria Banca Intesa Sanpaolo n. 16249*, 20/12/2006

AGCM, *Concorrenza e Mezzogiorno: un'analisi territoriale dell'attività dell'Antitrust, Roma*, luglio 2011

ALLEN F., BECK T., CARLETTI E., LANE P. R., SCHOENMAKER D., WAGNER W., *Cross-border banking in Europe: implications for financial stability and macroeconomic policies*, CEPR – Centre for Economic Policy Research, London, 2011

ALTUNBAS Y., MARQUÉS IBÁÑEZ D., *Mergers and acquisitions and bank performance in Europe: the role of strategic similarities*, Working Paper, n. 398, ECB, 2004

BANCA D'ITALIA, *La tutela della concorrenza nel settore del credito*, Roma, settembre 1992

BANCA D'ITALIA, *Relazione annuale*, anni vari

BANCA D'ITALIA, *Bollettino Statistico*, anni vari

BANCA INTESA, *Comunicato stampa*, 2006

BANK OF AUSTRIA CREDITANSTALT, *Comparison of banks: International banks in the New Europe 2004/2005*, luglio 2005

BAUMOL W., PANZAR J. C., WILLING R., *Contestable markets and theory of industry structure*, Harcourt Brace Jovanovich Publishers, New York, 1982

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

BCE, *Il consolidamento e la diversificazione nel settore dell'Area dell'Euro*, in Bollettino Mensile BCE, maggio 2005

BCE, *Report on Eu banking structure*, anni vari

BERGER A. N., *The profit-structure relationship in banking. Test of market power and efficient structure hypothesis*, Journal of Money, Credit and Banking (27, 2), 1995

BERGER A. N., DEMSETZ R. S., STRAHAN P. E., *The consolidation of the financial services industry: causes, consequences and implications for the future*, in Journal of Banking and Finance (23), 1999

BERGER A. N., SAUNDERS A., SCALISE J. M., UDELL G. F., *The effects of bank mergers and acquisitions on small business lending*, in Journal of Financial Economics (50, 2), 1998

BERGER A. N., UDELL G. F., *The economics of small business finance: the roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle*, in Journal of Banking and Finance (22, 6-8), 1998

BERNDT E., CHRISTENSEN L., *The Translog Function and the Substitution of Equipment, Structures and Labor in U.S. Manufacturing, 1929-1968*, Journal of Econometrics (1), 1973

BONACCORSI DI PATTI E., GOBBI G., *The effects of bank mergers on credit availability: evidence from corporate data*, in Temi di discussion (479), Banca d'Italia, 2003

BOTTIGLIA R., *Ristrutturazione dei gruppi bancari e rapport tra capogruppo e società controllate*, EGEA, Milano, 1995

BRUNETTI G., *Il governo delle risorse finanziarie: il modello dello sviluppo sostenibile*, in Banche e Banchieri (10), 1983

BUCH C. M., DELONG G., *Cross border bank mergers: what lures the rare animal?*, in Journal of Banking and Finance (28), p. 2077-2102, 2004

CARRETTA A., SCHWIZER P., *Le fusioni in banca. Gestire l'integrazione per creare valore. Esperienze di successo e leve manageriali*, Bancaria Editrice, Roma, 2008

CATERINO D., *Concentrazioni e attività bancaria*, A. Giuffrè, Milano, 2004

CHANDLER JR A. D., *Strategy and structure: chapters in the history of the American industrial enterprise*, Mit Press, Cambridge, 1962

CHIOSINI G., FOGLIA A., MARULLO REEDTZ P., *Bank mergers, diversification and risk*, Banca d'Italia, Roma, 2003

COLOMBO L., TURATI G., *La dimensione territoriale nei processi di concentrazione dell'industria bancaria italiana*, in Quaderni dell'Istituto di Economia e Finanza (50), novembre 2002

COMANA M., *Crescita esterna e performance bancarie. Analisi di 34 casi recenti*, Assbank, Collana Materiali (15), 1995

CONCA V., *Le acquisizioni. Il processo, il mercato, i prezzi*, EGEA S.p.A., Milano, 2001

CORBELLINI M., *Politiche di insediamento e concorrenza bancaria – il caso italiano 1990-1994*, EDIBANK-ICEB Srl, Milano, 1995

CYBO-OTTONE A., MURGIA M., *Merger and shareholders wealth in European banking*, in Journal of Banking and Finance (24), 2000

DANTHINE J. P., GIAVAZZI F., VIVES X., VON THADDEN E. L., *The future of European Banking*, CEPR, London, 1999

DE ANGELI S., ORIANI M., *La securitization dei crediti bancari*, Franco Angeli s.r.l., Milano, 2000

EVANOFF D. D., FORTIER D. L., *Re-evaluation of the S-C-P paradigm in banking*, Journal of Financial Services Research (1, 3), New York, 1988

FAMA E. F. *et al*, *The adjustment of stock price to new information*, International Economic Review (10, 1), February 1969

FERRETTI R., *Fusioni e acquisizioni nel sistema bancario italiano*, Banca Impresa Società, 2, 1987

FERRETTI R., *I processi di crescita*, in Onado M. (a cura di), *La banca come impresa*, Il Mulino, Bologna, 1996

FERRETTI R., *Le acquisizioni bancarie e la reazione del mercato borsistico: le analisi in Usa, Europa e Italia*, in Bancaria (10), 2000

FINANCIAL STABILITY BOARD, *Reducing the moral hazard posed by systemically important financial institutions*, FSB Recommendations and Time Lines, 20 October 2010

FOCARELLI D., PANETTA F., *Are mergers beneficil to consumers? Evidence from the market for bank deposits*, in The American Economic Review (93, 4), 2003

FOCARELLI D., PANETTA F., SALLEO C., *Why do banks merge? Some empirical evidence from Italy*, Temi di discussione (361), Banca d'Italia, Roma, 1999

FOCARELLI D., PANETTA F., SALLEO C., *Why do banks merge?*, in Journal of Money, Credit and Banking (34, 4), 2002

GILBERT R. A., *Bank market structure and competition: a survey*, Journal of Money, Credit and Banking (II, 16, 4), 1984

GIORGINO M., PORZIO C., *Le concentrazioni bancarie in Italia: alcuni fattori interpretativi*, in Bancaria (12), 1997

GRILLO M., *Concentrazioni bancarie e sviluppo del Mezzogiorno*, in Economia e politica industriale (120), 2003

GROUP OF TEN, *Report on consolidation in the financial sector*, gennaio 2001.

GUATRI L., *Trattato sulla valutazione delle aziende*, EGEA, Milano, 1998

HANNAN T. H., WOLKEN J. D., *Return to biddiners and targets in the acquisition process: evidence from the banking industry*, in Journal of Financial Services Research (3), 1989

HAWAWINI G., SWARY I., *Merger and acquisition in the Us banking industry: evidence from the capital markets*, North Holland, New York, 1990

HOUSTON J. F., RYNGAERT M. D., *The overall gains from large bank mergers*, in Journal of Banking and Finance (18), 1994

HUINZINGA H. P., NELISSEN J. H. M., VANDER VENNET R., *Efficiency effects of bank mergers and acquisitions in Europe*, Discussion Paper, Tinbergen Institute, 2001

INTESA SAN PAOLO, *Bilancio*, anni vari

ISTITUTO NAZIONALE PER IL COMMERCIO ESTERO, *Irlanda – Rapporti paese congiunti*, settembre 2010

KPMG, *Rapporto Mergers & Acquisitions*, 2010 - 2011

LALLI R., *Fusioni e acquisizioni nel settore bancario: processi di integrazione e performance*, Assbanck, Milano, 1996

LAMANDINI M., *Le concentrazioni bancarie: concorrenza e stabilità nell'ordinamento bancario*, Il Mulino, Bologna, 1998

LA TORRE M., *Le concentrazioni bancarie – Rilessi gestionali e dinamiche di mercato*, UTET Libreria S.r.l., Torino, 2000

LEIBENSTEIN H., *Allocative efficiency versus "x-efficiency"*, in American Economic Review (56), 1996

MALAVASI R., *Ristrutturazioni bancarie e performance aziendali*, in MALAVASI R. (a cura di) *Ristrutturazione del sistema bancario: aggregazioni e fusioni tra intermediari*, Atti convegno Cagliari 14/12/1995, FrancoAngeli, Milano, 1996

MASSARI M. e ZANETTI L., *Valutazione – Fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario*, McGraw-Hill, Milano, 2008

MESSORI M., *La concentrazione del settore bancario: effetti sulla competitività e sugli assetti proprietari*, Università di Roma "Tor Vergata", 2001

MOLYNEUX P., *Cooperation and rivarly in banking markets*, in J. DOUKAS, L. LANG (a cura di), Research in international business and finance (12), 1995

MOLYNEUX P., *Increasing concentration and competition in European banking: the end of Anti-trust?*, EIB papers, (4, 1), 1999

MOLYNEUX P., ALTUNANS Y., GARDENER E. P. M., *Efficiency in European banking*, John Wiley & Sons, London, 1996;

MOTTURA P., *Banche – Strategie, organizzazione e concentrazioni*, EGEA S.p.A., Milano, 2011

PELLICELLI G., *Strategie d'impresa*, Università Bocconi, Milano, 2005

PITTALUNGA G. B., *La concorrenza nel mercato dei depositi bancari*, in CESARINI F., CONTI V., DI BATTISTA M. L. (a cura di), *Tendenze e prospettive della raccolta bancaria in Italia*, Il Mulino, Bologna, 1994

PROMETEIA, *Analisi dei bilanci bancari*, rapporto semestrale, giugno 1996

RAMASWAMY K., *The performance impact of strategic similarità in horizontal mergers: evidence from the U.S. banking industry*, in Academy of Management Journal (40, 3), 1997

RESTI A., *Le fusioni tra banche accrescono l'efficienza? Un'analisi dell'esperienza italiana, 1986 – 1995*, Assbank, Collana Materiali (20), 1997

RESTI A., *Le fusioni bancarie. La lezione dell'esperienza: effetti, opportunità e rischi*, Bancaria Editrice, Roma, 2006

RESTI A., SICILIANO G., *Le acquisizioni di banche quotate creano valore per gli azionisti? Un confronto tra i prezzi di borsa e i dati fondamentali di alcune banche italiane*, in Banca Impresa Società (1), 1999

ROCHET J. C., TIROLE J., *Interbank lending and sistemic risk*, Journal of Money, Credit and Banking (28, 4), 1996

RUOZI R., *Le concentrazioni bancarie: esperienze internazionali ed il caso italiano*, EGEA, Milano, 1992

SANASI D'ARPE V., *La vigilanza nella crisi e nel risanamento dei gruppi bancari*, Jovene, Napoli, 2008

SHARPE W. F., *A simplified model for portfolio analysis*, Management Science (9, 2), 1963

SINKEY J. F., *Commercial bank financial management*, Prentice Hall, New Jersey, 2001

STIGLER G. J., *A theory of oligopoly*, Journal of Political Economy (72, 1), Chicago, febbraio 1964

STRAHAN P. E., WESTON J. P., *Small business lending and the changing structure of the banking industry*, in Journal of Banking and Finance (22, 6-8), 1998

TARANTOLA RONCHI A. M., *La vigilanza sulle banche e sui gruppi bancari*, Il mulino, Bologna, 1996

VANDER VENNET R., *Cost and profit dynamics in financial conglomerates and universal banks in Europe*, SUERF/CFS Colloquium paper, Francoforte, ottobre 1998

VANDER VENNET R., *Cross-border mergers in European banking and bank efficiency*, Working Paper, Ghent University, 2002b

VEZZANI P., *La rete distributive delle banche. Aspetti normativi e strategici*, Giappichelli, Torino, 1997

ZOLLO M., LESHCHINKSKII D., *Can firms learn to acquire? Do markets notice?*, Working Paper, The Warthon School, University of Pennsylvania (1), 2000

Risorse on line

www.agcm.it

www.bancaditalia.it

www.bip.bancaditalia.it

www.intesasanpaolo.it

www.sternstewart.com

www.financialstabilityboard.org