

Dipartimento
di Economia e Finanza

Cattedra in Finanza Aziendale Avanzato

Banche popolari: fusioni e acquisizioni - il caso BPER Banca

Prof. Matteo Rossi

RELATORE

Prof. Arturo Capasso

CORRELATORE

Matr. 729421

CANDIDATO

Anno Accademico 2021/2022

Sommario

INTRODUZIONE	4
CAPITOLO 1: Banche popolari: evoluzione, struttura e caratteristiche nel contesto italiano	7
1.1 Il fenomeno delle banche popolari: definizione e inquadramento teorico	7
1.2 Caratteristiche delle banche popolari e banche di credito cooperativo	9
1.3 L'evoluzione degli istituti creditizi popolari nel sistema bancario italiano	12
1.4 Credito popolare e sostegno economico-territoriale	18
1.5 Governance degli istituti di credito popolare nel diritto europeo	20
1.6 Il nuovo scenario regolamentare e di mercato	24
1.7 La riforma legislativa delle banche popolari e le prospettive future	29
CAPITOLO 2: Le operazioni di M&A nel settore bancario italiano	35
2.1 Fusioni e acquisizioni (M&A): quadro generale e trend storici	35
2.2 Gli interventi di Fusione	39
2.3 Gli interventi di Acquisizione	42
2.4 Classificazione delle operazioni di M&A	46
2.5 Le motivazioni: Sinergie	49
2.6 La valutazione e il processo di Takeover	52
2.7 Costi e benefici delle Fusioni e Acquisizioni	56
2.8 Consolidamento ed M&A nel settore bancario italiano	60
2.9 Impatto del Covid-19 sulle operazioni di M&A	64
CAPITOLO 3: Il caso Bper: evoluzione e principali operazioni societarie	67
3.1 Banca Popolare dell'Emilia-Romagna e l'impegno verso il territorio	67
3.2 Evoluzione del Gruppo BPER	69
3.3 Operazione di fusione di BPMEZZ, BDC, BPR	75
3.4 Valutazione BPER: Dividend-Discount Model	79
3.5 M&A della Nuova Cassa di Risparmio di Ferrara S.P.A.	85
3.6 Il caso Carige-BPER: comprare una banca a 1 euro	89
3.6.1 Il declino del Gruppo Carige	89

3.6.2	L'offerta di BPER	93
	CONCLUSIONI	97
	Riferimenti bibliografici	99
	Siti consultati	101
	RIASSUNTO	103

INTRODUZIONE

Sin da quando se ne ha memoria, gli esseri viventi hanno sempre percepito l'esigenza di creare strutture organizzative per appagare i propri bisogni, partendo dalla definizione di strutture antiquate di stampo inizialmente sociale e non economico-finanziario. Con il passare degli anni le necessità degli uomini sono maturate e con esse anche le strutture organizzative create con il fine di appagarle. Questa è la motivazione per cui nascono le imprese che si specializzano nella fornitura di prodotti e servizi in costante evoluzione. Si tratta di un percorso di mutazione incessante col fine di favorire l'innovazione e le esigenze umane. All'interno di questo contesto evolutivo nascono diverse forme aziendali alcune delle quali falliscono non riuscendo a stare al passo con la trasformazione tecnologica e l'innovazione oppure perché operano in mercati obsoleti in cui i bisogni del pubblico sono stati già ampiamente soddisfatti. Altre aziende invece riescono a sopravvivere nel corso degli anni mutando insieme alle esigenze del mercato e sostenendo la crescita sociale ed economica.

Oggetto del presente elaborato è proprio lo studio del concetto aziendale, in particolare del comparto specialistico del settore bancario popolare in Italia, e delle principali metodologie finanziarie con cui gli istituti di credito riescono a fronteggiare il processo di costante evoluzione raggiungendo dimensioni e capacità gestionali ed organizzative maggiormente efficaci ed efficienti, ovvero le operazioni di fusione e di acquisizione.

Infatti, diversamente dalle realtà economiche di altri Paesi, gli istituti di credito popolare in Italia hanno acquisito una rilevanza e un ruolo strategico sempre più significativo nel contesto economico nazionale. Basti pensare al periodo di crisi finanziaria globale in cui gli istituti creditizi popolari hanno effettuato l'attività di raccolta del risparmio ed esercizio del credito con risultati superiori rispetto alle ragguardevoli banche nazionali costituite nella forma di S.p.A. . Inoltre, negli anni più recenti, gli istituti di credito popolare grazie alle loro proprietà strutturali, al continuo sostegno al territorio di riferimento e alla loro organizzazione di società cooperative, hanno ricoperto un ruolo fondamentale anche nel sostegno alle PMI che rappresentano attualmente il punto di forza del nostro Paese.

In aggiunta, il periodo storico vigente è principalmente caratterizzato da un'emergenza pandemica (Covid-19) che ha causato significativi cambiamenti in diversi settori, basti pensare allo sviluppo tecnologico degli ultimi due anni che ha sostenuto imprese e famiglie costrette a rispettare rigide limitazioni. Tale emergenza ha causato anche rilevanti problemi al settore economico globale e alla salute di una notevole percentuale della popolazione mondiale. Una delle conseguenze di rimarchevole significato dell'emergenza Coronavirus, che rende l'argomento interessante da ripercorrere e da analizzare, è l'incremento di fusioni, consolidamenti, alleanze e acquisizioni cui sono state soggette numerose banche italiane, le quali indebolite dalla pandemia, sono corse alla ricerca di nuove offerte pubbliche in modo da recuperare risorse e migliorare la loro efficienza con l'intento di superare la crisi e ottimizzare i ricavi.

Come preventivamente sostenuto non solo dalla BCE ma anche dall'autorità EBA e dal precedente Governo Conte, tale trend cresce esponenzialmente a partire dal 2020 con l'acquisizione da parte di Banca Intesa Sanpaolo di UBI Banca. Attualmente l'attenzione per le operazioni di M&A (Merger and Acquisition) nel settore bancario italiano è rivolta specialmente verso Banco BPM, Unicredit, Monte dei Paschi di Siena ma soprattutto verso una delle banche italiane con una rilevante storia nel comparto delle banche popolari italiane, ovvero BPER Banca.

Dunque, è interessante analizzare come opera tutt'oggi la metodologia delle fusioni e delle acquisizioni aziendali e come tale fenomeno influenzerà il panorama bancario italiano con l'obiettivo di incrementare la solidità delle banche nazionali, anche quelle popolari, e favorire la competitività a livello internazionale.

Lo scopo del presente elaborato consiste nell'analisi del settore degli istituti di credito popolare e nella definizione di un pronostico attendibile dello scenario bancario italiano in seguito agli interventi strategico-finanziario delle fusioni e acquisizioni, il quale sarà caratterizzato da istituti creditizi di maggiore dimensione, affidabilità e solidità; valori che, con l'ausilio delle operazioni stesse e con le proprietà tipiche delle banche popolari, si uniranno a quelli di altre banche in modo da integrare i punti di forza e offrire vantaggiosi servizi in ambito assicurativo e di consulenza finanziaria riducendo, contemporaneamente, le spese di commissioni per favorire l'efficienza.

L'elaborato è strutturato nel seguente modo. Nel primo capitolo vengono analizzate le principali caratteristiche che rendono l'istituto di credito popolare unico rispetto alle altre banca nazionali anche attraverso un confronto con le diverse realtà europee; viene ripercorso l'intero periodo storico che ha contraddistinto l'evoluzione delle banche popolari partendo dai primi sistemi di stampo tedesco fino alla realizzazione del primo istituto creditizio di origini italiane, la Banca Popolare di Lodi. Il capitolo si conclude con lo studio dettagliato della riforma più importante nell'intero settore bancario popolare, il Decreto-legge n. 3/2015 convertito poi con la Legge n. 33/2015, che ha determinato una rivoluzione per tutte le banche popolari.

La trattazione prosegue con il secondo capitolo in cui vengono analizzate nel dettaglio le operazioni di fusione e acquisizione nel settore bancario italiano approfondendo le singole fasi che le banche devono realizzare per perfezionare un'operazione di fusione o di acquisizione; vengono analizzati non solo i vantaggi e i benefici che derivano da tali interventi ma anche le problematiche e le difficoltà che si possono riscontrare. Infine, si osserva come l'attuale crisi pandemica ha influenzato il settore bancario nella realizzazione di queste strategie finanziarie e si definisce una possibile soluzione che gli istituti creditizi possono adottare ai fini di una corretta esecuzione delle fusioni e acquisizioni in presenza di una crisi con risvolti tragici come quella che stiamo vivendo.

Nel terzo e ultimo capitolo, si procede con l'analisi di una delle più famose banche popolari italiane, la Banca Popolare dell'Emilia-Romagna, rientrante nel terzo gruppo bancario nazionale, Gruppo BPER. Vengono esaminate le sue proprietà fondamentali, tipiche di una banca popolare che fornisce sostegno al territorio di riferimento, e si ripercorre la sua evoluzione sino al periodo recente. Come appena sottolineato, Banca BPER è una delle principali realtà bancarie popolari poste sotto i riflettori per quanto concerne le molteplici operazioni di fusione e di acquisizione realizzate nel corso degli anni, vengono infatti esaminati i due interventi finanziari di fusione e acquisizione più rilevanti perfezionati negli ultimi anni dal Gruppo bancario. Infine, l'elaborato si conclude con la disamina dell'ultima significativa operazione di M&A ancora in corso al momento in cui si scrive l'elaborato che cambierà le sorti degli istituti creditizi coinvolti, ovvero Banca BPER dal lato dell'acquirente e Banca Carige dal lato dell'acquisita.

CAPITOLO 1: Banche popolari: evoluzione, struttura e caratteristiche nel contesto italiano

1.1 Il fenomeno delle banche popolari: definizione e inquadramento teorico

Nel contesto bancario italiano il concetto di banca popolare¹ costituisce un fenomeno rilevante e singolare tale da suscitare particolare attenzione. Questo è dovuto alla regolamentazione nazionale e al comparto normativo che rendono il suddetto fenomeno oggetto di costanti discussioni e di difficile allocazione, posizionandosi a metà strada tra cooperazione ed esperienza tecnica. Inoltre, la non presenza della quota di capitale sociale che consente al detentore di esprimere la maggioranza di voti, affianca la banca popolare ad una società ad azionariato diffuso (c.d. *public companies*) nella quale il controllo è nelle mani di coloro che riescono ad assicurare la migliore performance possibile per gli azionisti.

L'attuale definizione del concetto di banca popolare consente un migliore inquadramento del fenomeno stesso. La banca popolare è un intermediario creditizio costituito in forma di società cooperativa per azioni a responsabilità limitata², ovvero, come specificato dal Codice Civile (art. 2514), si tratta di una società in cui i soci sono responsabili delle obbligazioni sociali ma soltanto nel limite di quanto inizialmente conferito, si parla infatti di responsabilità limitata pura. Ai fini di una corretta comprensione del fenomeno delle banche popolari a livello teorico è fondamentale sottolineare la distinzione che si cela dietro il termine delle banche cooperative: banche popolari e banche di credito cooperativo, la cui regolamentazione è presente nel capo V titolo II del Testo Unico Bancario (TUB). Secondo quanto previsto dal TUB, l'esercizio dell'attività bancaria da parte di società cooperative è di esclusiva competenza dei suddetti due soggetti, entrambi identificati sotto il sistema di banca universale (art.28) ovvero il modello di una banca capace di svolgere ogni attività di raccolta del risparmio ed esercizio del credito e di intermediazione finanziaria. Tale distinzione è uno dei pilastri per un'adeguata conoscenza del fenomeno delle banche popolari e verrà approfondita nel paragrafo successivo.

¹ Ferri G., Banca popolare, Milano, 1959

² https://www.treccani.it/enciclopedia/elenco-opere/Dizionario_di_Economia_e_Finanza/22

In generale, secondo quanto stabilito dal Legislatore, il comparto delle società cooperative è quello in cui oggi si collocano le banche popolari, un comparto dunque dove l'attività di produzione e fornitura di beni e servizi ha come scopo primario quello mutualistico e non lucrativo, difatti i soci sono posti in primo piano e vengono sostenuti con la presenza di condizioni nettamente favorevoli quali il voto capitaro, ovvero ogni socio ha diritto ad un solo voto a prescindere dal numero di azioni possedute (una testa un voto), e il possesso limitato di azioni in modo da favorire un potere frammentato e non concentrato. Nonostante ciò, la loro evoluzione ha sviluppato una diversa peculiarità delle banche popolari, la 'mutualità non prevalente', che le allontana dal comparto delle società cooperative essendo potenzialmente orientate anche a finalità di lucro. Dunque, possiamo distinguere due scopi principali rientranti nell'obiettivo finale di una banca popolare. Il primo è quello della distribuzione degli utili ai soci, ovvero uno scopo di speculazione privata soprattutto se realizzato con l'obiettivo di massimizzazione. Il secondo è quello della realizzazione di favorevoli condizioni e opportunità per gli azionisti, il quale rientra palesemente nel contesto della filosofia cooperativa. Tuttavia, il vantaggio di un obiettivo mutualistico e la filosofia cooperativa, in realtà, si adatta perfettamente alle nuove forme di democrazia capitalistica che consistono in un azionariato frammentato e non concentrato raggiunto con la definizione di specifici tetti partecipativi.

Concretamente la principale attività delle banche popolari consiste nel sostenere lo sviluppo del territorio tramite un modello organizzativo fondato sullo sviluppo e sulla costante conservazione di positive relazioni con piccole e medie imprese e con le famiglie.

In ogni caso, le banche popolari sono diventate un fenomeno di estrema rilevanza nel contesto bancario italiano e non solo per il loro obiettivo finale, ovvero quello di fornire sostegno all'economia territoriale e alle famiglie e imprese, ma anche per la loro continua estensione di mercato³. Infatti, soprattutto gli ultimi anni hanno significativamente influenzato il fenomeno delle banche popolari a causa di rilevanti mutazioni nel sistema bancario che hanno condotto a nuovi contesti in cui realtà più consistenti hanno ottenuto, tramite operazioni di fusione e acquisizione, il controllo di altre banche popolari e locali minori dando vita a Gruppi bancari di rilevanza nazionale

³ Capriglione F., *Banche popolari. Metamorfosi di un modello*, Cacucci, 2001

primaria. Proprio questa è la principale motivazione che rende tale fenomeno particolarmente interessante ma altrettanto delicato per via delle numerose implicazioni che possono avere un impatto rilevante sul contesto delle popolari italiane derivanti, da un lato dalla tragica crisi economica e finanziaria globale dell'ultimo periodo in cui l'insolvenza dei debiti sovrani resta un'incognita ma per nulla un'utopia; dall'altro dalle esigenze di riformare la regolamentazione italiana di settore al fine di raggiungere un equilibrio tra la volontà di tutelare "l'unicità" delle banche popolari e la necessità di adeguare la normativa di settore alla loro trasformazione operativa.

1.2 Caratteristiche delle banche popolari e banche di credito cooperativo

Come indicato dal diritto italiano, le banche popolari sono istituti di credito costituiti, in genere, sotto forma di società cooperative. Tuttavia, pur condividendo simili caratteristiche strutturali come il voto capitaro e il vantaggio mutualistico, grazie alla stessa forma giuridica, le banche popolari e le banche di credito cooperativo, in realtà, hanno differenze sostanziali in termini di sviluppo storico dei modelli organizzativi, di obiettivi che perseguono nello specifico e di applicazione operativa realizzata nel tempo. Risulta, dunque, di primaria importanza affrontare una disamina delle principali caratteristiche e distinzioni tra i due istituti prima di proseguire nell'analisi del fenomeno delle banche popolari ai fini di una corretta interpretazione e comprensione delle stesse.

La banca popolare, come anticipato, è un istituto di credito che viene costituito nella forma di società cooperativa distinguendosi dalle banche con forma giuridica di società per azioni per via di alcune caratteristiche di notevole rilevanza⁴:

- Possesso limitato, il socio di una banca popolare non può detenere più dello 1% del capitale sociale;
- Mutualità non prevalente, una elevata percentuale di servizi e attività è rivolta ai soci dato che la maggioranza relativa delle quote proprietarie è posseduta dai clienti dalla banca stessa;
- Voto capitaro, indicato generalmente con l'espressione 'una testa un voto', ovvero ogni socio possiede un singolo voto indipendentemente dal numero di

⁴ <https://fiscomania.com/>

- azioni che detiene che equivale al diritto ad esercitare un solo voto in Assemblea a prescindere dal valore della quota proprietaria posseduta;
- Clausola di gradimento, consiste nella subordinazione del trasferimento dei titoli al preventivo consenso del Consiglio di Amministrazione⁵ con il fine di evitare il trasferimento di quote a soggetti terzi esterni non graditi.

La banca di credito cooperativo trova spiegazione delle proprie caratteristiche nel nome stesso⁶:

- Banca, istituto di credito rivolto all'attività bancaria di raccolta del risparmio dal pubblico ed erogazione del credito;
- Credito, favorisce il sostegno all'economia reale attraverso l'erogazione del credito;
- Cooperativa, si concentra sulla creazione di una rete di relazioni e sul coinvolgimento dei soci.

È possibile individuare immediatamente le analogie tra i due istituti a cui il diritto italiano fa riferimento e che permettono di fare rientrare le banche popolari nell'ottica delle società cooperative.

La prima analogia è riconducibile alla forma giuridica, entrambi gli istituti sono società cooperative per azioni a responsabilità limitata. Dunque, sono anzitutto società cooperative, ovvero hanno capitale variabile e finalità mutualistica occupandosi della produzione e fornitura di beni e servizi in modo da soddisfare i bisogni dei clienti⁷ con condizioni più vantaggiose di quelle che si possono trovare sul mercato; pertanto, le cooperative vengono formate in modo da favorire direttamente i soci. La Costituzione italiana riconosce e tutela tale società all'articolo 45: "la Repubblica riconosce la funzione sociale della cooperazione a carattere di mutualità e senza fini di speculazione privata. La legge ne promuove e favorisce l'incremento con i mezzi più idonei e ne assicura, con opportuni controlli, il carattere e le finalità".

Si è soliti distinguere tra due tipi di società cooperative: Società cooperative e Società cooperative a mutualità prevalente, in cui l'identificazione di cooperativa viene

⁵ <https://www.parlamento.it/home>

⁶ <https://it.quora.com/>

⁷ Art. 2511, Codice Civile

attribuita non soltanto a coloro che operano con i propri soci ma anche a coloro che operano con soggetti terzi; dunque, la reale differenza consiste nello svolgere l'attività *prevalentemente* con e per i propri soci e vengono iscritte in uno specifico albo in cui vengono depositati i bilanci una volta l'anno. La società cooperativa può essere costituita al raggiungimento di un numero minimo di soci, ovvero 3 per le società cooperative piccole e 9 per le società cooperative di maggiori dimensioni. Infine, una società cooperativa necessita di un atto pubblico per la costituzione, dunque è obbligatoria la presenza di un notaio e lo Statuto, invece, riporta le regole principali per il funzionamento della società. Quando la documentazione risulta completa, la società viene iscritta nel Registro delle Imprese presso la Camera di Commercio. Oltre ad essere società cooperative, i due istituti sono ulteriormente caratterizzati dalla responsabilità limitata, ovvero i soci detengono una limitazione della responsabilità nei riguardi della società, dunque, sono responsabili soltanto in relazione al patrimonio conferito inizialmente alla società.

La seconda analogia, altrettanto rilevante, consiste nel fatto che sono gli organi sociali a nominare i membri degli organi di amministrazione e di controllo.

I due istituti di credito, invece, si distinguono relativamente alla denominazione sociale e al valore nominale delle azioni. In particolare, il valore nominale delle singole quote possedute dai soci di una banca di credito cooperativo deve essere superiore a 25 euro ma inferiore ai 500, mentre per le quote proprietarie di una banca popolare il limite inferiore è pari a 2 euro. Inoltre, le banche di credito cooperativo hanno l'esclusività nell'utilizzare l'espressione di 'credito cooperativo' nella denominazione sociale, mentre questo risulta vietato agli altri soggetti. Un'ultima significativa differenza, che caratterizza unicamente le banche di credito cooperativo è quella secondo cui tali istituti creditizi hanno il compito di esercitare l'attività creditizia a sostegno prevalentemente dei soci, ma è prevista la possibilità per la Banca d'Italia di autorizzare, soltanto per specifici intervalli temporali, l'esercizio di tale attività prevalentemente a favore di soggetti terzi diversi dai soci⁸.

Per una corretta analisi delle caratteristiche dei due istituti, è importante ricordare anche un altro istituto di credito alternativo connesso ai precedenti, la cassa di risparmio. Quest'ultima, infatti, nasce con lo scopo della raccolta del piccolo risparmio,

⁸ Art. 35, Testo Unico Bancario

dell'esercizio del credito ipotecario e fondiario e dell'investimento a basso rischio generalmente in titoli di Stato, tutto ciò accompagnato da attività di beneficenza. Tale istituto, come i precedenti, origina con lo scopo mutualistico e senza fini di lucro; tuttavia, il cambiamento normativo nel settore bancario ha reso le casse di risparmio equivalenti alle altre banche e in Italia, in particolare, molte di esse sono state oggetto di operazioni di fusione e acquisizione.

In conclusione, tali divergenze tra gli istituti creditizi popolari e le banche di credito cooperativo hanno fatto supporre all'inizio del XXI secolo di non ricondurre le banche popolari nel comparto cooperativo ma farle rientrare in un modello alternativo di società per azioni che tuteli gli aspetti specifici tipici delle banche popolari, praticamente si voleva creare un settore unico e specifico per le sole banche popolari.

Nel nostro Paese, le più importanti banche popolari italiane già si sono allontanate dal modello organizzativo delle società cooperative, affrontando, a partire dal primo decennio di questo secolo, un lungo periodo colmo di operazioni di fusione e di conseguente trasformazione come è avvenuto, ad esempio, per il Gruppo Banco BPM e per BPER Banca.

Tuttavia, persistono notevoli differenze tra le banche popolari e le banche costituite nella forma giuridica di società per azioni. Difatti le banche popolari possono essere considerate una via di mezzo tra la forma di società cooperativa e la forma di società per azioni. In particolare, come indicato, ogni socio di una banca popolare non può detenere una porzione del capitale sociale maggiore dello 1% e dunque il limite minimo dei soci deve essere pari a 500. Inoltre, il Testo unico bancario stabilisce che, a fini di una corretta operatività, la banca popolare deve rispettare il principio della mutualità, seppur non prevalente. Infine, deve essere rispettato il concetto di voto capitaro, aspetto tipico della democrazia azionaria che riguarda le società cooperative, a differenza delle società per azioni in cui, invece, ogni socio ha diritto a un numero di voti in proporzione al numero di azioni possedute.

1.3 L'evoluzione degli istituti creditizi popolari nel sistema bancario italiano

La forma della cooperazione creditizia, a cui si riconduce la nascita delle banche popolari, prende piede durante il XIX secolo in Germania grazie all'economista Franz

Hermann Schulze-Delitzsch, per combattere lo sfruttamento e offrire ai più bisognosi la possibilità di accedere all'erogazione del "credito" con condizioni più favorevoli⁹. Dalle banche cooperative discendono due distinti istituti: le banche popolari e le casse rurali.

Le banche popolari, nel dettaglio, nascono, secondo l'ideologia tedesca con un capitale composto da azioni di elevato importo a cui i soci bisognosi potevano accedere pagandole a rate e soltanto chi sottoscriveva almeno una quota proprietaria veniva considerato socio della banca e a quest'ultimi la banca poteva erogare prestiti. La struttura prevedeva il rispetto della responsabilità illimitata per accrescere l'attenzione dei soci esistenti di accettarne nuovi e la banca doveva considerare il capitale sociale come primo punto di raccolta ma aveva la possibilità di raccolta del risparmio anche dai soggetti non soci a condizione che tale metodo di raccolta non superasse una quantità quattro volte maggiore del capitale sociale¹⁰. Questo istituto ebbe un notevole successo tale da estendersi in tutta Europa e in altri Continenti come l'America e l'Asia adottando le specificità dei singoli territori; invece, la seconda tipologia di istituto, le casse rurali, si estese principalmente nei comparti agricoli.

Nel contesto italiano, le banche popolari nascono grazie all'agire di un economista dell'epoca particolarmente influente ed ex Presidente del Consiglio dei ministri, Luigi Luzzatti, il quale grazie alla sua opera in materia di banche popolari¹¹, pubblicata l'anno prima della realizzazione dell'unità d'Italia, sostenne la fondazione del primo istituto creditizio popolare italiano, la Banca Popolare di Lodi, favorendo a sua volta la creazione di nuove banche popolari negli anni avvenire. Con la nascita dell'istituto di Lodi nel territorio italiano, ci furono molteplici cambiamenti alle proprietà del modello popolare originario tedesco; prima di tutto, venne favorito il rispetto della responsabilità limitata e non illimitata, si attribuì al capitale sociale il ruolo di fondo di garanzia e per ultimo si preferirono le quote proprietarie di minore importo a quelle di elevato importo per permettere l'accesso al ruolo di socio a un numero più consistente di bisognosi e piccoli risparmiatori.

Negli anni successivi ci fu una crescita esponenziale nel numero di banche popolari, basti pensare che verso la fine dell'800 solo in Italia, principalmente al Nord e al

⁹ Pecorari P. , *Le banche popolari nella storia d'Italia*, Ist. Veneto di Scienze, 1999

¹⁰ Rodino L. , *Codice Delle Società Cooperative*, 2010

¹¹ Luzzatti L. , *La diffusione del credito e le banche popolari* , Sacchetto, 1863

Centro, erano presenti più di 100 istituti popolari e dopo il primo conflitto mondiale erano aumentati ad oltre 800. Tale tendenza esponenziale subì un brusco calo intorno al 1950, tanto da dimezzarsi, per via dell'incremento verificatosi nei settori produttivi in cui operavano aziende di notevoli dimensioni e delle crisi economico-finanziarie della fine degli anni '20; tutto ciò venne accompagnato dallo scarso sostegno politico e dalla riforma del settore industriale successivo al primo conflitto mondiale, che si orientava a favorire e sostenere i soggetti economici di maggiori dimensioni. Successivamente le istituzioni creditizie popolari tornano a espandersi intorno agli anni '60 grazie allo sviluppo e al consolidamento delle Piccole e Medie Imprese italiane (PMI).

In seguito, lo sviluppo dei processi innovativi e dei nuovi strumenti tecnologici e l'influenza del digitale sui mercati finanziari ha determinato uno stimolo all'operatività e all'intraprendenza dando vita a un nuovo modo di vedere attraverso l'eliminazione della distanza e la diminuzione dei tempi¹². Tali processi portarono ad un ammodernamento delle relazioni economiche mondiali facendo emergere contestualmente il fenomeno di maggiore integrazione e sviluppo economico mondiale conosciuto sotto il nome di 'globalizzazione'¹³. Si tratta di un fenomeno estremamente importante per il settore bancario italiano il quale a partire dagli anni '80, in sincronia con gli altri Paesi sviluppati, subì intensi cambiamenti in termini strutturali ma anche di integrazione e consolidamento. L'obiettivo di un tale processo innovativo era quello di garantire alle singole banche la possibilità di sviluppare dei modelli basati su una struttura e un'organizzazione in grado di garantire il raggiungimento dell'efficienza e di sostenere la competizione nazionale e internazionale in modo da adeguarsi ad una realtà bancaria in costante mutamento. L'ideologia, in quel momento storico, era quella secondo cui un sistema bancario non aperto alla competizione e basato esclusivamente sulla tutela e protezione nei confronti dell'ingresso di nuovi soggetti terzi, era in grado solo di garantire solidità del credito e dei soggetti esistenti ma andando ad inficiare su una corretta ed efficiente gestione dell'attività bancaria non pronta ad affrontare una competizione ormai alle porte. Contemporaneamente, lo sviluppo normativo europeo del settore bancario spingeva il comparto bancario italiano alla competizione non solo su scala nazionale ma anche comunitaria. Tutto ciò rese imprescindibile una mutazione organizzativa e strutturale delle banche per permettere di fronteggiare i competitori

¹² Quagli A. , *Il web e l'informativa societaria ai mercati finanziari* , 2001

¹³ Joseph E. Stiglitz , *La globalizzazione che funziona*, Einaudi, 2007

internazionali. L'aggiornamento istituzionale è stato ulteriormente intensificato intorno agli anni '90 e all'inizio del XXI secolo a causa delle conseguenze della globalizzazione e della competizione comunitaria, le quali comportarono un incremento della dimensione e della complessità degli istituti finanziari grazie alla realizzazione di più di cinquecento processi di fusione e acquisizione (precisamente 508 operazioni di cui circa il 22% sono caratterizzata da un istituto di credito popolare come acquirente)¹⁴. I risultati, come vedremo, hanno mostrato una drastica riduzione del numero totale di banche vigenti nel territorio nazionale.

Naturalmente questo continuo processo di riassetamento e aggregazione ha riguardato anche il settore degli istituti di credito popolare. Poco prima degli anni '80, già numerose banche popolari avanzate optarono per la quotazione delle proprie azioni in modo da sostenere la raccolta di nuovo risparmio e quindi di nuovo capitale ed infatti, negli anni '90 ci fu un incremento a livello aggregato, ovvero di categoria, delle banche popolari¹⁵ e un'espansione della quota di mercato delle banche popolari del 5% in circa dieci anni fino al 2002.

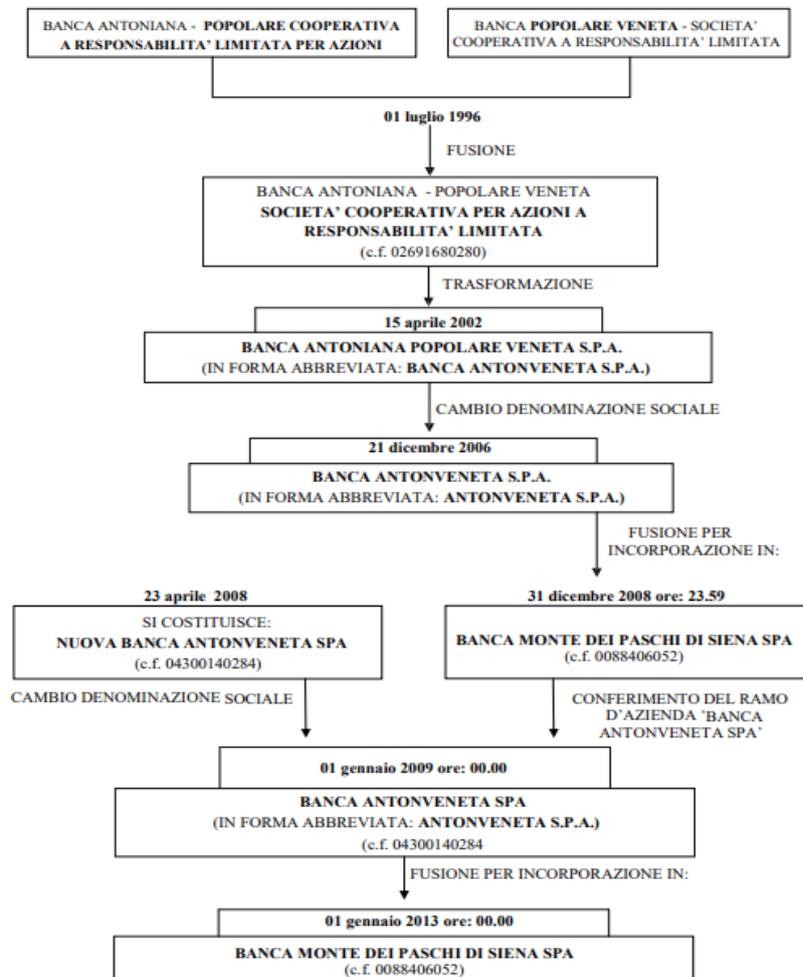
L'espansione continuava ad essere sollecitata anche da diverse banche popolari che integravano nel rispettivo gruppo diverse altre popolari minori interne ed esterne al proprio comparto con operazioni di fusioni e acquisizioni. Durante questa fase di mutamenti ed evoluzione, molteplici istituti popolari decisero di trasformare la propria forma giuridica optando per la società per azioni, come accadde, ad esempio per Banca Antoveneta.

Banca Antoveneta fu una delle prime banche popolari a subire un drastico cambiamento, che la portò, il 15 aprile 2002, a completare il proprio processo di trasformazione da Banca Antoniana – Popolare Veneta (società cooperativa per azioni a responsabilità limitata) a Banca Antoveneta S.p.A. (società per azioni) attraverso un percorso suddiviso in più fasi.

¹⁴ <https://www.bancaditalia.it/homepage/index.html>

¹⁵ Ubertazzi L.C. , *Banche e concorrenza. Scritti* , Giuffrè, 2007

Figura 1: Le operazioni societarie di Banca Antonveneta



Fonte: <https://www.bancaditalia.it/>

Gli attori principali di queste operazioni erano le popolari del Centro/Nord dell'Italia e, in generale, l'espansione che caratterizzava le banche popolari oggetto di tali operazioni veniva affiancata da una evoluzione anche dei modelli organizzativi delle maggiori banche popolari in cui si diffuse il concetto del gruppo bancario federale¹⁶. La conseguenza di questa traslazione verso un maggiore dinamismo e una maggiore flessibilità determinò un incremento della performance delle banche popolari, della ricchezza ma anche del rischio. Con il proseguire degli anni, avvicinandoci ai recenti periodi, il processo di aggregazione non si è fermato e le banche popolari sono state

¹⁶ Il modello bancario federale veniva spesso considerato un modello alternativo alla fusione ma non sempre realizzabile; esso consta di una società holding operativa, una società di prodotto, un corporate center e infine un'aggregazione di banche federate che hanno il ruolo di controllo territoriale.

oggetto di operazioni di concentrazioni e di incorporazioni ma anche la normativa è mutata andando ad impattare sulla struttura e sul modo di agire degli istituti di credito popolare. Al termine dei complessi e duraturi interventi di fusione e incorporazione, nel nostro Paese, la dimensione delle banche popolari è aumentata ma, allo stesso tempo, la numerosità delle stesse si è ridotta. Risultano al momento attive e operanti sul territorio italiano i principali gruppi bancari quotati nella Borsa d'Italia (Tabella 1).

Tabella 1: Principali gruppi bancari italiani quotati.

Banca Popolare dell'Emilia-Romagna	Indicata con l'acronimo BPER, nata dall'operazione di fusione delle popolari della rispettiva regione e con Sede principale a Modena.
Banca Popolare di Sondrio	Si tratta di una società per azioni capogruppo dell'omonimo gruppo bancario. È famosa in quanto è una delle prime banche popolari italiane che si è ispirata al movimento popolare cooperativo del credito diffuso in Italia da Luigi Luzzatti.
Banca Popolare Etica	È un istituto di credito italiano costituito sotto forma di società cooperativa per azioni. Si distingue dagli altri essendo specializzato sulla c.d. finanza etica ed alternativa, viene denominata anche "Banca Etica".
UBI Banca	Nata grazie ad un'operazione di fusione tra Banca Lombarda e le Banche Popolari Unite, da agosto del 2020 fa parte del gruppo Intesa Sanpaolo.
Gruppo Banco BPM	Anch'esso nato in seguito ad un'operazione di fusione tra diverse banche popolari quali la Banca Popolare di Verona e Novara, Banca Popolare Italiana e in un secondo momento anche il Banco Popolare e la Banca Popolare di Milano.

La metamorfosi degli istituti popolari avvenuta negli ultimi dieci anni ha avuto un impatto decisivo in quanto, come detto, le realtà di maggior rilievo hanno preso il controllo di altri istituti popolari e locali minori o anche esterni facendo emergere gli attuali grandi Gruppo Bancari appena citati di rilevanza nazionale. Tuttavia, ciò che rende interessante l'argomento è che la costante crescita evolutiva e strutturale non ha mai compromesso del tutto le caratteristiche tradizionali delle originarie banche

popolari cooperative del periodo dell'unità nazionale: relazioni di lunga durata e stabili con PMI e famiglie, impegno sociale, condizioni favorevoli per i clienti e sostegno all'economia e al territorio.

Tuttavia, pur mantenendo inalterate le fondamenta teoriche, gli istituti popolari hanno subito molteplici cambiamenti dal punto di vista normativo. Infatti, anche se, con l'entrata in vigore del TUB del 1993 (D.lgs. 358 del 1993) viene effettuata una modifica normativa degli intermediari finanziari ribadendo comunque la natura cooperative delle popolari, tale decisione è stata considerata non del tutto idonea e conforme alle mutate esigenze evolutivistiche degli istituti creditizi popolari, facendo emergere la necessità di una riforma sostanziale in tema di banche popolari.

1.4 Credito popolare e sostegno economico-territoriale

L'analisi condotta sull'evoluzione storica delle banche popolari ha messo in risalto come esse abbiano sempre ricoperto un ruolo fondamentale tra gli intermediari creditizi detti "a vocazione territoriale o locale", ovvero quegli istituti di credito ramificati in ambienti urbani per soddisfare la richiesta di credito proveniente da privati o anche da piccole imprese soprattutto artigianali (il c.d. credito popolare); in questo modo i clienti erano in grado di fronteggiare la competizione sul mercato delle grandi imprese manifatturiere e sfruttare i finanziamenti ricevuti per crescere ed espandere la propria attività locale. Dunque, fin da subito risulta evidente come tali istituti popolari rappresentino un punto di riferimento per le PMI locali garantendo, tra gli altri servizi, la possibilità di offrire risorse economico-finanziarie necessarie per acquisire materie prima, per effettuare il pagamento salariale dei lavoratori, per concludere investimenti in nuove attività o per migliorare quelle già in essere. Insomma, le banche popolari, fin dalla loro nascita simboleggiano lo strumento più idoneo per un concreto sostegno al progresso economico dei singoli territori e delle singole realtà locali¹⁷. Successivamente, l'avvento della citata globalizzazione e della conseguente competizione tra i grandi gruppi bancari soprattutto a livello comunitario, ha segnato una significativa linea di demarcazione tra alcuni istituti popolari, dal momento in cui

¹⁷ Fanfani T., *Alle origini della banca : etica e sviluppo economico*, Roma, 2003

alcuni di essi hanno raggiunto una dimensione tale da oltrepassare il semplice contesto localistico e territoriale per alzarsi a sostenitore dello sviluppo e progresso economico non solo territoriale ma dell'intera nazione e, a volte, anche di più, invece altri istituti popolari hanno conservato l'aspetto più localistico di supporto economico dello specifico territorio. Tuttavia, dall'altra faccia della medaglia, come abbiamo anticipato, lo sviluppo tecnologico e in particolare la globalizzazione, facendo crescere dimensionalmente gli istituti creditizi grazie all'aggregazione e alle operazioni di fusione e acquisizione, ha comportato l'emergere di alcuni rischi, tra cui quello dell'indebolimento del rapporto tra la banca popolare e il territorio di riferimento ovvero la perdita della solidità instaurata tra la collettività di una località o di una regione territoriale e l'istituto creditizio che fornisce finanziamenti e condizioni favorevoli a suo supporto. Tale rischio comporta l'inevitabile messa in discussione del pilastro portante alla base del sostegno economico del territorio: la fiducia. Di conseguenza, le banche popolari propriamente dette, ovvero quelle di dimensioni relativamente medie, conservando la prerogativa localistica, sono considerate, a differenza dei grandi gruppi bancari, le uniche in grado di mantenere la relazione di fiducia tra banca locale, famiglie e PMI (la c.d. *relationship banking*), permettendo a sua volta il sostegno del tessuto economico locale prima e nazionale poi. Possiamo estrapolare una conclusione fondamentale ai fini dell'analisi condotta in questo elaborato, ovvero le banche con forma societaria cooperative, ed in particolare le banche popolari posseggono, grazie al loro intento di integrazione con la collettività locale, informazioni di qualità superiore sulla propria schiera di clienti consentendo di riflesso una sostanziale riduzione delle 'asimmetrie informative' che, in conclusione, conduce tali intermediari a beneficiare di un minimo rischio sui prestiti erogati; si tratta, dunque, di una spirale incoraggiante ai fini di una crescita esponenziale non solo della performance interna dei singoli istituti di credito ma anche, e soprattutto, dell'intera economia reale.

Il risultato a cui siamo giunti a questo punto, spinge a considerare un aspetto peculiare per l'epoca in cui viviamo e in cui le aziende finanziarie prendono piede, ovvero quello di riaccendere l'interesse per il fenomeno del localismo bancario, il quale, in un mondo in costante cambiamento ed espansione, può condurre ad un ammodernamento delle relazioni bancarie, prendendo spunto da quelle originarie tra gli istituti di credito urbano e i singoli artigiani, ma aggiornandole con i nuovi strumenti digitali favoriti dalla tecnologia sempre in un'ottica di sostegno economico del territorio.

In conclusione, il modo in cui le banche popolari favoriscono l'economia attraverso la concentrazione sui propri clienti con condizioni favorevoli per famiglie e imprese del territorio rappresenta tutt'ora il modello alla base dei rapporti con soci e clienti. Potremmo affermare, sostanzialmente, che, nonostante le trasformazioni normative e strutturali subite dalle banche popolari durante la loro esperienza di ormai oltre un secolo per adeguarsi all'evoluzione dell'ambiente nazionale ed europeo, è rimasta inalterata, almeno dal punto di vista dell'obiettivo finale per alcune di esse, l'inclinazione localistica con la mentalità del sostegno economico del Paese.

1.5 Governance degli istituti di credito popolare nel diritto europeo

Le banche popolari sono una parte integrante fondamentale del comparto cooperativo bancario italiano che prende piede in Europa a partire dal XIX secolo come conseguenza delle problematiche di accesso al credito da parte dei bisognosi e delle piccole realtà imprenditoriali urbane e rurali. Capire il contesto comunitario oltre quello nazionale è indispensabile per un corretto inquadramento del settore bancario popolare. Difatti, sin dalla formazione dei primi istituti di credito sotto forma di associazioni sviluppatasi, come detto, in Germania, fu utilizzata una struttura organizzativa focalizzata sulla democrazia societaria con scopo prettamente mutualistico. Con gli anni, per via anche delle crisi economico-finanziarie verificatesi, tale struttura organizzativa di stampo democratico societaria si è evoluta gradualmente differenziandosi in numerosi istituti con peculiarità adeguate alle necessità dei operatori e dei singoli ambiti normativi specifici per ogni nazione. Al giorno d'oggi, il comparto degli istituti di credito popolare, ed in particolare quello della cooperazione creditizia, risulta al quanto frammentato nei diversi Stati europei sia dal punto di vista strutturale ma soprattutto normativo.

In media, il credito popolare in Europa ha visto una performance decisamente più favorevole rispetto agli altri istituti creditizi di tipo non mutualistico. Tuttavia, in Italia si è assistito ad un'eccezione in quanto le banche popolari e il comparto delle banche di credito cooperativo hanno avuto una performance che in media nell'ultimo decennio è stata leggermente inferiore a quella delle banche non mutualistiche. Le ragioni di una

tale differenza sono da cercare in diversi fattori ma, prima di tutto, bisogna capire le differenze tra i diversi tipi di sistemi cooperativi esistenti nei principali Paesi europei.

Tra i principali contesti nazionali europei ricordiamo tre Paesi: Germania, Olanda e Francia. Nel dettaglio, in Germania vi sono sistemi contraddistinti da una stringente integrazione in cui due istituti di credito nel comparto cooperativo sono raggruppati nella medesima associazione di categoria con identiche strutture sociali (è il caso DZ Bank).

Figura 2: Credito cooperativo in Germania.

Credito cooperativo in Germania: DZ BVR

Il CC tedesco è molto frammentato e per legge ogni cooperativa deve aderire a una federazione nazionale

Il settore opera su due livelli:

- Le banche popolari e cooperative e alcune banche cooperative speciali con copertura regionale o nazionale
- Due istituti centrali (detenuti al 100% dalle BP-CC): DZ Bank, ~900 banche cooperative, controlla tutte le altre fabbriche prodotte; WGZ Bank, ~ 200 banche cooperative situate principalmente in Nord Reno-Vestfalia.

Nessun regolamento impone alle cooperative di credito di primo grado di usare i servizi offerti dagli istituti di grado superiore, ma in base a un principio di fedeltà non scritto tale meccanismo è di fatto applicato

Elementi chiave della governance

- Non quotata
- Voto capitaro (esista la possibilità di avere al massimo una delega)
- Limite di possesso

Struttura del Gruppo	
Banche aderenti	1,001
Sportelli	~ 13.000
Dipendenti	~ 190k
Clienti	~30mn
Membri	~17,3mn
Tier1 ratio	10,1 %
Quota di Mercato	
Depositi	20%
Impieghi	18%
Sportelli	36%

Fonte: <https://www.aziendabanca.it/>

In Olanda, invece, vi sono sistemi in cui gli istituti cooperativi sono tutti riuniti sotto un unico gruppo che rappresenta uno dei principali operatori nazionali di servizi finanziari (è il caso di Rabobank).

Figura 3: Credito cooperativo in Olanda.

Banche cooperative in Olanda: l'esempio di Rabobank

Sistema a due livelli in cui le funzioni associative e di impresa sono concentrate in Rabobank: l'utile generato da Rabobank non viene distribuito

Rapporto tra Rabobank e banche locali:

- Ogni cooperativa di credito di nuova costituzione deve aderire alla Centrale Rabobank e sottoporsi al suo controllo
- L'intera gestione della banca locale viene sottoposta a controlli ed eventuali interventi correttivi attraverso raccomandazioni da parte di Rabobank
- Nella prassi gestionale queste raccomandazioni equivalgono a vere e proprie istruzioni. I rapporti tra centrale e periferia sono schematizzati e danno forma a un sistema di garanzie incrociate che garantisce solidalmente l'esposizione creditizia di tutte le componenti del "gruppo"

Elementi chiave della governance

- Quotata
- Voto capitaro
- Non è presente un limite di possesso

Struttura del Gruppo	
Banche aderenti	129
Sportelli	~ 722
Dipendenti	~ 56k
Clienti	~10mn
Membri	~1,9mn
Tier 1 ratio	16,6%
Quota di Mercato	
Depositi	38%
Impieghi	26%
Sportelli	29%

Fonte: <https://www.aziendabanca.it/>

Infine, in Francia vi sono sistemi più complessi con una ramificazione interna più dettagliata in cui ci sono tre grandi gruppi cooperativi Crédit Mutuel, Caisse d'Épargne e Crédit Agricole che si posizionano tra i principali intermediari finanziari del Paese affiancati poi dal gruppo delle 'Banque Populaire' ovvero un gruppo di istituzioni creditizie e finanziarie composto da numerose banche popolari regionali della Francia con diverse migliaia di filiali sparse sul territorio nazionale.

L'abilità di adattamento e di crescita esponenziale in contesti economici e normativi molto diversi tra di loro come accade nei diversi Paesi europei, rende gli istituti di credito popolari un comparto del settore bancario di rilevante interesse da analizzare con attenzione nelle specifiche realtà nazionali d'Europa.

Per un corretto confronto degli istituti popolari in Italia e negli altri Paesi europei bisogna partire dall'analisi della governance delle banche popolari in Italia. Infatti nella nostra Nazione il comparto delle banche cooperative si è sviluppato sulla base di una distinzione tra banche di credito cooperativo e banche popolari (vedi paragrafo 1.2) e di una ridotta integrazione a favore di processi di sviluppo indipendenti, tuttavia il forte coordinamento da parte degli istituti centrali consente di oltrepassare i limiti e le difficoltà tipiche delle ridotte dimensioni di tali istituti di credito e allo stesso modo, l'indipendenza tra i due sistemi può favorire lo sviluppo della concorrenza, l'individuazione di soluzioni nuove e alternative e l'abilità di soddisfacimento delle necessità economiche locali. Invece, gli altri Paesi europei ed in particolare la Germania, l'Olanda e la Francia presentano, come abbiamo visto, sistemi di governance degli istituti mutualistici diversi rispetto all'Italia, nel dettaglio possiamo concludere che sussistono delle differenze al quanto sostanziali tra gli istituti di credito popolari italiani e quelli europei, in particolare, osservando le caratteristiche citate dei sistemi mutualistici nazionali e quelli dei principali paesi europei possiamo notare che¹⁸:

- I sistemi a scopo mutualistico esteri sono strutturati come minimo su due livelli societari, il primo è locale e sdoppiabile in regionale e provinciale, all'interno del quale sono presenti le banche cooperative locali; il secondo è centrale in cui vi è la banca capogruppo non mutualistica di cui le singole banche popolari posseggono le azioni.

¹⁸ <http://www.eacb.coop/en/home.html>

- Le peculiarità delle banche popolari, come il concetto di una testa un voto (voto capitario) e la limitazione al possesso azionario vengono applicate solo alle banche locali che posseggono le azioni della capogruppo ma non alla capogruppo.
- La banca capogruppo svolge la funzione di coordinamento degli istituti di credito locali e di consulenza professionale verso di essi per la verifica delle loro procedure, compito, dunque, che è esterno rispetto alle singole realtà locali.
- Quest'ultimo punto vale solo per gli istituti creditizi quotati, in questo caso è solo la banca capogruppo, come detto non cooperativa, ad essere quotata, mentre le singole cooperative locali non lo sono.

Le principali differenze sono riportate nel seguente schema:

Figura 4: Credito cooperativo in Italia e in Europa



Fonte: <https://www.aziendabanca.it/>

1.6 Il nuovo scenario regolamentare e di mercato

Sulla base dell'evoluzione descritta nel paragrafo 1.3, tale per cui gli istituti di credito popolare hanno raggiunto dimensioni considerevoli, e del ruolo di sostegno economico del territorio descritto nel paragrafo 1.4, si definisce uno scenario in cui le banche popolari necessitano di una regolamentazione idonea rispetto alle caratteristiche proprie dei mercati dei capitali. Inoltre, le crisi finanziarie susseguitesesi a partire dagli inizi degli anni 2000 e la recente crisi pandemica hanno sottolineato come la robustezza delle risorse finanziarie e l'elevata liquidità rappresentino l'ancora di salvataggio per evitare crisi del settore bancario e limitarne le conseguenze, non solo, ma considerando la funzione di supporto all'economia appare più adeguata un'espansione dei volumi del credito piuttosto che una loro limitazione. Dunque, la conclusione a cui possiamo giungere è quella secondo cui, nello scenario in cui le banche popolari agiscono, l'incremento dei mezzi di capitale è la condizione necessaria per garantire una giusta capacità di raccolta sui mercati nazionali e internazionali. Per questo motivo, la regolamentazione deve tenere in considerazione la possibilità di utilizzo del c.d. capitale di rischio di elevata qualità ovvero le azioni ordinarie.

Sulla base di questo scenario, il Legislatore ha ben pensato che le caratteristiche originarie degli istituti di credito popolari, quali il voto capitaro, la limitazione al possesso azionario, la clausola di gradimento, andavano riviste in quanto potrebbero rappresentare un ostacolo alla raccolta di quello che abbiamo definito il capitale di rischio, fondamentale per superare momenti di tensione o crisi sui mercati.

Al di là dello specifico scenario appena descritto, si pensava già da diversi anni, soprattutto a livello nazionale, di riformare il contesto delle banche popolari anche per risolvere le criticità del sistema tradizionale delle banche popolari emerse durante la loro evoluzione. Abbiamo evidenziato come una delle "virtù" della banca popolare classica consiste principalmente nel fatto di essere un istituto bancario di stampo cooperativo concentrando, dunque, la propria attività nei confronti del "socio-cliente" e del contesto territoriale in cui opera. Quindi una banca popolare nasce per dare specifico risalto al cliente, e dunque alla persona fisica, prima ancora che al capitale e alle risorse economico-finanziarie. Come risultato di questo processo logico, l'istituto di credito popolare ottiene il beneficio di minori asimmetrie informative e dunque di maggiore abilità nella scelta del credito che a sua volta riduce al minimo il rischio. Risulta

evidente, a conclusione di questo breve riepilogo della virtù alla base di tali istituti, che l'operatività di intermediari creditizi che, sulla base di un modello cooperativo, gestiscono il rapporto creditizio banca-cliente, favorisce una diversificazione del settore bancario con effetti positivi non solo sugli intermediari stessi ma anche sulla scelta del credito da parte del cliente. Questa argomentazione, tuttavia, è strettamente connessa alle criticità che hanno fatto emergere la necessità di una riforma, le quali sono state evidenziate dall'esperienza che ha dimostrato come tale virtù si realizza completamente solo nel caso di istituti di credito popolare di dimensioni ridotte, poiché solo in quest'ultimo caso si riesce effettivamente a concentrarsi sul cliente-socio e sul territorio di riferimento. Invece, nel caso di banche popolari di maggiori dimensioni, soprattutto quelle quotate, tali connotazioni virtuose vengono a mancare ed emergono le criticità nella loro governance dato che, non soltanto si crea il rischio di trascurare gli interessi di alcuni clienti o di perdere di vista gli interessi perseguiti con conseguente riduzione della fiducia degli stakeholders e come abbiamo sottolineato la fiducia è il collante tra intermediari finanziari e clienti, ma anche lo stesso management inizia ad agire con minore qualità di verifica e di controllo man mano che la dimensione dell'istituto continua ad aumentare e nel caso di quotazioni in borsa, la frammentarietà della proprietà comporta un indebolimento del controllo sulla gestione. Si determina, di conseguenza, un circolo vizioso che fa affiorare ulteriori criticità quali la cristallizzazione degli assetti proprietari e, ancor più grave, il fenomeno dell' *'agency problem'*, anche detto (problema principale-agente), che consiste nell'egoismo o negligenza dell'agente (il management) nei confronti di colui che gli delega i poteri, il principale (l'azionista), minando le fondamenta del rapporto di fiducia con il socio-cliente. Si tratta di fenomeni che sono stati, spesso, all'origine di numerose e significative crisi bancarie¹⁹. Nello specifico caso degli istituti creditizi popolari quotati, le caratteristiche tipiche delle popolari quali il voto capitaro, la limitazione al possesso delle azioni, la clausola di gradimento, possono dissuadere l'ingresso di nuovi soci e soprattutto la partecipazione dei soci esistenti alla vita dell'azienda favorendo l'interesse egoistico del management e dunque il problema dell'agenzia.

Tali criticità, tipicamente presenti nel caso di banche popolari di cospicue dimensioni operanti sul mercato finanziario e spesso risultanti da operazioni di fusione o

¹⁹ Rym Ayadi et al, *Investigating diversity in the banking sector in Europe. Key developments, performance and role of cooperative banks*, Centre for European policy studies Brussels, 2010

acquisizione, assecondano l'accentramento dei poteri in specifiche categorie le quali, seppure rappresentino una percentuale minore rispetto all'intero complesso societario, hanno la capacità di condizionare negativamente le vicende della società ledendo, infine, le decisioni dei portatori di interesse.

Se ci si concentra sulla peculiarità della limitazione al possesso azionario è possibile notare come tale caratteristica rappresenti un ostacolo alla volontà di irrobustire il patrimonio sociale, difatti un investitore non ha alcun interesse ad incrementare la sua quota proprietaria se tale modo di agire non si tramuta in un ulteriore incremento della sua capacità di tutelare il valore del proprio investimento grazie al possesso di maggiori diritti. Dinanzi a tale diversificazione del pubblico delle banche popolari, la domanda che ha fatto suscitare la necessità una rapida riforma del settore è se lasciare una regolamentazione unica sia la scelta più idonea per un corretto funzionamento di questi singoli intermediari creditizi. Le discussioni riguardano non solo l'eliminazione delle limitazioni al possesso azionario o almeno una dilatazione di tali limiti, ma anche l'incremento del potere degli investitori e del potere di rappresentanza per garantire un maggior controllo societario in modo da smussare, almeno in parte, l'*agency problem*.

Siamo in grado ora di dare spiegazione alle linee di intervento normativo susseguites negli anni recenti che segnalavano come fattori di inefficienza nella normativa nazionale di settore la presenza del concetto di una testa un voto, il quale limita il potere e il ruolo dei singoli soci, e l'antiquato strumento della clausola di gradimento che scoraggia l'interesse del pubblico di investire nell'istituto rendendo i titoli delle stesse società poco appetibili. Inoltre, veniva sottolineata l'importanza nel far confluire maggiori risorse finanziarie 'popolari' nel patrimonio di questi istituti di credito per garantire un maggior potere di controllo agli investitori che fornivano tali risorse, attraverso il possesso di quote proprietarie di ragguardevole valore favorendo infine la mutazione di tali intermediari creditizi popolari in vere e proprie società per azioni.

Ulteriore elemento di controversie, che ha rafforzato la necessità di una sostanziale riforma della categoria, sono stati i richiami da parte della Commissione dell'Unione Europea relativamente alla possibile violazione della normativa delle banche popolari

riportata nel Testo Unico Bancario. Difatti la Commissione dell'UE ha inviato delle segnalazioni all'Italia su determinate criticità delle banche popolari²⁰:

- La costituzione degli istituti di credito popolare sotto forma di società cooperativa a responsabilità limitata;
- Il voto capitario che comporta la possibilità per il socio di avere diritto ad un voto a prescindere dalla quota azionaria detenuta;
- La limitazione al possesso delle azioni secondo cui un socio non poteva detenere, originariamente, più dello 0,5% del capitale sociale;
- L'originario limite alla compagine sociale che imponeva un numero di soci pari ad almeno 200;
- L'obsoleta clausola di gradimento secondo cui il CdA doveva approvare l'ingresso di un nuovo socio.

Tali imposizioni normative, comportando un disincentivo all'investimento nei titoli degli istituti di credito popolare, potevano costituire, secondo la Commissioni dell'UE, una violazione del diritto comunitario andando a infrangere, in particolare, l'articolo 43 del Trattato istitutivo della Comunità Europea che concede la libertà di stabilimento di tutti i cittadini degli Stati membri, e l'articolo 56 del medesimo Trattato che sancisce la libertà di circolazione dei capitali tra gli Stati membri vietandone ogni tipologia di restrizioni. Tuttavia, la controversia si è conclusa con la rinuncia da parte della Commissione dell'UE nel continuare con le segnalazioni di violazione grazie ai chiarimenti del Governo italiano, il quale ha giustificato la normativa italiana delle banche popolari per via della natura cooperativa degli stessi istituti.

Inoltre, il perdurare per un lungo periodo di anni di una mancata risposta alla costante necessità di una riforma nel settore delle banche popolari, ha spinto la Banca d'Italia a stimolare gli istituti popolari ad adottare modifiche in termini di autoriforma in modo da raggiungere indirettamente gli organi di governo sollecitandoli a sviluppare una riforma coerente con le esigenze strutturali e di mercato. Nel dettaglio è stata introdotta una maggiore partecipazione dei membri della compagine sociale all'interno delle assemblee attraverso il ricorso alle c.d. deleghe di voto e al voto a distanza. Difatti, dagli anni successivi alla crisi economica dei mutui sub-prima e per i successivi 5 anni, circa la metà delle banche popolari ha aumentato le deleghe di voto passando da una

²⁰ <https://www.amministrazioneincammino.luiss.it/>

media di 3,1 a 4,3²¹. Nonostante ciò, l'azione di autoriforma delle popolari non è stata sufficiente per superare le criticità precedentemente indicate. L'intenzione della Banca d'Italia era quella di favorire un progresso della normativa delle banche popolari in modo da tutelare le peculiarità stesse di tali istituti ma aumentandone la flessibilità in modo da adeguarsi alle dimensioni sempre più ragguardevole che stavano man mano acquisendo pur conservando quello che è sempre stato il punto di forza delle popolari, ovvero il sostegno alle famiglie, alle PMI e alle piccole economie territoriali attraverso la canalizzazione degli utili a favore di attività sociali. In sostanza, l'obiettivo stava nella ricerca di un *balance point* tra la conservazione delle singolarità delle banche popolari e l'eliminazione dei vincoli, tipici degli istituti di grandi dimensioni, ad una gestione dinamica e conforme al contesto di mercato sempre più competitivo, complesso e internazionale.

Si sono, dunque, susseguiti diversi interventi in ambito legislativo, come gli atti del Senato della Repubblica numeri 437, 799, 940 e 1084²², con l'intento di garantire un adeguato equilibrio tra difesa del sistema cooperativo e necessità di un controllo dettagliato dell'attività dell'agent' e di una maggiore solidità del capitale sociale.

Ai fini di una corretta comprensione della riforma successivamente introdotta, analizzata nel prossimo paragrafo, è bene specificare le principali linee di intervento normativo su cui si sono basati i diversi progetti di legge sviluppati nel tempo dal Parlamento italiano nel contesto delle banche popolari:

- Espansione delle limitazioni individuali al possesso delle quote capitali;
- Rafforzamento del ruolo degli investitori attraverso una maggiore partecipazione e possibilità di indicare propri rappresentanti all'interno del CdA;
- Incremento delle possibilità di delegazione dei voti da parte dei soci;
- Modifica della normativa in tema di trasformazioni prevedendo la possibilità di trasformazione degli intermediari creditizi popolari in società per azioni, soprattutto per gli istituti quotati e di elevate dimensioni;
- Revisione della clausola di gradimento attraverso la riduzione degli ostacoli nella cessione di azioni e ingresso di nuovi soci²³.

²¹ <https://www.amministrazioneincammino.luiss.it/>

²² <https://www.senato.it/home>

²³ <https://www.amministrazioneincammino.luiss.it/>

Dal punto di vista del settore bancario popolare, i singoli istituti originariamente non assecondavano completamente una modifica dell'intera disciplina attraverso una riforma normativa, in quanto il loro interesse era la tutela del tradizionale sistema delle banche popolari, sostenendo che le peculiarità del voto capitaro, le limitazioni al possesso delle quote azionarie e la clausola di gradimento nei confronti del socio costituiscono fattori imprescindibili per evitare di diventare una pedina del mercato bancario in costante evoluzione perdendo di vista, in tal modo, lo scopo finale di sostegno al territorio di riferimento. Proprio questa è la ragione per cui, per oltre dieci anni, non è stata approvata la riforma in sede parlamentare, nonostante i cambiamenti dello scenario regolamentare e di mercato rendevano una tale riforma del settore indispensabile.

In conclusione, alla luce delle criticità illustrate e di uno scenario di mercato in costante movimento, soltanto una modifica della disciplina sembrava essere lo strumento grazie al quale superare i limiti ancora vigenti, favorire un maggiore controllo da parte dei *principal* ovvero gli azionisti, garantire un operato del management più efficiente e incrementare la solidità del patrimonio in modo da raggiungere il sostegno economico di famiglie e imprese e, infine, la ripresa dell'intero Paese.

1.7 La riforma legislativa delle banche popolari e le prospettive future

Nei primi mesi del 2015, il Parlamento ha finalmente approvato la riforma del settore delle banche popolari, con il Decreto-legge n. 3/2015 convertito poi con la Legge n. 33/2015²⁴.

Come evidenziato da Ignazio Visco, Governatore della Banca d'Italia:

“I maggiori tra questi intermediari hanno da tempo superato l'ambito locale; come le grandi banche italiane essi si confrontano oggi con i cambiamenti imposti dall'integrazione economica e dalla tecnologia. La forma cooperativa ha limitato il

²⁴ Gargiulo G., *La disciplina delle banche popolari. Dalle origini alla riforma della Legge n. 33/2015*, ilmiolibro, 2015

vaglio da parte degli investitori e ha ostacolato la capacità di accedere con tempestività al mercato dei capitali, in alcuni momenti cruciale per far fronte a shock esterni”²⁵.

Grazie a tale riforma, le banche popolari possono svolgere la loro attività di raccolta del risparmio ed esercizio del credito in maniera più efficace ed efficiente conformandosi alle nuove esigenze del mercato bancario divenuto più competitivo in seguito all’Unione Bancaria che ha come ultimo fine l’armonizzazione a livello di Unione Europea della regolamentazione del settore bancario.

Nel dettaglio, la citata riforma consente di innovare il sistema economico-finanziario italiano aggiornando diversi aspetti del Testo Unico Bancario (D.lgs. n. 385 del 01/09/1993). Il D.L. del 2015 è il risultato di un lungo periodo di cambiamenti che hanno fatto emergere l’urgenza di intraprendere un processo di adattamento del contesto bancario italiano all’evoluzione europea per permettergli di essere competitivo a livello internazionale e di tutelare i clienti favorendo il sostegno economico dell’Italia. L’obiettivo è quello di raggiungere queste finalità e contemporaneamente migliorare l’abilità nella gestione del capitale sociale delle aziende in Italia favorendo l’innovazione nel processo produttivo, gli investimenti aziendali e l’incremento della raccolta di risorse finanziarie.

Procediamo con l’analisi delle fondamentali novità introdotte dalla riforma degli istituti di credito popolare:

- Il concetto di una testa un voto viene finalmente limitato consentendo all’atto costitutivo, ovvero quel documento in cui sono indicate tutte le informazioni relative ai soci, di assegnare ai soci più di un voto;
- Affinché una banca popolare possa essere definita tale, il suo attivo non può essere maggiore di 8 miliardi di euro, la riforma specifica che, nel caso in cui tale importo venga superato e da tale momento trascorra un anno e se lo stesso importo non venga riportato al di sotto del limite indicato e non sia stata deliberata la trasformazione in società per azioni o la liquidazione della banca popolare, è previsto l’intervento da parte della Banca d’Italia, ovvero da parte dell’Autorità di vigilanza, la quale ha il potere di revocare l’autorizzazione o applicare lo strumento della liquidazione coatta amministrativa dell’istituto;

²⁵ Ignazio Visco, *Considerazioni finali*, bancaditalia.it, 2015

- Viene imposta una limitazione al diritto del socio al rimborso delle azioni in caso di recesso, trasformazione in S.p.A, morte o esclusione dello stesso quando tale limitazione sia l'unico modo per garantire un corretto conteggio del numero delle azioni che vanno a formare il capitale di vigilanza di qualità primaria della banca. Si ricorda che tale capitale è quello che ogni istituto di credito deve possedere per rispettare i requisiti di vigilanza prudenziale imposti dalla regolamentazione di Basilea II, ovvero per la copertura di tre categorie di rischio, di credito, di mercato e operativo;
- Le operazioni di fusione o quelle di trasformazione sono regolamentate in maniera uniforme per i diversi istituti di credito popolare per i quali viene sottratta dai loro statuti la possibilità di determinare le maggioranze previste per queste tipologie di operazioni;
- È prevista esplicitamente la possibilità di ricorrere alle deleghe, tuttavia viene imposto un limite al numero massimo di deleghe conferibili a un socio in assemblea e in particolare tale limite non può essere superiore a 20 né inferiore a 10;
- Il processo da adottare nella situazione in cui un cliente richiede il trasferimento del suo conto corrente ad una seconda banca deve rispettare i termini indicati nella direttiva n. 2014/92/UE del Parlamento europeo garantendo al cliente di non dover sostenere le spese di portabilità, ovvero le spese da sostenere in caso di trasferimento dei conti o di apertura di un nuovo conto presso un nuovo operatore;
- Viene espressamente consentita l'emissione di strumenti finanziari che incorporano diritti patrimoniali o di voto;
- Sono incrementati i poteri e il ruolo svolto dagli organi assembleari e, inoltre, sono diminuiti i vincoli imposti alla nomina degli organi di governo;
- Gli intermediari creditizi popolari di ridotte dimensioni hanno specifici benefici per stimolare la partecipazione degli azionisti alla vita societaria e favorire l'interesse da parte degli investitori²⁶.

²⁶ <https://www.mondodiritto.it/>

In seguito alla suddetta riforma normativa, diverse Autorità nazionali hanno esposto il loro pensiero, il quale permette di comprendere più nello specifico i dettagli di tale intervento normativo.

Secondo la Banca d'Italia, la limitazione imposta al diritto del socio, specificata nel terzo punto, può essere stabilita attraverso l'introduzione di una clausola nello Statuto nel momento in cui la popolare viene trasformata in società per azione, che affida all'organo di controllo il potere di limitare o rimandare il rimborso del socio che effettua il recesso a tempo indeterminato²⁷.

Il Consiglio di Stato, invece, analizzando nello specifico la riforma, ha individuato delle eccezioni di incostituzionalità e tramite ordinanza ha sottoposto tali eccezioni alla Corte costituzionale. Quest'ultima si è espressa a riguardo con Sentenza n. 99 del 15 maggio 2018 dichiarando infondate tutte le indicazioni del Consiglio di Stato dal momento in cui si ritiene che l'imposizione di un limite o di un differimento temporale al diritto di rimborso del socio non costituisce violazione dell'articolo 42 della Costituzione, in quanto lo scopo di un tale comportamento è quello di garantire il soddisfacimento dei requisiti patrimoniali di vigilanza prudenziale delle banche popolari durante la fase di trasformazione in società per azioni. Tale dibattito risulta particolarmente interessante in quanto, dopo la Sentenza del 2018 della Corte costituzionale si pensava che la controversia sulla costituzionalità della nuova regolamentazione in materia di diritto di rimborso dei soci fosse stata chiusa; difatti, quando il giudizio della Sentenza è stato sottoposto agli atti del Consiglio di Stato, quest'ultimo, avendo il ruolo di giudice di ultima istanza, ha ritenuto di sottoporre tale giudizio alla Corte di Giustizia Europea tramite l'ordinanza della Sezione VI n. 06129 del 26 ottobre 2018. Attualmente la Corte di Giustizia Europea non ha ancora espresso il suo parere sull'argomento²⁸. In attesa di una sua risposta, gli azionisti delle Banche popolari sperano che questa controversia si concluda il prima possibile con la possibilità di esercitare liberamente il diritto di recesso così come stabilito dal Codice civile.

Dalla riforma del comparto delle banche popolari, sono trascorsi sette anni e ancora risulta non del tutto concluso il dibattito relativo ad una regolamentazione efficace delle banche popolari. Recentemente è stata costituita la società 'Luigi Luzzatti S.p.A.', dal

²⁷ Anna Righi Bellotti & Claudia Selmi, *Il mondo dell'economia*, Zanichelli, 2020

²⁸ <https://www.didiritto.it/>

nome del già citato ex Presidente del Consiglio dei ministri che aveva sostenuto la fondazione del primo istituto creditizio popolare italiano, nata per garantire un'adeguata gestione dei crediti deteriorati. Difatti le banche popolari hanno ceduto circa 90 milioni di crediti a rischio alla suddetta società. Basti pensare che negli ultimi due anni si sono verificate molteplici operazioni di pulizia dei bilanci, soprattutto grazie all'istituto delle GACS²⁹, infatti, alla fine dello scorso anno sono state realizzate operazioni di cartolarizzazioni con garanzia dello Stato, come quella recente concretizzata da UniCredit di ammontare pari a 2,2 miliardi di euro³⁰; tali operazioni di cessione del credito deteriorato continueranno anche per l'intero 2022. In questo modo le banche popolari riusciranno a incrementare la qualità dei loro bilanci ma sono in tanti a ritenere che l'attuale contesto degli istituti creditizi popolari non è più quello di una volta in quanto le dimensioni di tali istituti sono cresciute ulteriormente negli ultimi anni e la maggior parte hanno perso la loro *mission* originaria di raccolta delle risorse tra i piccoli soci e sostegno alle famiglie e al territorio di riferimento. Tuttavia, secondo il responsabile di Credit Portfolio Advisory della banca d'investimento Alantia, Renato Limuti, è altamente possibile che nei prossimi mesi si apra una nuova stagione di operazioni di fusioni e acquisizioni finalizzate alla realizzazione di ingenti aggregazioni di banche popolari. Intanto, l'incremento dei crediti deteriorati e l'esplosione della pandemia da Covid-19 potrebbe condurre il finanziamento che le banche popolari concedono alle realtà territoriali locali ad 'assottigliarsi', in quanto non solo i grandi gruppi bancari ma anche le banche popolari iniziano a richiedere significative garanzie per concedere credito a famiglie e imprese, dunque gli istituti di credito in genere stanno diventando sempre più selettivi nella scelta dei clienti a cui concedere finanziamenti. Risulta, dunque, cambiato del tutto lo scenario in cui operano le banche popolari rispetto a quanto facevano qualche anno fa; pochi mesi fa, a fine dicembre dello scorso anno, si è definitivamente concluso il processo di trasformazione in società per azioni delle banche popolari di grandi dimensioni, con attivo superiore a 8 miliardi di euro, infatti l'ultimo grande gruppo superstite del settore, la Banca Popolare di Sondrio, ha concluso il processo di trasformazione in S.p.A.

²⁹ Le GACS, garanzie sulla cartolarizzazione delle sofferenze, sono delle garanzie che lo Stato concede per favorire lo smobilizzo dei crediti deteriorati dai bilanci delle banche con sede legale in Italia.

³⁰ <https://www.ilfattoquotidiano.it/>

In conclusione, il sistema delle banche popolari che nel 2014 contava 35 gruppi bancari con attivi pari a oltre centinaia di miliardi di euro, attualmente è costituito da un gruppo di 19 banche con attivi intorno ai 40 miliardi di euro affiancati dalla difficoltà della gestione dei crediti deteriorati e dall'impatto di una pandemia globale ancora da superare del tutto. Nonostante ciò, le banche popolari continuano a dimostrare il loro potenziale, infatti come ha affermato, a inizio gennaio di quest'anno, il Presidente dell'Associazione Nazionale fra le Banche Popolari³¹, Corrado Sforza Fogliani:

“La desertificazione dei servizi bancari dimostra che le banche del territorio hanno ancora un grande compito che nessuna altra banca può svolgere”³².

Dunque, il compito delle banche popolari per il prossimo futuro è quello di prevedere dei metodi o degli strumenti che permettano di recuperare la fiducia dei piccoli risparmiatori, la quale, come detto all'inizio di questo elaborato, è il presupposto per una sana relazione banca-cliente ed è alla base di una costante evoluzione dell'intero sistema economico del Paese.

³¹ <http://www.assopopolari.it/>

³² <https://www.milanofinanza.it/>

CAPITOLO 2: Le operazioni di M&A nel settore bancario italiano

2.1 Fusioni e acquisizioni (M&A): quadro generale e trend storici

Con l'espressione "Fusioni e acquisizioni", locuzione derivante dall'inglese *M&A: Mergers and Acquisitions*, si indica l'insieme di interventi di carattere strategico-finanziario che consistono nella vendita, acquisizione o anche associazione di diverse tipologie di industrie, nel particolare di istituti di credito bancario, con lo scopo di dar vita a nuove organizzazioni operanti sul mercato con maggiore efficienza in modo da raggiungere risultati più performanti³³.

A partire dagli inizi degli anni '90, tali operazioni hanno acquisito rilevanza esponenziale, soprattutto nell'ambito della finanza aziendale, ovvero quel ramo della finanza che si concentra sullo studio, sull'analisi e valutazione delle decisioni di stampo finanziario che le società prendono in modo da sostenere finanziariamente il proprio operato, dimostrandosi utili strumenti per lo sviluppo aziendale. Difatti le operazioni di fusione, così come quelle di acquisizione, seppur agiscono con modalità differenti, sono in grado di assicurare risultati aziendali dal punto di vista strategico con vantaggi non solo dal lato dei costi ma anche, e soprattutto, dal punto di vista temporale. Entrambi gli interventi sono stati significativamente stimolati dal processo di globalizzazione e sviluppo tecnologico che, come sottolineato nel precedente Capitolo e sulla base dell'esperienza americana, ha favorito la crescita delle aziende e la nascita di grandi gruppi aziendali come metodo finalizzato alla ricerca di una elevata competitività in modo da operare in maniera efficace ed efficiente sui mercati internazionali. In aggiunta, si tratta di valide metodologie per una corretta modifica dell'intero assetto proprietario in modo da risanare le aziende in difficoltà³⁴.

Le operazioni di fusione e acquisizione, anche se spesso sono impiegate in maniera intercambiabile, presentano delle caratteristiche ben distinguibili che bisogna analizzare attentamente per cogliere correttamente la loro utilità. In entrambe vi sono due attori principali, l'acquirente (*bidder*) e il venditore (*target*), nel dettaglio la fusione aziendale è una strategia attraverso la quale una o più aziende originarie vengono sostituite da una nuova entità così da cessare la loro operatività, si tratta, dunque, di una totale

³³ www.sapere.it

³⁴ Stephen A. Ross, *Finanza Aziendale*, Il Mulino, 1997

integrazione tra due banche, acquirente e acquisita, che si uniscono generando un'entità giuridica completamente nuova; l'acquisizione, invece, è la strategia attraverso la quale un istituto di credito acquisisce, appunto, il controllo su un'altra banca senza, tuttavia, realizzare una totale unificazione e integrazione dei due istituti, come invece avviene per la fusione e senza modificare la struttura giuridica delle due banche iniziali.

I due interventi possono avere carattere amichevole oppure ostile, la differenza sta nella presenza o meno dell'approvazione del Consiglio di Amministrazione della società che viene acquisita, anche detta società *target*. Lo scopo primario dietro qualsiasi operazione, sia di fusione che di acquisizione, è la possibilità di generare, attraverso l'aggregazione di due aziende, un maggior valore rispetto a quello generato dalle due aziende individualmente. Ai fini di una corretta analisi di queste due tipologie di strategia aziendale, è fondamentale descrivere le principali ondate di fusioni che si sono susseguite negli anni sino ai giorni nostri.

I primi interventi di fusione e acquisizione si sono verificati intorno agli anni '60 attraverso le c.d. "*Conglomerate Waves*", si tratta di acquisizioni di società in attività non correlate in modo da diversificare il rischio e rispettare la normativa antitrust che in quel periodo stava diventando sempre più rigida. Il risultato principale di questa ondata di interventi è stato l'incremento dei benefici sperimentati dagli azionisti acquirenti in seguito alla diversificazione derivante delle operazioni di acquisizione dimostrando come la diversificazione non è stata guidata da obiettivi prettamente manageriali, inoltre il mercato rispose positivamente a quegli offerenti che mantennero la gestione della società target e negativamente agli offerenti che, invece, decisero di sostituire la gestione della società target, questa è un'ulteriore dimostrazione del fatto che il mercato ha reagito in modo da favorire gli interventi strategici volti a sfruttare le sinergie manageriali³⁵.

Durante gli anni '80 hanno inizio le acquisizioni ostili e le acquisizioni di aziende in crisi anche attraverso l'utilizzo del debito in modo da rivendere le singole unità operative; un caso particolare è rappresentato dal *Bust-up Takeover*, si tratta di una situazione nella quale tutte o parti delle attività di un'azienda che è stata recentemente acquisita sono vendute in modo da coprire, attraverso i ricavi della vendita, i costi precedentemente sostenuti con l'acquisizione originaria, per questo motivo si parla

³⁵ John G. Matsusaka, *Takeover Motives during the Conglomerate Merger Wave*, Wiley, 1993

anche di “acquisizione fallita”. Di quest’ultima si distinguono due diverse tipologie, la prima in cui l’acquisizione si focalizza soltanto su alcune attività primarie dell’azienda necessarie a far fronte all’indebitamento ma continuando a garantire l’operatività dell’azienda stessa, la seconda tipologia di acquisizione *bust-up* prevede lo smembramento totale della società al fine di eliminare tutti i costi ad essa associati e dividere i ricavi tra i finanziatori che avevano dato inizio all’acquisizione.

A partire dagli anni '90, iniziamo ad assistere a dei notevoli cambiamenti che portano le operazioni di fusione e acquisizione ad ottenere numerosi consensi a livello globale suscitando enorme interesse da parte del pubblico degli investitori. Infatti, in questo periodo si verificano le offerte “strategiche” o “globali”, ovvero operazioni amichevoli e non ostili che riguardano imprese che sono correlate ma che operano in diversi Paesi. In questo periodo, soprattutto in Europa, si sviluppano le fusioni *cross-border*. Si tratta di fusioni transfrontaliere che consistono nell’unione di due o più aziende costituite in almeno due Stati Membri dell’Unione Europea, tali fusioni sono regolate dalla Direttiva Europea del 2005 sulle fusioni transfrontaliere di società a responsabilità limitata, la quale è stata recepita dagli Stati Membri dell’UE nel diritto nazionale³⁶.

Infine, l’ultima vera e propria ondata di M&A si è verificata agli inizi degli anni 2000 attraverso il consolidamento in numerosi settori e il ruolo preponderante svolto dal private equity.

Questa duratura fase di evoluzione delle operazioni di fusioni e acquisizioni, iniziata più di 50 anni fa, ha delineato dettagliatamente quello che è il fine ultimo di una fusione e di una acquisizione: la creazione di valore. Tali interventi strategici tentano di raggiungere quest’obiettivo finale attraverso l’ottimizzazione operativa e competitiva; la prima mira alla realizzazione di un’efficienza in termini di costo grazie all’incremento nel volume di beni e servizi prodotti (le c.d. economie di scala), l’ottimizzazione competitiva, invece, mira al raggiungimento di una maggiore dimensione aziendale con conseguente potenziamento della quota di mercato e diversificazione del rischio³⁷.

Le operazioni di M&A, soprattutto nell’ambito dell’industria bancaria, sono un tema che suscita costante interesse in quanto non solo risulta essere sempre attuale dato il numero in crescita delle operazioni realizzate negli anni ma anche grazie alle diverse

³⁶ <https://www.michelmores.com/>

³⁷ Fabio Verna, *La Grande Onda: Fusioni e Acquisizioni*, Lulu Enterprises Uk Ltd, 2008

sfumature di cui si connota. Difatti, si tratta di interventi che continuano ad avere una costante diffusione nazionale e internazionale garantendo il conseguimento, nel minor tempo possibile, di un valore aggiunto che differenzia l'azienda acquirente dai concorrenti rendendola innovativa agli occhi del pubblico grazie sia al raggiungimento di quote di mercato di notevoli dimensioni che ad una maggiore esperienza.

In un sistema economico altamente competitivo si verificano numerosi processi di mutamento degli assetti proprietari, di società e di quote partecipative di controllo. Lo stesso ragionamento si manifesta anche in un sistema bancario, come quello italiano, nel quale, come precedentemente accennato, si registrano molteplici operazioni di fusione e acquisizione. Il primo risultato conseguente ad una operazione di fusione o di acquisizione è un'espansione, la quale inizialmente è di tipo dimensionale in modo da permettere alla banca di allargare i confini di operatività sul mercato, successivamente diventa di tipo strategico in modo da rafforzare la propria posizione in un mercato competitivo. Infatti, entrambe le operazioni di M&A possono essere considerate uno strumento utile per le banche per tutelarsi dall'incremento della competitività nel contesto bancario. Tuttavia, anche se gli obiettivi di creazione di valore e di ottimizzazione operativa e competitiva vengono perseguiti contemporaneamente sia da una fusione che da un'acquisizione, è indispensabile riconoscere e comprendere i confini tra i due interventi strategici. Per tale ragione, nei successivi paragrafi si andranno ad affrontare le principali caratteristiche che rendono le fusioni distinte dalle acquisizioni, analizzandone anche gli aspetti tipici nel settore bancario italiano.

2.2 Gli interventi di Fusione

Si parla di fusione quando due o più aziende si uniscono, ovvero quando diverse aziende si aggregano in un'unica società in modo tale che una delle aziende continua ad operare e le altre cessano di esistere. Una definizione formale viene fornita dal Codice civile:

“La fusione di più società può eseguirsi mediante la costituzione di una nuova società o mediante l'incorporazione in una società preesistente di una o più altre.”³⁸

Sulla base di questa definizione si comprende che la fusione è prima di tutto un metodo di crescita dimensionale di tipo esterno che avviene tramite due fattispecie principali; la prima è la fusione attraverso l'unione che prevede la creazione di una nuova entità societaria e l'eliminazione delle società intervenute nell'operazione. La seconda è la fusione attraverso l'incorporazione in cui la società che cessa di esistere viene assorbita all'interno della società detta 'incorporante'. Si comprende il motivo per cui, in genere, la fusione per incorporazione è maggiormente utilizzata rispetto alla fusione per unione, essendo più economica da un lato e più agevole dall'altro dato che prevede l'eliminazione di una singola società. Tuttavia, la fusione attraverso l'unione ha il vantaggio del 'concambio azionario', ovvero quel processo attraverso il quale le azioni delle imprese che cessano di esistere sono convertite con l'ausilio di un rapporto, detto rapporto di concambio, che permette di pesare le risorse patrimoniali ed economiche delle società in modo da costituire una nuova società che abbia un peso adeguato delle azioni delle aziende estinte. Invece, attraverso l'incorporazione, la società, alla fine dell'operazione, vede semplicemente incrementare il proprio capitale attribuendo tale incremento ai soci dell' "assorbita". Nonostante ciò, entrambe le fattispecie sono connesse da un'unica finalità, l'espansione aziendale, dato che gli istituti coinvolti nell'operazione di fusione contribuiscono alla moltiplicazione della capacità operativa e produttiva della società finale rispetto alla capacità individuale delle singole società originarie. Dunque, alla base di ogni operazione di fusione vi è l'obiettivo della creazione di valore, inteso principalmente come crescita degli utili aziendali.

³⁸ Artt. 2501 e seguenti del Codice civile

Gli elementi indispensabili per una fusione di successo sono l'orizzonte strategico di medio-lungo termine, la strutturazione dell'attività aziendale prima e dopo l'operazione, la previsione degli eventi esterni che possono compromettere il risultato della fusione, il monitoraggio dei costi connessi all'operazione per renderla sostenibile e lo studio dei singoli ruoli ricoperti all'interno delle società coinvolte nel processo. Al contrario, l'elemento che può determinare il fallimento dell'operazione di fusione è l'incompatibilità delle visioni societarie che spinge le società a non fondersi correttamente.

Il processo di fusione si articola in diverse fasi, organizzate in orizzonti temporali scanditi dettagliatamente. I diversi step possono essere schematizzati nel seguente modo³⁹:

1. Fase Preliminare, vengono instaurati i rapporti tra gli organi amministrativi e viene redatta la documentazione necessaria per dare inizio all'operazione, ovvero il Progetto di fusione, la Situazione patrimoniale e la Relazione illustrativa. Inoltre, il Progetto viene depositato presso il registro delle imprese almeno 30 giorni prima dell'assemblea in cui verrà approvata l'operazione di fusione;
2. Fase Pubblicitaria, nella seconda fase tutta la documentazione funzionale all'avvio della fusione viene depositata nella sede della società. Nel dettaglio tali documenti sono il Progetto, la Relazione dell'Organo Amministrativo, la Relazione degli esperti e i Bilanci societari degli ultimi tre esercizi;
3. Fase Deliberativa, viene approvato il Progetto da parte dei soci delle società coinvolte nella fusione e successivamente viene depositata la loro decisione presso il registro delle imprese con tutta la documentazione allegata;
4. Fase delle Opposizioni, è la fase più delicata in cui i creditori sociali hanno il potere di opporsi al Progetto di fusione ma in un orizzonte temporale di 60 giorni dal deposito della decisione delle società partecipanti;
5. Fase Attuativa, allo scadere dei 60 giorni, le società coinvolte stipulano l'Atto di fusione presso il notaio depositandolo, entro 30 giorni, presso i registri delle imprese dove le società coinvolte hanno sede.

³⁹ <https://www.sigmaexperience.it/>

Graficamente, è possibile sintetizzare la fase preparatoria del processo di fusione con il seguente schema:

Figura 5: Fase preparatoria del processo di fusione.



Fonte: <https://www.iusinitinere.it/>

Una volta terminata la redazione degli atti della fase preparatoria si passa alla fase di attuazione vera e propria illustrabile con la seguente timeline:

Figura 6: Fase attuativa del processo di fusione.



Fonte: <https://www.iusinitinere.it/>

Al termine del processo di fusione viene raggiunto l'obiettivo descritto precedentemente, ovvero l'incremento dimensionale della società per vie esterne. Naturalmente, tale finalità è la prima, in ordine di rilevanza, ad essere raggiunta ed è anche la più immediata da osservare; tuttavia, vi è anche un'altra finalità ad essere perseguita, ovvero l'ottimizzazione operativa che comporta un risparmio in termini di esborsi monetari, il quale, insieme al primo obiettivo, determina lo sfruttamento delle citate economie di scala. Inoltre, vi è la possibilità di beneficiare delle sinergie derivanti dalla fusione quali le nuove abilità gestionali, le tecnologie innovative e soprattutto la diversificazione che favorisce la diminuzione del rischio di mercato. In aggiunta, i numerosi casi di banche italiane in difficoltà che sono state inglobate per ridurne la crisi in atto dimostrano come l'intervento di fusione sia anche un valido metodo ai fini di una corretta gestione delle crisi. Infine, un ulteriore scopo che viene raggiunto è l'espansione dell'abilità di indebitamento grazie all'assorbimento della medesima capacità da parte delle società coinvolte nel processo andando ad impattare non soltanto sul passivo della società risultante ma anche sul suo rapporto Debito/Equity, ossia sull'intera struttura finanziaria.

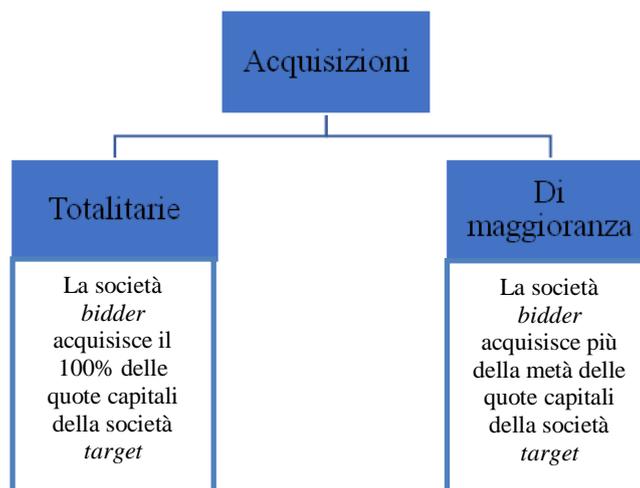
In conclusione, come vedremo, le finalità perseguite dal processo di fusione non risultano essere completamente diverse da quelle perseguite tramite il processo di acquisizione, ma ciò che rende la fusione un intervento strategico preferibile rispetto all'acquisizione sono tre ragioni essenziali. Prima di tutto, attraverso la fusione viene soddisfatta l'esigenza delle aziende coinvolte di raggiungere un'aggregazione non solo dal punto di vista economico ma anche produttivo. In secondo luogo, tale processo permette di contenere le spese derivanti da un'operazione di concentrazione. Per ultimo, la strategia di fusione garantisce un intenso coinvolgimento anche da parte del precedente assetto proprietario della società che viene inglobata dall'offerente.

2.3 Gli interventi di Acquisizione

Simili obiettivi sono perseguiti dal processo di acquisizione, seppure esso operi con una modalità alternativa. Attraverso un'acquisizione un istituto di credito riesce ad ottenere il controllo, totale o parziale, su un'altra azienda la quale, tuttavia, continuerà a mantenere la propria autonomia giuridica. Il soggetto che realizza tale strategia,

l'azienda *bidder*, procede con l'acquisto delle quote proprietarie dell'azienda *target* ricorrendo a due diverse modalità stabilite nell'accordo: pagamento in denaro oppure scambio di strumenti finanziari. È possibile identificare due distinte tipologie di acquisizioni a seconda della quota di capitale ottenuta dall'acquirente:

Figura 7: Tipologie di acquisizioni.



L'acquisizione aziendale è una strategia particolarmente diffusa e in costante espansione, non solo dal punto di vista della numerosità delle acquisizioni, ma anche dell'ammontare delle operazioni essendo intrinsecamente collegata alla componente dimensionale. Difatti, la principale e più evidente differenziazione rispetto ad un'operazione di fusione consiste nel fatto che l'acquisizione si realizza tramite l'acquisto, e non l'aggregazione, da parte di un'impresa di un'altra azienda in modo da accrescere i profitti e velocizzare la creazione di valore aggiunto, per tale ragione la strategia di acquisizione rappresenta il metodo più rapido per raggiungere una dimensione significativa e, successivamente, una migliore posizione competitiva⁴⁰.

Bidder e *target* hanno molteplici motivazioni che li portano a scegliere una strategia di acquisizione.

Per l'impresa acquirente vi sono prima di tutto ragioni di tipo strategico, connesse alla possibilità di sfruttare le sinergie con l'azienda acquisita; ragioni di tipo tecnico-manageriale, connesse alle proprietà specifiche della società *target* o del contesto in cui svolge la propria attività; ragioni di tipo tributario, legate alla possibilità di applicare

⁴⁰ M. D'Albora e E. Tartaglia, *M&A Mergers & Acquisitions. Fusioni & acquisizioni*, Aracne, 2011

tecniche contabili per inscrivere nel fascicolo di bilancio le perdite passate in modo da ottenere benefici fiscali; ragioni di tipo speculativo, nel situazione in cui sussistano scostamenti tra il prezzo di mercato e il corrispettivo economico della società *target*.

Per la società acquisita, invece, esistono motivazioni diverse connesse, ad esempio, al potenziale prossimo fallimento della stessa, alla senilità del manager, il quale decide di optare per un'acquisizione oppure, banalmente, si palesa un'offerta particolarmente importante che l'imprenditore non può rifiutare.

Fattori che garantiscono un esito positivo per una strategia di acquisizione sono: programmazione delle funzioni pre e post operazione, organizzazione della strategia aziendale in modo da ottenere benefici nel lungo termini, previsione del contesto esterno che può impattare negativamente sul risultato dell'acquisizione, analisi costi-benefici della strategia e infine un'accurata verifica dei singoli ruoli ricoperti all'interno delle diverse società oggetto di acquisizione.

Sebbene lo scopo ultimo sia la creazione di valore, le acquisizioni aziendali potrebbero portare ad un risultato opposto. Questo, come accade in ogni altra operazione strategica, è dovuto alla presenza di elementi che possono compromettere il successo dell'acquisizione come il prezzo sostenuto dalla società *bidder* che può rivelarsi, in seguito, eccessivamente elevato; l'incremento delle conoscenze e dell'esperienza risultante che può essere inferiore alle attese e infine, come accade anche nelle fusioni, l'integrazione tra due o più realtà differenti che può risultare complesso inficiando sul raggiungimento dell'obiettivo finale.

Data la sua complessità, il processo acquisizione, come quello di fusione, tenta di raggiungere la creazione di valore suddividendosi in diverse fasi successive necessarie per garantire una corretta organizzazione del processo stesso. Queste tappe possono essere sintetizzate nella modalità seguente⁴¹:

- Analisi strategica preventiva, in questa fase viene impostata la strategia di acquisizione mediante l'analisi del settore di riferimento, dei punti di forza e di debolezza della società, delle sinergie ottenibili e della coerenza tra l'operazione e la strategia ipotizzata. Successivamente, si procede ad identificare gli obiettivi dell'acquisizione in modo da individuare la società *target* ideale approfondendo

⁴¹ www.borsaitaliana.it

- le sue peculiarità, ovvero la sua dimensione, il contesto in cui opera e il posizionamento geografico ed esaminando il tempo necessario per finalizzare l'acquisizione, il prezzo limite e le modalità di pagamento;
- Ricerca delle alternative, in cui si identifica il numero di possibili candidati coerentemente con le proprie possibilità finanziarie;
 - Analisi preliminare della società obiettivo, in questa fase si esaminano la quota di mercato, l'abilità manageriale, le immobilizzazioni, le capacità tecniche e la competitività della società *target* oltre ai suoi risultati economico e finanziari. La relazione tra le parti coinvolte viene successivamente formalizzata mediante il *Confidentiality Agreement* (o lettera di confidenzialità) attraverso il quale *bidder* e *target* si proteggono da possibili atteggiamenti dannosi delle controparti o dall'utilizzo improprio delle informazioni ottenute;
 - Determinazione del valore, in questa fase, sulla base delle informazioni recepite, viene effettuata una valutazione generale della società definendo un range di prezzo su cui basare la negoziazione;
 - Negoziazione e accordo di massima, in cui si raggiunge un accordo preliminare che varia in base ai singoli casi. In generale si può adottare o una lettera di intenti, la quale non comporta vincoli per le parti e indica i criteri per l'identificazione del prezzo e il metodo di pagamento ed inoltre viene fissata una data limite per concludere l'acquisizione, o un memorandum of understanding, che risulta più complesso e prevede dei vincoli per le parti coinvolte, oppure una vera e propria bozza di quello che sarà il contratto definitivo. Nella stessa fase viene anche stabilita la modalità di finanziamento dell'operazione di acquisizione optando tra diversi metodi di pagamento, in denaro o in strumenti finanziari. In alcuni casi si sceglie per un'operazione di leveraged buy out (LBO) in cui si ricorre ad un significativo livello di indebitamento che viene garantito dalle attività della società *target*;
 - Strutturazione dell'operazione, nella quale viene organizzata l'acquisizione specialmente sotto il profilo fiscale dato che trattamenti tributari eccessivamente onerosi possono rendere l'operazione meno interessante, dunque si organizza la struttura e le condizioni dell'operazioni in modo da garantire l'efficienza tributaria;

- Due diligence, in questa fase si procede all'analisi e alla modifica del prezzo di offerta (tale procedura viene generalmente indicata con il termine *due diligence*) attraverso la disamina della redditività, della stabilità e del valore aziendale;
- Stipula del contratto definitivo di acquisizione, consiste nell'ultima fase del processo di acquisizione in cui vengono definiti gli aspetti finanziari, manageriali e giuridici determinando, in questo modo, il c.d. *closing* dell'acquisizione, ovvero la chiusura del contratto finale portando alla conclusione dell'operazione di acquisizione.

In genere, durante l'intero processo di acquisizione, e questo vale anche per il processo di fusione, viene fornito il supporto da parte di un *advisor* che aiuti sia l'acquirente che l'acquisito a redigere un contratto di compravendita adeguato tenendo in considerazione tutti gli aspetti rilevanti analizzati durante le singole fasi del processo in modo tale da ridurre i rischi connessi all'acquisizione.

2.4 Classificazione delle operazioni di M&A

La principale classificazione delle operazioni di fusione e acquisizione distingue tali interventi strategici in tre macro-classi (Figura 8)⁴².

Figura 8: Classificazione delle fusioni e acquisizione



⁴² www.finlombarda.it

In particolare, si distingue tra operazioni di fusione e acquisizione in cui *target* e *bidder* operano nello stesso settore (M&A orizzontale); operazioni di fusione e acquisizione in cui la società *target* opera a monte o a valle del medesimo processo produttivo della società *bidder* (M&A verticale); operazioni di fusione e acquisizione in cui *target* e *bidder* operano in settore non correlati (M&A conglomerale); operazioni in cui le diverse società coinvolte operano nello stesso settore produttivo e forniscono beni o servizi distinti ma correlati (Cogeneric mergers o Product extension mergers) e infine operazioni di M&A in cui gli istituti coinvolti svolgono attività in mercati differenti ma forniscono beni o servizi simili.

Per quanto riguarda le fusioni, quelle orizzontali sono, in genere, le più diffuse dal momento in cui beneficiano del fatto che le società coinvolte svolgono attività nello stesso contesto operativo favorendo, di conseguenza, lo sviluppo dimensionale, l'incremento della quota di mercato e della dominanza sul mercato e, infine, la riduzione dei costi. Invece, le fusioni verticali, seppur meno utilizzate, consentono il perseguimento dell'obiettivo di integrazione della catena produttiva in modo da offrire al pubblico servizi più efficaci ed efficienti risparmiando in termini di costi e di trasporto. Infine, nel caso di una fusione conglomerale, vi è l'aggregazione di istituti operanti in contesti totalmente differenti, dando vita ad aziende nuove che sono di fatto società con una elevata diversificazione settoriale e, dunque, con un rischio minimo. Inoltre, tale tipologia di fusione favorisce l'aumento del profitto e anche delle risorse umane con lo scopo finale di diversificare il collocamento delle risorse finanziarie. Alla luce di questa classificazione delle diverse operazioni di fusione, è fondamentale sottolineare quello che viene considerato il paradosso delle operazioni di fusione; la concentrazione all'interno di un settore dovrebbe comportare dei grandi vantaggi ma questi sono evidenti solo per le società che, di fatti, non realizzano la fusione e infatti, solo la società che realizza l'operazione sostiene i costi relativi all'operazione stessa (come, ad esempio, la maggiore dimensione aziendale). Dunque, un intervento di fusione è utile solo nel caso in cui tale strategia confluisce in una rendita da monopolio, tuttavia, il paradosso appena descritto, insieme alla stringente normativa antitrust, dimostrano che non esistono prove convincenti del fatto che, a seguito di un'operazione di fusione, si abbiano situazioni di monopolio.

Analoga classificazione può essere effettuata anche per le operazioni di acquisizioni. Nel dettaglio, le acquisizioni orizzontali favoriscono un incremento della concentrazione e una riduzione del conflitto competitivo nel mercato; si tratta della fattispecie di acquisizione più diffusa dal momento in cui si pensa che per due società è più facile integrarsi dal punto di vista strutturale e culturale se queste operano nello stesso contesto. Le acquisizioni verticali, invece, garantiscono alla società *bidder* una maggiore influenza sul processo produttivo riducendo le perdite e incrementando il controllo. In conclusione, le acquisizioni conglomerali permettono all'acquirente di ridurre il rischio connesso alla produzione e al mercato attraverso una diversificazione dei settori operativi. Inoltre, dato che, affinché un'acquisizione abbia successo, è fondamentale l'approvazione sia del Consiglio di Amministrazione dell'acquirente e della *target* che degli azionisti della società acquisita, si è soliti distinguere tra due categorie di acquisizioni, amichevoli e ostili. Un'acquisizione viene definita amichevole quando il CdA della *target* sostiene l'operazione e partecipa favorevolmente alla negoziazione con i potenziali acquirenti concordando un prezzo che alla fine viene sottoposto al voto degli azionisti. Tuttavia, si parla di acquisizione ostile (o hostile takeover) quando il Consiglio di Amministrazione della società acquisita si oppone all'operazione di acquisizione, dunque affinché l'acquisizione abbia esito positivo, la società acquirente, in questo caso definita *raider*, dovrà acquistare una grande frazione delle azioni della società *target* in modo da sostituire il Consiglio di Amministrazione e il CEO della stessa. La differenza sostanziale consiste nel fatto che il prezzo offerto per l'acquisto nel caso di operazioni amichevoli è il risultato conclusivo della negoziazione fra le parti coinvolte nel processo acquisizione, invece in un'operazione ostile, il prezzo viene stabilito direttamente dal mercato.

Ulteriore classificazione delle operazioni di M&A prende in considerazione l'ammontare dell'attivo delle parti coinvolte nel processo stesso. In particolare, si parla di M&A *Large* quando almeno una delle controparti dell'operazione di fusione o acquisizione detiene un ammontare di attività complessivamente pari o superiore ad un miliardo di euro. Le M&A *Small*, invece, sono caratterizzate dalla presenza di controparti che hanno un ammontare di attività complessivamente inferiore ad un miliardo di euro.

Infine, un'ultima valida e interessante classificazione delle operazioni di fusione e acquisizione tiene conto, invece, del Paese di appartenenza del *bidder* e del *target*. Sotto questo punto di vista, si distinguono le fusioni e acquisizioni domestiche-conglomerate in cui la società *bidder* e la società *target* operano non solo nello stesso settore di mercato ma appartengono anche allo stesso Paese. Nel caso di controparti che svolgono attività in settori omogenei ma appartengono a Paesi diversi si parla di operazioni di fusione e acquisizione cross border-conglomerate.

In conclusione, tornando alla classificazione originale, è utile ricordare che al giorno d'oggi, le operazioni di fusione e di acquisizioni conglomerate continuano ad avere minore applicazione rispetto alle operazioni di fusione e acquisizione verticali e orizzontali in quanto, in una strategia conglomerata il management della società *bidder* non ha l'esperienza, dimestichezza e familiarità con l'attività operativa della società *target* la quale, come detto, svolge operazioni in settori e contesti commerciali completamente differenti, generando di conseguenza uno sperpero di risorse in acquisizioni non redditizie⁴³.

2.5 Le motivazioni: Sinergie

Come precedentemente analizzato, le operazioni di fusione e di acquisizione si realizzano mediante il pagamento di una somma di denaro oppure tramite lo scambio di azioni; in quest'ultimo caso gli azionisti della società *target* scambiano le vecchie azioni con le nuove azioni della società *bidder* o della nuova società che si viene a creare in seguito all'operazione. In genere, la legge nazionale prevede che quando gli azionisti esistenti di una società *target* sono costretti a vendere le loro azioni, devono ricevere un valore equo per le proprie azioni. Di conseguenza, è improbabile che un offerente acquisisca una società *target* ad un prezzo inferiore rispetto al suo valore attuale di mercato. Dunque, la maggior parte degli acquirenti paga un premio sul valore di mercato corrente denominato 'Premio di acquisizione'. Il premio di acquisizione è pari alla differenza percentuale tra il prezzo di acquisto e il prezzo pre-fusione di una società *target*. Generalmente la società *bidder* paga un premio che in media è pari al 43%

⁴³ Adam Hayes, *Mergers and Acquisitions (M&A)*, Investopedia, 2021

rispetto al prezzo pre-fusione della società *target*. È interessante capire le ragioni dietro la decisione degli acquirenti di pagare un premio rispetto al valore di mercato per una società *target*.

Esistono diverse motivazioni a sostegno delle operazioni di M&A, in particolare il premio di acquisizione viene pagato in quanto si ritiene che tali strategie realizzino le c.d. 'sinergie'. Con questo termine si fa riferimento a due categorie distinte di sinergie: riduzione dei costi e aumento dei ricavi. Le sinergie di riduzione dei costi sono le più comuni e le più facili da realizzare dato che si manifestano tramite il licenziamento dei dipendenti sovrapposti e l'eliminazione delle risorse in eccesso. Le sinergie di aumento dei ricavi sono meno diffuse essendo più complesse da realizzare. Analizziamo le principali motivazioni e sinergie alla base delle operazioni di fusione e acquisizione.

La ragione primaria di qualsiasi operazione di M&A è lo sfruttamento della dimensione aziendale in modo da beneficiare delle economie di scala e di scopo. In particolare, le economie di scala riguardano i risparmi che le società di grande dimensione possono raggiungere per via della produzione di beni o servizi in grandi volumi che non sono invece disponibili per una società di piccole dimensioni. Le economie di scopo, invece, consistono nei risparmi derivanti dalla combinazione di marketing e dalla distribuzione di differenti tipologie di beni e servizi correlati. Tuttavia, è necessario sottolineare come le grandi dimensioni implicino anche costi rilevanti, primo fra tutti la difficoltà gestionale delle aziende di maggiori dimensioni.

Un secondo motivo altrettanto rilevante è rappresentato dalla *vertical integration*. Si tratta della fusione tra due aziende dello stesso settore che realizzano prodotti richiesti in diverse fasi del ciclo produttivo beneficiando di una maggiore coordinazione e una copertura del rischio nei settori in cui vi è una elevata volatilità dei prezzi.

La possibilità di ottenere, tramite le operazioni oggetto di analisi, le competenze necessarie in particolari aree specifiche in modo da affrontare efficientemente la concorrenza sul mercato è un'altra ragione alla base di una fusione o di un'acquisizione. Inoltre, oggi con lo sviluppo delle nuove tecnologie può risultare difficile assumere direttamente risorse umane esperte; dunque, può essere più semplice acquistare il talento indirettamente tramite l'acquisizione di una società già esistente.

Un pensiero comune è quello secondo cui la fusione o l'acquisizione di un concorrente permetta alla società bidder di ridurre la concorrenza in un determinato settore favorendo le sinergie di incremento dei ricavi. Tuttavia, il maggior costo della creazione dei monopoli resta in capo alla compagine sociale, pertanto, le attuali normative antitrust limitano tale attività di creazione delle rendite da monopolio.

Un'ulteriore spiegazione che spinge la società bidder a sostenere lo sforzo del premio di acquisizione è il perseguimento di un guadagno in termini di efficienza attraverso l'eliminazione della duplicazione dei costi. Infatti, spesso accade che i soggetti che avviano il processo di fusione o acquisizione ritengono di saper gestire la società target in maniera più efficiente rispetto al suo management pre-operazione.

Altrettanto significativo è il beneficio tributario derivante da perdite operative. Se pensiamo ad una società conglomerata, questa può ottenere un vantaggio fiscale su una società monoprodotto in quanto le perdite in una divisione possono compensare i ricavi in un'altra divisione.

Come accennato precedentemente nell'analisi delle diverse tipologie di M&A, una delle motivazioni che maggiormente stimola gli acquirenti a pagare un premio per la società target è la riduzione dei rischi attraverso la diversificazione settoriale. Per comprendere appieno tale motivazione, possiamo paragonare le società di grandi dimensioni ad un grande portafoglio titoli; entrambi sostengono un rischio specifico minore. Dunque, le fusioni e le acquisizioni, in particolare quelle conglomerate, sono giustificate dal fatto che la società conglomerata risultante è caratterizzata da un rischio inferiore.

Dal punto di vista strettamente economico, l'unione di due o più società può determinare un incremento dell'utile per azione (Earning per Share, EPS) della società risultante tale da superare l'EPS delle singole società prima della fusione.

Infine, esistono le motivazioni strettamente personali del management. In quest'ultimo caso esistono due diverse teorie, quella del conflitto d'interesse, secondo cui i manager preferiscono gestire società di dimensioni rilevanti sia per ottenere un incremento nella remunerazione, sia per una questione di prestigio personale. La seconda teoria è definita *overconfidence* e sostiene che i manager sovrastimano le proprie abilità gestionali perseguendo fusioni o acquisizioni con una scarsa probabilità di creazione del valore credendo di avere le giuste capacità per avere successo. La principale differenza tra le

due teorie è che nella prima i manager hanno la consapevolezza di star distruggendo valore per gli azionisti tramite quella specifica operazione strategica ma la realizzano lo stesso per uno scopo individuale; invece, nella seconda teoria i manager ritengono di porre in essere la scelta più adeguata per gli azionisti sostenendo di essere in grado di portare a termine l'operazione con successo.

Per concludere, le molteplici ragioni che favoriscono l'ausilio di strategie di fusione o di acquisizione possono essere ricondotte a specifiche caratteristiche strutturali della società, come ad esempio una riorganizzazione strategica di un'impresa a causa di eventi esterni o di mutamenti sostanziali della regolamentazione nazionale di settore⁴⁴ oppure a causa dello sviluppo di nuove tecnologie.

2.6 La valutazione e il processo di Takeover

Per una corretta analisi dell'intero percorso strategico che ha come risultato la fusione o l'acquisizione di due o più istituti societari, è possibile identificare diverse fasi che partono dalla valutazione dell'operazione fino ad arrivare all'approvazione dell'operazione stessa.

Prima di tutto, in un takeover è indispensabile misurare e attualizzare il valore che viene creato in seguito all'operazione di fusione o acquisizione, dunque bisogna calcolare correttamente il costo da sostenere per la realizzazione dell'operazione. Tale costo, ovvero il prezzo pagato, è pari alla somma tra la capitalizzazione di mercato della società *target* pre-offerta e il 'premio di acquisizione'. Analizziamo le due componenti di questa sommatoria: il premio di acquisizione, come descritto nel paragrafo 2.5, corrisponde al premio pagato sul valore di mercato corrente della società *target*, analiticamente è pari alla differenza percentuale tra il prezzo di acquisto e il prezzo pre-fusione di una società *target*; la capitalizzazione di mercato pre-offerta, invece, viene definita valore *stand-alone* della società *target*, ovvero il suo valore a sé stante. Dunque, la valutazione del processo di takeover, nell'ottica della società *bidder*, deve verificare se vi sia o meno creazione di valore e considerando tale sommatoria possiamo dire che la fusione, o l'acquisizione, è un progetto che crea valore, ovvero ha un valore attuale

⁴⁴ <https://ilprogressonline.it/>

netto positivo ($VAN > 0$), se e soltanto se il premio pagato non supera le sinergie create. In particolare, per valutare che il prezzo pagato dall'acquirente sia giusto e di conseguenza il valore complessivamente creato per l'acquirente sia aumentato al termine dell'intervento di fusione o acquisizione, bisogna prima di tutto fare due assunzioni fondamentali alle quali sono collegate due distinte modalità di valutazione. La prima assunzione prevede che il valore della società *bidder* non venga modificato a seguito dell'operazione; la seconda assunzione prevede che il valore della società *bidder* venga modificato soltanto dopo l'operazione. A questo punto ipotizziamo di valutare la fusione o l'acquisizione tra due società, la società *bidder* 'Alfa' e la società *target* 'Beta' e vediamo quando il prezzo dell'operazione garantisce una creazione di valore.

Sulla base della prima ipotesi, ovvero quando non ci sia una modifica del valore della società acquirente, la valutazione del processo di takeover stabilisce che la società Alfa crea valore al termine dell'operazione se il prezzo che sostiene (P) è inferiore al valore della società Beta (V_b). Dunque, per la società Alfa è conveniente realizzare l'operazione se e soltanto se $P < V_b$ e quindi il processo di valutazione, in questo caso, sarà focalizzato unicamente sul valore a sé stante (*stand-alone*) della società Beta, ovvero sulla prima componente della sommatoria descritta in precedenza.

Tuttavia, nella maggior parte dei casi la valutazione risulta più complessa dal momento in cui l'operazione di fusione, così come quella di acquisizione, comporta una modifica del valore della società acquirente che bisogna necessariamente tenere in considerazione ai fini di una corretta valutazione. In questa seconda situazione, la società Alfa crea valore in seguito all'operazione solo se il prezzo da lei sostenuto è minore della somma del valore della società Beta e della variazione di valore della società Alfa (ΔV_a), analiticamente deve essere soddisfatta la seguente relazione: $P < V_b + \Delta V_a$. In conclusione, la società acquirente, prima di realizzare un takeover deve sempre valutare il prezzo da pagare e tale prezzo non può mai superare la somma tra il valore della società acquisita e la variazione di valore della società *bidder*, altrimenti l'operazione non è più conveniente e ci sarà una distruzione di valore⁴⁵.

In seguito alla prima e fondamentale fase di valutazione del takeover, segue la seconda fase del processo di takeover: l'offerta. Infatti, una volta terminato il processo di valutazione, la società acquirente è in grado di formalizzare un'offerta di acquisto della

⁴⁵ Marco Vulpiani, *Special cases of business valuation*, McGraw-Hill Education, 2014

società *target*. Ovviamente non tutte le offerte vanno a buon fine ed infatti può capitare che l'acquirente debba aumentare il prezzo che viene stabilito a seguito del processo di acquisizione per realizzare l'offerta. L'offerente ha la possibilità di scegliere due diversi metodi di pagamento, contanti o azioni. Nel caso in cui decida di utilizzare i contanti, l'offerente paga entrambe le componenti della sommatoria iniziale, ovvero il premio di acquisizione e la capitalizzazione di mercato, in contanti; invece, se l'acquirente decide di ricorrere alle azioni, pagherà entrambe le componenti attraverso l'emissione di nuove azioni che verranno date agli azionisti della società *target*. In quest'ultimo caso, si definisce 'rapporto di concambio' il numero di azioni della società *bidder* ricevute in cambio di ciascuna azione della società *target*. È interessante analizzare il caso di una fusione con scambio di azioni, la quale risulta un investimento con VAN positivo, ovvero un investimento che crea valore per gli azionisti della società acquirente, se il prezzo delle azioni della società che nasce a seguito dell'operazione di fusione è maggiore del prezzo delle azioni dell'impresa acquirente pre-fusione. Analiticamente, se definiamo A il valore della società *bidder* pre-fusione, T il valore della società *target* pre-fusione, S il valore delle sinergie create in seguito alla fusione, N il numero delle azioni pre-fusione che la società *bidder* ha in circolazione, Pa il prezzo delle azioni, X il numero delle azioni che la società *bidder* decide di emettere per pagare il prezzo dell'operazione, allora la relazione che deve essere rispettata affinché il prezzo delle azioni della società *bidder* aumenti in seguito alla fusione è:

$$\frac{A + T + S}{N + X} > \frac{A}{N} = Pa$$

Questa relazione stabilisce che una fusione è in grado di aggiungere valore agli azionisti della società *target* quando il prezzo delle azioni della società risultante supera il prezzo delle azioni della società *bidder* prima della fusione⁴⁶.

In seguito all'offerta, la terza fase del processo di takeover è quella dell'arbitraggio di fusione. Infatti, quando l'offerta di acquisto viene annunciata, l'incertezza sul successo o meno dell'operazione fa emergere la volatilità sul prezzo delle azioni e di conseguenza si possono creare opportunità di speculazione per gli investitori sul risultato finale dell'operazione.

⁴⁶ J. Berk e P. De Marzo, *Finanza Aziendale 1*, Pearson, 2018

La fase successiva riguarda gli aspetti fiscali e strettamente contabili dell'operazione. Infatti, il metodo di pagamento che la società *bidder* decide di utilizzare ha un impatto significativo sulle imposte che gli azionisti della società *target* e gli azionisti della società che nasce dovranno pagare. Nel caso in cui l'offerente decida di pagare ricorrendo all'utilizzo dei contanti, qualsiasi contante ricevuto in cambio di azioni comporta una passività fiscale immediata per gli azionisti della società *target* connessa alla plusvalenza che ottengono sulla differenza tra il prezzo che la società *bidder* paga per le loro azioni al momento dell'operazione e il prezzo che gli azionisti della società *target* hanno pagato quando originariamente hanno acquistato le azioni. Invece, se l'offerente paga il prezzo dell'operazione attraverso lo scambio di azioni con quelle della società *target*, si avrà un effetto fiscale diverso in quanto la passività fiscale viene differita fino al momento in cui gli azionisti della società *target* vendono le azioni che hanno ricevuto in seguito all'operazione. In ogni caso è importante sottolineare che il metodo di pagamento scelto dall'offerente, contanti o scambio di azioni, ha impatto dal punto di vista fiscale ma non ha impatto sui dati finanziari della società che emerge a seguito del takeover.

L'ultima fase del processo di takeover è quella dell'approvazione da parte del Consiglio di Amministrazione e degli azionisti. Infatti, affinché un'operazione di fusione o acquisizione abbia esito positivo deve essere approvata sia dal CdA della società *bidder* che dal CdA della società *target* e inoltre è necessaria l'ulteriore approvazione degli azionisti della società *target*. Si distinguono, a seconda che ci sia o meno l'approvazione, due tipi di takeover: il takeover amichevole, in cui il CdA della società *target* approva l'operazione e la sostiene negoziando con la società *bidder* il prezzo da sottoporre all'approvazione degli azionisti e il takeover ostile, in cui il CdA della società *target* non approva l'operazione e in questo caso l'unico modo che l'acquirente ha per portare a termine il processo di takeover è quello di acquisire una grande porzione delle azioni della società *target* in modo da sostituire il suo CdA e ottenere il controllo decisionale.

2.7 Costi e benefici delle Fusioni e Acquisizioni

Il volume mondiale delle operazioni di fusione e acquisizione nell'ultimo anno ha superato per la prima volta l'ammontare di 5 trilioni di dollari (Figura 9).

Figura 9: Volume globale delle operazioni di M&A



Fonte: www.refinitiv.com

Questi dati mostrano come tali operazioni strategico-finanziarie siano in costante crescita rappresentando tutt'ora uno dei metodi più diffusi attraverso cui gli istituti finanziari creano valore⁴⁷. Potremmo pensare che si tratti, dunque, di strumenti che, con un'attenta valutazione, portino sempre a risultati positivi e che siano caratterizzati da una vasta gamma di benefici per i loro utilizzatori. In realtà, oltre ad una varietà ben definita di vantaggi, le operazioni di M&A celano diverse tipologie di svantaggi che bisogna analizzare attentamente in modo da avere una visione adeguata dei suddetti strumenti.

Relativamente ai vantaggi delle operazioni di M&A, questi sono strettamente connessi alle motivazioni che sostengono tali operazioni descritte nel paragrafo 2.5 ed in genere vengono distinti in tre gruppi: vantaggi operativi, economico-finanziari e tributari⁴⁸.

⁴⁷ F. Zona, *Assetti istituzionale e strategia: fusioni, acquisizioni e crisi d'impresa*, Egea, 2012

⁴⁸ M. Snichelotto e A. Pegoraro, *Le operazioni di M&A come strumento di vantaggio competitivo*, RiViSTA, 2009

Tra i vantaggi operativi ci sono quelli tipici delle operazioni di fusione e acquisizione che avvengono tra società che operano nello stesso settore e che offrono prodotti e servizi simili o anche identici, si tratta dunque dei benefici che nascono per via delle connessioni tra le catene produttive delle varie società o per via delle relazioni tra le imprese nello stesso mercato in modo da sfruttare sinergie e conoscenze maturate con il tempo. Un altro beneficio sempre di stampo operativo è la celerità con cui le società riescono, tramite tali strumenti, ad entrare in un nuovo settore e, con le M&A *cross-border*, in un nuovo mercato geografico. Si tratta sicuramente di uno dei vantaggi principali dato che in questo modo la società acquirente non ha bisogno di reperire tutte le risorse finanziarie necessarie per ottenere risultati efficienti in un nuovo mercato ma riesce a raggiungere una posizione di vantaggio competitivo con una ‘semplice’ operazioni di fusione o acquisizione. Tipico esempio, adatto soprattutto nell’ultimo periodo, è quello delle aziende del settore farmaceutico che grazie alle loro costanti fusioni e acquisizioni riescono ad innovarsi e a sfruttare le risorse di altre aziende raggiungendo vantaggi competitivi in mercati alternativi.

Un altro vantaggio rilevante è il rafforzamento della posizione competitiva della società *bidder* nel contesto operativo in cui opera per diverse ragioni, prima di tutto si riesce ad eliminare un possibile concorrente dal mercato dando anche la possibilità all’impresa acquirente di fissare un prezzo migliore. In aggiunta le operazioni di M&A permettono di ridurre la competizione nei mercati in quanto l’impresa che emerge ha una posizione tale da innalzare le c.d. barriere all’ingresso riducendo l’entrata di nuovi concorrenti nel mercato. Oltretutto, tali strumenti sono fondamentali anche nel comparto R&D dato che investire in tale settore in modo da favorire l’innovazione e la creazioni di nuove tecnologie è necessario per garantire la creazione di valore e per essere aggiornati in un mondo in costante mutazione e una fusione, così come un’acquisizione, ha il beneficio di consentire ad una società di incrementare i profitti e le risorse da poter sfruttare nella ricerca sempre nell’ottica di un vantaggio competitivo. Rientrano ancora nell’ambito dei vantaggi operativi le economie di scala che, come anticipato, aiutano le società ad aumentare l’efficacia operativa e l’efficienza derivante dagli elevati volumi di prodotti e servizi erogati in modo da ridurre le spese⁴⁹. Ultima tipologia di beneficio rientrante in

⁴⁹ Le economie di scala si riferiscono a quella situazione in cui due o più società, per via di strumenti come quelli di fusione o acquisizione, si aggregano dando vita ad una nuova azienda di maggiori dimensioni che riesce a sfruttare una produzione realizzata su una ‘scala’, appunto, più grande incrementando di conseguenza i prodotti e servizi e riducendo le spese di produzione per unità di prodotto e servizio.

questo gruppo è l'incremento del pubblico di riferimento verso cui i prodotti e i servizi vengono erogati; infatti, una società quando consolida la propria posizione sul mercato e aumenta le proprie dimensioni, oltre ad ottenere un vantaggio competitivo riesce anche ad elevare la propria quota di mercato raggiungendo, di conseguenza, un pubblico più ampio e questo succede soprattutto se l'azienda *target* sfrutta dei canali di distribuzione distinti da quelli dell'impresa *bidder*.

La seconda categoria di vantaggi è quella economico-finanziaria la quale stimola le operazioni di fusione e acquisizione poiché moderano il costo del capitale sociale per la società *bidder* e *target*. Il motivo di questa diminuzione è da cercare nell'incremento del merito creditizio delle società in seguito ad una operazione di fusione o acquisizione in cui i soggetti più fragili vedono aumentare le garanzie a disposizione, favorendo la qualità creditizia e di conseguenza l'ottenimento delle risorse finanziarie a costi ridotti. Un secondo beneficio economico-finanziario consiste nella possibilità, grazie all'utilizzo di questi strumenti, di sfruttare la diversificazione settoriale per ridurre il rischio di perdite a causa dell'inadeguatezza procedurale, delle risorse umane, dei processi interni e degli eventi esterni (c.d. rischio operativo).

L'ultimo gruppo di benefici delle operazioni di M&A ricomprende tutti i vantaggi di tipo tributario. In particolare, vi è il vantaggio di attribuire la competenza ad ogni esercizio amministrativo di quote di ammortamento maggiorate per via dell'incremento di valore contabile dei beni strumentali presenti nel bilancio e anche del possibile avviamento. In aggiunta, le operazioni di fusione e acquisizione vengono sempre considerate come un valido strumento per incoraggiare lo sviluppo dimensionale degli istituti societari italiani, tipicamente di dimensioni esigue.

Tuttavia, gli interventi di fusione e di acquisizione comportano molteplici conseguenze negative.

Il primo svantaggio che viene in genere sottoposto all'attenzione quando si discute delle operazioni di M&A è sicuramente il costo necessario per sostenere l'operazione strategica. Infatti, soprattutto nei casi di takeover ostili oppure nei casi in cui il processo di valutazione non viene condotto in maniera corretta, la società *bidder* potrebbe sostenere un premio di acquisizione notevolmente elevato.

Un tipico errore è quello di sovrastimare le sinergie create in seguito ad una operazione di fusione o acquisizione, questo a sua volta comporta un incremento del premio di acquisizione e di conseguenza del prezzo pagato dalla società acquirente⁵⁰. Invece, nel caso di un incorretto processo di valutazione del reale valore della società *target* si verifica una distruzione di valore che sfuma lo scopo ultimo di ogni operazione di M&A, ovvero la creazione di valore.

Altro svantaggio è il fenomeno del *winner's curse* (o maledizione del vincitore) che caratterizza solitamente il manager della società acquirente, il quale con arroganza ritiene di realizzare sempre la scelta giusta per gli azionisti e quindi pur di riuscire a concludere quella che lui crede sia la migliore operazione di fusione o acquisizione può ritrovarsi a pagare un premio maggiore rispetto al reale valore della società *target*.

Un altro costo che si può verificare a conclusione di un intervento di M&A è la mancanza di elasticità che dovrebbe invece caratterizzare la nuova società risultante e questa è l'altra faccia della medaglia di uno dei principali benefici di tali operazioni, le economie di scala, le quali celano in realtà il problema dell'incremento della difficoltà gestionale delle strutture aziendali di grandi dimensioni contraddistinte da problemi di coordinazione e rigidità.

Le problematiche integrativa e culturali sono un altro svantaggio che viene attribuito comunemente alle fusioni e acquisizioni dato che è altamente probabile la manifestazione di contrasti organizzativi per via di caratteristiche attitudinali distinte che non favoriscono la convivenza delle due società coinvolte. Queste divergenze non solo possono determinare l'eliminazione di tutti i vantaggi descritti e delle sinergie alla base di qualsiasi operazione di fusione e acquisizione ma possono portare anche ad una totale distruzione del valore. Per tale motivo è necessario individuare preventivamente le divergenze culturali e gestirle adeguatamente durante il processo di takeover.

Connesso alle operazioni di fusione e acquisizione è il problema della vasta gamma di attività 'secondarie' o comunque di scarso interesse e utilità che vengono 'trascinate' da parte della società *bidder* e *target* all'interno della società risultante. Si tratta di attività o conoscenze che realisticamente non servono ai fini di quella operazione ma che essendo presenti necessitano di essere adeguatamente organizzate e gestite facendo, di

⁵⁰ Come indicato nel paragrafo precedente: prezzo pagato= capitalizzazione di mercato della società *target* pre-offerta + premio di acquisizione.

conseguenza, incrementare i costi, sia da un punto di vista strettamente economico e monetario sia da un punto di vista di dispendio temporale. Contestualmente, se la società risultante decide, invece, di eliminare tali attività e le divisioni aziendali che si occupavano della loro gestione si manifesta il rischio di riduzione dei posti di lavoro, ulteriore svantaggio delle M&A.

Ultimo svantaggio degli interventi di fusione, tipico anche delle operazioni di acquisizione, riguarda il pubblico di riferimento della società che nasce a seguito dell'operazione. Infatti, i clienti si troveranno a sostenere dei costi più elevati in quanto proprio uno dei vantaggi di tali operazioni è l'incremento della quota di mercato e dunque il consolidamento della posizione nel mercato che, a sua volta, comporta un indebolimento della competizione all'interno del settore di riferimento, ciò spinge la società ad incrementare i prezzi per via della sua posizione ben consolidata a scapito dei clienti. Ovviamente anche i clienti si ritrovano in una posizione sfavorevole avendo una ridotta possibilità di scelta e un minore potere contrattuale dato che due o più società precedentemente distinte sono ora un'unica entità con una forma di mercato quasi monopolistica.

In conclusione, tenendo a mente tutti i possibili svantaggi che si possono presentare durante e soprattutto dopo le operazioni di fusione e acquisizione, è fondamentale ricordare che i costi complessivi di un'operazione di M&A possono di gran lunga superare il valore e le sinergie previste dall'operazione. Pertanto, i processi di fusione e di acquisizione sono duraturi ma complessi da organizzare e vanno gestiti con particolare attenzione in modo da assicurarsi la creazione di valore e non la sua distruzione.

2.8 Consolidamento ed M&A nel settore bancario italiano

Dalle esperienze maturate e dalle operazioni attuate dagli istituti bancari nel corso degli anni si intuisce come l'ottimizzazione operativa e organizzativa delle banche non dipende tanto dalla tipologia di fusione o acquisizione realizzata ma dal tipo di società

che nasce in seguito all'operazione stessa. Infatti, i suddetti interventi strategici permettono di dar vita a società attraverso cui le banche riescono ad adattarsi alle mutate regole di gioco, in quanto bisogna sempre ricordare che l'ambiente circostante, in cui gli istituti di credito si trovano ad operare, muta continuamente e di conseguenza anche le banche devono modificare la propria organizzazione e le proprie modalità gestionali per adattarsi ai cambiamenti, e le operazioni di M&A sono lo strumento più adatto per raggiungere tale scopo.

Inoltre, a partire dagli anni 90', come abbiamo descritto nel primo Capitolo, gli istituti di credito italiani sono stati oggetto di notevoli cambiamenti per via del processo di privatizzazione delle banche che ha portato ad una costante diminuzione del numero di istituti di credito e ad un simultaneo aumento del numero di acquisizioni e fusioni. Questo succede perché il processo di privatizzazione e di conversione degli istituti creditizi in S.p.A rende tali istituti un'opportunità di investimento profittevole essendo la banca una società con finalità di creazione di ricchezza che può decidere di realizzare interventi di finanza straordinaria come le fusioni e le acquisizioni.

Per analizzare e comprendere le ragioni per cui gli istituti di credito italiani tendono ad avvicinarsi sempre di più alle operazioni di M&A e quindi al processo di consolidamento, bisogna anzitutto capire che tali motivazioni sono strettamente connesse a quelle descritte in precedenza nel paragrafo 2.5 relativamente alle sinergie create. Tuttavia, gli stimoli degli istituti di credito presentano delle proprietà che rendono unico il sistema bancario italiano. Possiamo classificare le ragioni dietro la decisione delle banche di procedere al consolidamento in tre categorie, tutte di tipo strategico ma con uno scopo differente.

La prima categoria di stimoli è composta dalle strategie atte a prevedere una maggiore tutela dei propri affari e un incremento della dimensione aziendale in modo da sfruttare uno dei benefici primari delle operazioni di fusione e acquisizione, ovvero le economie di scala (questa tipologia di ragioni sono definite di tipo territoriale).

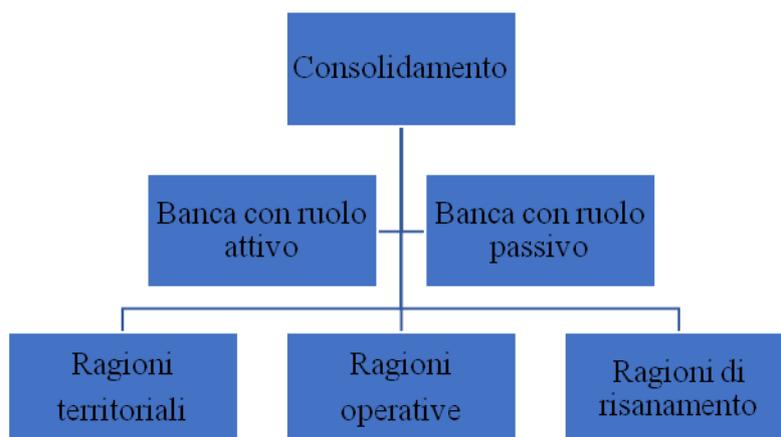
In secondo luogo, le banche possono essere spinte verso le operazioni di fusione e acquisizione anche per la possibilità di realizzare una diversificazione del proprio operato in modo da ridurre il rischio e alimentare i profitti (questa tipologia di ragioni sono definite di tipo operativo).

Infine, l'ultima categoria di ragioni è riconducibile al fatto che le operazioni di M&A sono un utile strumento per superare situazioni di stress e di crisi aziendale in modo da risanare e far tornare ad operare un istituto di credito come avremo modo di analizzare nel prossimo Capitolo.

Queste tre tipologie di ragioni strategiche sono, a loro volta, dipendenti dalla posizione che l'istituto di credito ricopre negli interventi di fusione o di acquisizione. Tale posizione può essere di due tipi: attiva o passiva. Infatti, immaginando che una banca di ridotte dimensioni, ad esempio una banca di credito cooperativo, decida di ricorrere ad una fusione e che le sue ragioni siano di tipo territoriale, allora tale istituto potrebbe ricoprire nella fusione due posizioni, nel caso in cui abbia una posizione attiva vuol dire che la sua decisione di porre in atto una fusione è guidata dalla volontà di incrementare la propria posizione competitiva beneficiando degli effetti positivi della diversificazione; invece, se la sua posizione è di tipo passivo, questo significa che la sua decisione di optare per una fusione è motivata dalla necessità di tutelare i propri affari locali e il ruolo che ricopre nel mercato. In Italia, in particolare, la categoria di motivazioni che trova maggior riscontro è quella di tipo territoriale dato che nel nostro Paese vi è un elevato numero di banche di ridotte dimensioni.

Per una comprensione più rapida del consolidamento bancario attraverso le operazioni di fusione e acquisizione, possiamo schematizzare le ragioni e le posizioni ricoperte dagli istituti di credito bancario nella seguente figura.

Figura 10: Ruolo e motivazioni alla base del consolidamento bancario.



Una volta che le banche riescono a raggiungere l'obiettivo del consolidamento attraverso il successo delle operazioni di M&A, si manifestano diversi effetti sul sistema bancario. In primo luogo, il consolidamento comporta due conseguenze di estrema rilevanza ovvero la riduzione della numerosità degli istituti bancari sul territorio nazionale e l'incremento della dimensione degli stessi istituti. Tale conseguenza comporta, a sua volta, l'emergere di uno dei fenomeni più interessanti nell'ambito della finanza aziendale, ovvero il fenomeno del *"Too Big to Fail"*. Con tale espressione si indicano quelle imprese, tipicamente operanti nel contesto bancario, che per via delle loro dimensioni di particolare importanza vengono considerate di elevato interesse tanto da non poter essere lasciate fallire proprio perché sono *"troppo grandi per fallire"*. Infatti, considerando le relazioni e gli impegni di questi grandi istituti di credito bancario, il loro fallimento graverebbe in maniera significativa sulla solidità del sistema economico e finanziario nazionale, per tale motivo si rende necessario l'intervento dello Stato e delle Banche Centrali attraverso l'erogazione di sussidi pubblici per evitare il loro crollo; ovviamente tale comportamento può determinare atti di azzardo morale da parte degli istituti stessi, i quali essendo a conoscenza del ruolo e delle dimensioni che hanno, tendono ad assumere decisioni e comportamenti rischiosi sapendo di essere salvati in ogni caso (*moral hazard*)⁵¹.

Dunque, il ricorso sempre più persistente alle operazioni di M&A, determinando un incremento notevole delle caratteristiche dimensionali degli istituti di credito, può portare ad una situazione in cui la crisi e le difficoltà di un unico soggetto si trasmettano agli altri soggetti con cui possiede delle relazioni (rischio sistematico). Infatti, le grandi dimensioni non sempre significano elevata efficacia ed efficienza ma possono celare anche difficoltà gestionali e organizzative che fanno aumentare il rischio e questo è sicuramente il problema cardine del fenomeno del consolidamento bancario realizzato mediante le operazioni di fusione e acquisizione.

In generale, bisogna sottolineare che il settore bancario italiano ha visto un'ottimizzazione dell'efficienza, della qualità e del numero di beni e servizi offerti nelle fasi successive al consolidamento bancario, per via di uno sfruttamento positivo delle economie di scala. Questo può essere spiegato dal fatto che gli istituti di credito italiani, oltre ad essere alquanto numerosi, hanno generalmente dimensioni ridotte;

⁵¹ <https://www.treccani.it/>

dunque, è più semplice per loro che al termine delle operazioni di fusione e acquisizione il raggiungimento del consolidamento bancario determini un incremento dimensionale a livelli ancora adeguati per uno sfruttamento profittevole delle economie di scala.

2.9 Impatto del Covid-19 sulle operazioni di M&A

La crisi epidemiologica che continua a diffondersi da più di due anni, non sta danneggiando solo la salute pubblica ma anche le attività commerciali e il settore economico e finanziario. In particolare, per via dello stato di emergenza, gli interventi di M&A hanno subito forti rallentamenti e proroghe, per questo motivo è interessante studiare l'impatto della pandemia da Covid-19 sulle operazioni di fusione e acquisizione anche ai fini di un'individuazione di misure di prevenzione e riduzione dei rischi associati alla pandemia.

Possiamo sicuramente affermare che l'attuale crisi epidemiologica ha impattato pesantemente sul sistema economico e finanziario, soprattutto nel breve orizzonte temporale, causando dei danni irreparabili per numerosi venditori e acquirenti coinvolti in diversi settori operativi. Per comprendere gli effetti sulle operazioni di M&A bisogna considerare che, a prescindere dal fatto che società *bidder* e società *target* decidano di continuare il processo di acquisizione o fusione e attuare tali interventi strategici nella fase di stabilizzazione dei mercati post-crisi o porre in essere tali strategie durante la crisi pandemica, entrambi le parti coinvolte potrebbero decidere di ripercorrere accuratamente le fasi principali del processo di M&A e gli accordi precedentemente stabiliti in modo da aggiornare ciò che ritengono necessario per adeguarsi sia alla crisi da Covid-19 sia ai nuovi rischi che possono sorgere in futuro a causa del manifestarsi di eventi simili. Con il verificarsi della crisi è giustificabile la decisione della società *bidder* di modificare i termini dell'accordo chiedendo una riduzione del prezzo di acquisizione e, inoltre, è plausibile l'adattamento delle future richieste di offerta delle società acquirenti ad una nuova tipologia di rischio, il rischio da Covid-19, attribuibile o percepito nel business della società *target*.

In generale, l'effetto della crisi da Covid-19 sulle fusioni e acquisizioni deve essere analizzato considerando lo stato attuale della transazione⁵². Questo implica che, se

⁵² <https://www.anda.it/>

bidder e *target* si trovano nello step preliminare del processo di M&A, come ad esempio nella fase di redazione della lettera di intenti, o del memorandum, le parti potrebbero essere intenzionate a modificare la trattazione in quanto il nuovo scenario post-pandemico potrebbe essere totalmente diverso rispetto a quanto originariamente pianificato e valutato nel processo di valutazione; ad esempio si potrebbe decidere di allungare i tempi per una nuova valutazione o, in casi estremi, interrompere l'intero processo se sorgono difficoltà ingestibili.

Cruciale è l'impatto della crisi sul processo di valutazione, infatti è fondamentale per la società *bidder* ripercorrere l'intera valutazione per assicurarsi che i metodi di valutazione e di misurazione del prezzo di acquisizione siano ancora adeguati e applicabili nel nuovo scenario. Per essere precisi, il nuovo scenario richiederebbe di ripetere la valutazione in modo da ricalcolare il prezzo di acquisizione aggiungendo una nuova variabile che tenga in considerazione gli effetti prodotti dal Covid-19 sull'accordo precedentemente formalizzato di fusione o acquisizione.

Difatti, dovremmo aspettarci che l'acquirente decida di sospendere almeno temporaneamente la transazione per poter verificare attentamente il grado in cui la pandemia ha negativamente influenzato la performance del venditore, le sue risorse finanziarie, i contratti con i clienti e con i fornitori, le risorse umane e le nuove aspettative economiche.

Questo processo di valutazione aggiuntivo, integrato a quello descritto nel paragrafo 2.6, avrà una durata variabile a seconda del tipo di società *target*, della sua posizione di mercato e del potere contrattuale degli attori coinvolti. La procedura più adeguata risulta essere quella di introdurre un nuovo step di due diligence ampliato che si focalizzi sull'influenza potenziale della crisi pandemica sull'operato della società *target* in modo da concentrarsi sull'impatto che il virus potrebbe aver avuto sui costi e ricavi, assicurazioni, contratti finanziari e rischio di credito del venditore⁵³.

In aggiunta, sarebbe utile approfondire la ricerca valutando anche, ad esempio, la stabilità dei crediti aziendali, la propensione delle risorse umane nel continuare l'attività, l'indebitamento societario attuale, la capacità del venditore di resistere ad una continua riduzione dei ricavi, la sensibilità dei lavoratori al virus e le relazioni intercorse

⁵³ Fabio Massimo Remoli, *Impatto del COVID-19 su "fusioni e acquisizioni"*, 2021

tra venditore, clienti e fornitori durante la crisi. Infine, è indispensabile tenere a mente l'impatto che anche le autorità pubbliche possono avere sulle operazioni di fusione e acquisizione tra banche attraverso le costanti modifiche normative e regolamentari relative al Covid-19, come ad esempio nuove normative nell'ambito del diritto del lavoro, nuove regole per una maggiore tutela e sicurezza sul posto di lavoro o direttive sulla privacy dei dati sensibili sullo stato di salute dei dipendenti.

In conclusione, con la recente crisi pandemica, i soggetti che ricoprono il ruolo di acquirenti (*bidder*) negli interventi strategico-finanziario di fusione e acquisizione devono adottare una maggiore attenzione in modo da avere una costante consapevolezza dello scenario economico e delle mutate regolamentazioni in conformità allo scopo finale che intendono raggiungere.

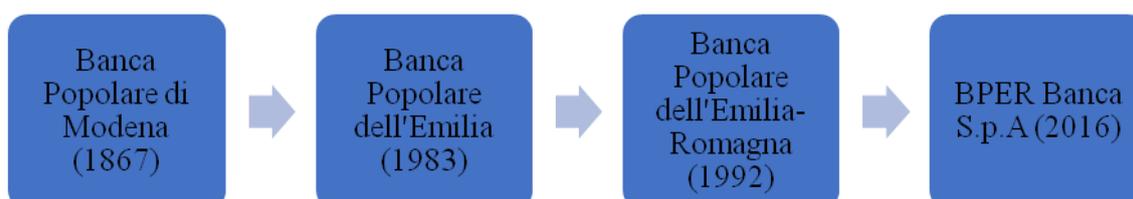
CAPITOLO 3: Il caso Bper: evoluzione e principali operazioni societarie

3.1 Banca Popolare dell'Emilia-Romagna e l'impegno verso il territorio

La Banca Popolare dell'Emilia-Romagna, conosciuta oggi come BPER Banca, fa parte del terzo Gruppo bancario italiano, il Gruppo BPER, composto da due banche commerciali, BPER Banca e Banco di Sardegna. L'istituto di credito comprende al 31.12.2021 un numero totale di filiali pari a 1742, di cui 328 appartengono al Banco di Sardegna e l'unica regione sprovvista di filiali è la Valle d'Aosta⁵⁴.

L'istituto di credito nasce nel 1867 come una delle prime banca popolari, denominato inizialmente Banca Popolare di Modena. Verso gli inizi degli anni '80, grazie alla fusione con la Banca Cooperativa di Bologna, cambia denominazione in Banca Popolare dell'Emilia ma dopo circa dieci anni, la fusione con la Banca Popolare di Cesena determina un ulteriore cambiamento nella ragione sociale in Banca Popolare dell'Emilia-Romagna. Recentemente, il completamento del processo di trasformazione da banca popolare ad S.p.A provoca l'ultimo cambiamento della ragione sociale in quella ufficiale attualmente utilizzata, ovvero BPER Banca S.p.A.

Figura 11: Evoluzione della ragione sociale della banca popolare.



Una delle caratteristiche delle banche popolari è il sostegno economico delle realtà locali e territoriali e tale proprietà risulta essere pienamente rappresentata dalla Banca dell'Emilia-Romagna, la quale sin dai primi anni del 900 si focalizza sulla concessione di finanziamenti, nei primi anni tali erogazioni erano rivolte principalmente alla Provincia di Modena, per permettere la realizzazione di opere pubbliche.

Tra gli interventi di maggior rilievo realizzati grazie all'aiuto della Banca popolare dell'Emilia ricordiamo la realizzazione dell'intera elettrificazione delle ferrovie

⁵⁴ <https://istituzionale.bper.it/>

provinciali e il risanamento delle acque dei principali bacini idrografici del territorio dell'Emilia-Romagna.

Durante gli anni, la Banca Popolare di Modena contribuisce all'erogazione di risorse finanziarie a sostegno del bacino della Parmigiana Moglia in cui rientrano le primarie aree del basso modenese.

Grazie al suo intervento viene salvata quella che oggi è una delle principali e più antiche realtà accademiche europee, l'Università di Modena e Reggio Emilia, la quale intorno agli anni '20 era in fase di chiusura per il numero di iscritti eccessivamente ridotto.

Il sostegno economico-territoriale continua anche negli anni successivi alla guerra, favorendo la realizzazione di numerosi progetti di utilità sociale come l'impianto sportivo di Modena, inoltre, l'istituto di credito popolare modenese durante gli anni avvenire ha costantemente finanziato le piccole e medie imprese locali e con l'espansione edilizia è stato uno degli attori principali del mercato dei mutui ipotecari sostenendo anche le famiglie.

Quanto descritto è fondamentale per inquadrare l'istituto di credito italiano dell'Emilia-Romagna il quale, anche se, come vedremo, è stato oggetto di numerosi cambiamenti strutturali e organizzativi, ha sempre avuto un impianto prettamente popolare nato con l'ideologia comunemente diffusa nel contesto delle banche popolari e ampiamente analizzata nel Capitolo 1 dell'elaborato; tale ideologia, ovvero la concentrazione della propria attività operativa sul socio-cliente e il sostegno alle piccole e medie realtà locali, è ciò che rende il Gruppo Bancario dell'Emilia-Romagna, così come tutte le altre banche italiane con una lunga storia nel settore bancario popolare, un protagonista del sistema bancario odierno dal momento in cui la 'desertificazione' dei servizi bancari mostra il ruolo indispensabile che le banche del territorio devono ancora ricoprire e che nessun altro istituto di credito può svolgere⁵⁵.

Inoltre, l'impegno che l'istituto di credito modenese ha sempre dimostrato nei confronti dei propri clienti e del territorio di riferimento rappresenta anche la ragione alla base delle diverse operazioni di fusione e acquisizione che ha posto in essere nel corso degli anni e che continua ad operare; infatti, come verrà descritto nei prossimi paragrafi, gli

⁵⁵ C. Sforza Fogliani, Presidente dell'Associazione Nazionale fra le Banche Popolari.

interventi più significativi realizzati dal Gruppo Bancario BPER, oltre ad essere strumenti utili per incrementare i profitti societari, sono metodologie funzionali al beneficio della collettività in quanto vengono considerati necessari per ottimizzare l'efficienza dei beni e servizi erogati dall'istituto sempre nell'ottica di sostegno ad un territorio che non è più la piccola realtà modenese di un tempo ma che riguarda l'intera realtà nazionale ed internazionale.

3.2 Evoluzione del Gruppo BPER

L'istituto di credito popolare dell'Emilia inizia ad operare sotto forma di società cooperativa a responsabilità limitata all'inizio del 1982 con la prima attività di fusione tra quella che era la Banca Popolare di Modena e la Banca Cooperativa di Bologna. Poco dopo, nel 1992, si realizza il secondo intervento di incorporazione tra la Banca Popolare dell'Emilia e la Banca Popolare di Cesena. Queste prime due operazioni strategiche servirono da pilastri per creare le fondamenta da cui emerse la vera e propria Banca Popolare dell'Emilia-Romagna.

A partire dal 1994 ha inizio un lungo percorso di interventi strategici e finanziari che hanno rivoluzionato la struttura della banca e che ancora oggi continuano a modificare le caratteristiche della stessa.

Gli interventi di acquisizione si realizzano principalmente verso la fine degli anni '90. Le prime principali operazioni riguardano l'acquisizione delle quote di maggioranza della Banca Popolare di Ravenna e più del 75% delle quote capitali della Cassa di Risparmio di Vignola. In seguito, si realizzano acquisizioni di istituti minori fino al 2000, alcuni vengono aggregati nella capogruppo e altri entrano a far parte de Gruppo fino alla creazione del Gruppo BPER tramite l'unificazione delle banche territoriali che continuano a mantenere la propria autonomia, caratteristica tipica delle operazioni di acquisizione.

Il dettaglio delle operazioni di acquisizione⁵⁶ realizzate negli ultimi cinque anni del secolo scorso sono descritte nella Tabella 2.

Tabella 2: Acquisizioni della Banca BPER tra il 1995 e il 2001.

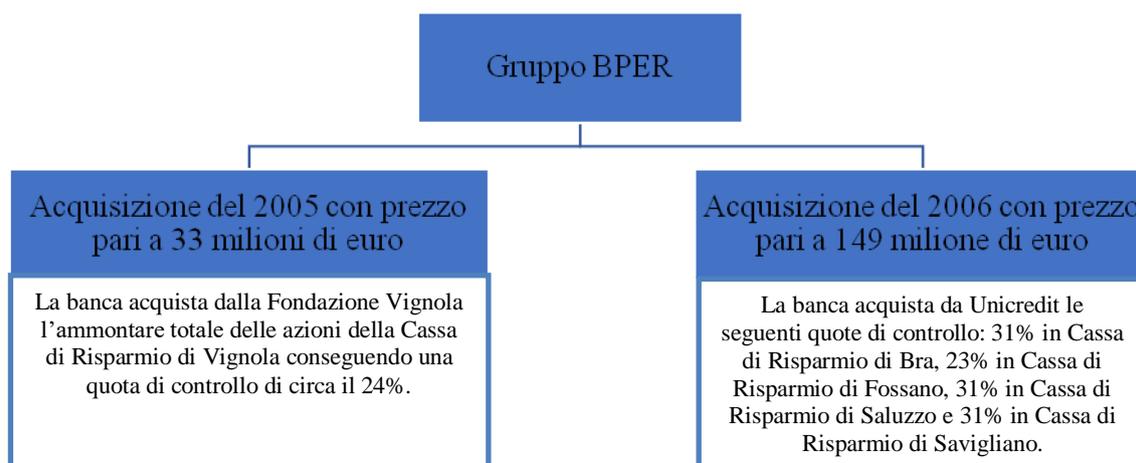
Anno dell'operazione	Società acquisita (<i>target</i>)
1995	Banca Popolare di Lanciano e Sulmona, Banca Popolare del Materano
1997	Credito Commerciale Tirreno, Banca Popolare di Crotona
1998	Banca del Monte di Foggia, Banca Popolare del Sinni, Banca Popolare di Aprilia
1999	Banca Popolare di Castrovillari e Corigliano Calabro, Banca Popolare di Salerno, Cassa di Risparmio dell'Aquila
2000	Banca Popolare dell'Irpinia
2001	Banca di Sardegna, Banca di Sassari

L'istituto di credito emiliano assume la ragione sociale di 'Banca Popolare dell'Emilia-Romagna società cooperativa' nel 2005 in seguito all'acquisizione dell'istituto creditizio Eurobanca del Trentino.

Successivamente, il passaggio dalla Banca Popolare dell'Emilia-Romagna a quella che noi oggi conosciamo con la denominazione 'Gruppo BPER' avviene grazie a due operazioni di acquisizione di significativa rilevanza.

⁵⁶ <https://it.wikipedia.org/>

Figura 12: Acquisizioni dietro il Gruppo BPER



Il Gruppo BPER ha lavorato, sin dall’inizio, per ottimizzare il proprio modello organizzativo e la struttura gestionale raggiungendo pochi anni dopo la quotazione in borsa. Infatti, nel 2009 la banca riesce a quotare le proprie azioni nel segmento *Large Cap*⁵⁷ del mercato telematico azionario, ovvero quel comparto della Borsa italiana in cui si negoziano diversi strumenti finanziari, tra cui le azioni societarie.

In seguito alla quotazione, per assicurarsi un incremento dell’efficienza nell’erogazione dei servizi ai propri clienti, è stato redatto un piano industriale per semplificare l’assetto organizzativo. Tale piano ha attuato quattro operazioni di fusione tra il 2012 e il 2013 che hanno portato all’incorporazione di Meliorbanca⁵⁸, la Banca Popolare di Lanciano e Sulmona, la Cassa di Risparmio dell’Aquila e la Banca Popolare di Aprilia. Al termine del 2013, il CdA del Gruppo BPER ha ratificato l’intera riorganizzazione dell’istituto di credito italiano, mediante un’operazione di fusione per incorporazione all’interno della capogruppo di tutti i suoi istituti di credito con sede in Italia. Con tale operazione di fusione si realizza anche la sostituzione del marchio della Banca in quello attualmente diffuso “BPER: Banca”.

La delibera del Decreto-legge n. 3 del 2015 che ha introdotto la riforma dell’intero comparto delle banche popolari, analizzata nel dettaglio nel Capitolo 1, ha a sua volta

⁵⁷Il mercato MTA è suddiviso in 3 diversi segmenti a seconda dei criteri di capitalizzazione degli strumenti finanziari: il segmento Large cap, detto anche Blue Chip è composto dalle prime 40 società con la maggiore capitalizzazione di mercato e il relativo indice di mercato è il FTSE MIB; il segmento Mid Cap, è composto dalle successive 60 società in base alla capitalizzazione di mercato e il relativo indice è il FTSE Italia Mid Cap; il segmento Small Cap, è composto da tutte quelle società che non rientrano nelle prime 100 e che soddisfano determinati criteri di liquidità e il relativo indice è il FTSE Italia Small Cap.

⁵⁸ <https://istituzionale.bper.it/>

determinato una sostanziale modifica della forma giuridica della Gruppo BPER, il quale, grazie all'approvazione dell'Assemblea societaria alla Fiera di Modena, ha subito una trasformazione da società cooperativa a società per azioni⁵⁹. Nel 2016, si formalizza la trasformazione mediante l'iscrizione nel registro delle imprese di Modena della nuova S.p.A. che assume, finalmente, la ragione sociale *BPER Banca S.p.A.*

L'anno successivo, il Gruppo realizza la sua prima significativa operazione di fusione nella forma di società per azioni tramite l'acquisto del principale ente creditizio della città di Ferrara, l'istituto Carife, che dal 2015 è in liquidazione coatta amministrativa. L'operazione suscitò grande interesse essendo stata realizzata con il prezzo simbolico di 1 euro.

In seguito, il Gruppo bancario modenese realizza la sua più grande operazione di acquisizione dell'anno 2019 mediante l'approvazione, da parte del Consiglio di Amministrazione, dell'acquisto per un importo di circa 220 milioni di euro del totale delle quote di controllo (100%) dell'istituto Unipol Gruppo S.p.A., uno dei principali gruppi assicurativi in Italia. A luglio dello stesso anno si conclude l'acquisizione di circa 900 milioni di azioni di Unipol Banca S.p.A. la quale viene incorporata totalmente in BPER Banca a novembre dello stesso anno.

La seconda operazione di maggior rilievo dello stesso anno prevede l'acquisizione dalla Fondazione Banco di Sardegna della quota di capitale sociale che determina il controllo da parte del Gruppo BPER dell'intera Banca di Sardegna. È interessante analizzare la modalità di pagamento con cui viene perfezionata tale operazione di acquisizione. Infatti, come analizzato nel Capitolo 2, esistono due metodi di pagamento per concludere un'acquisizione, in contanti o mediante lo scambio di strumenti finanziari. Il prezzo di acquisizione del Banco di Sardegna viene pagato con entrambi i metodi, in particolare un ammontare di circa 180 milioni di euro viene pagato in contanti e la società *target* utilizzerà tale compenso per sottoscrivere un'obbligazione convertibile che le consentirà di salire fino al 16% nell'azionariato del Gruppo BPER. La restante parte viene pagata tramite lo scambio di 33 milioni di azioni del Gruppo BPER e le

⁵⁹ <https://www.repubblica.it/>

azioni ricevute faranno salire di circa il 9,5% la quota azionaria posseduta dalla società *target* nel gruppo BPER⁶⁰.

Durante la crisi pandemica del COVID-19, il Gruppo BPER ha continuato ad attuare operazioni strategiche di stampo finanziario nell’ottica di incrementare la propria efficienza operativa. Infatti, nel 2020 il Gruppo ha deliberato un incremento del capitale sociale di circa 800 milioni di euro per poter realizzare il progetto di acquisizione di circa 530 filiali in seguito all’offerta pubblica di scambio del Gruppo Intesa Sanpaolo sulle azioni di UBI Banca⁶¹. Infine, a luglio dello stesso anno, la banca BPER ottiene il controllo totale della Cassa di Risparmio di Saluzzo mediante la fusione per incorporazione e riesce ad ottenere più dell’80% delle quote di controllo della Cassa di Risparmio di Bra.

Attualmente BPER Banca è quotata sul mercato MTA della Borsa d’Italia S.p.A. con un Utile di esercizio di 525 milioni euro e un Patrimonio netto di 6,8 miliardi di euro e fa parte dell’indice italiano FTSE MIB oltre ad essere una delle componenti dello *Standard Ethics Italian Banks Index*, ovvero il principale indice di borsa relativo alla Corporate Governance e alla sostenibilità. La Banca offre servizi creditizi tradizionali ai privati ma anche ad imprese ed enti pubblici. I servizi bancari offerti dal Gruppo BPER possono essere distinti in sette divisioni.

Figura 13: Servizi finanziari del Gruppo BPER.



Fonte: <https://it.investing.com/>

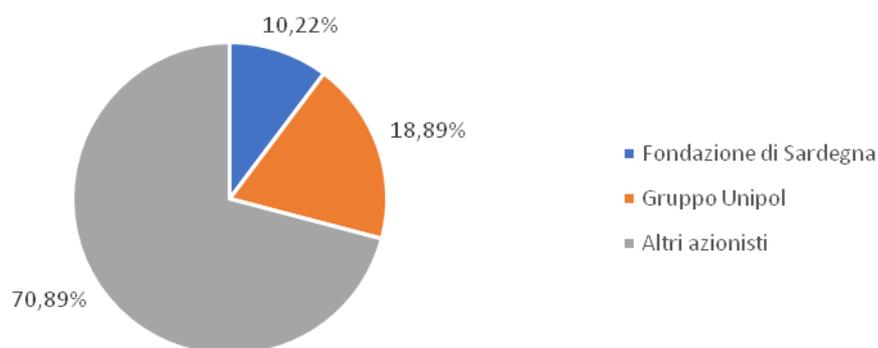
⁶⁰ <https://it.wikipedia.org/>

⁶¹ <https://www.bper.it/>

Inoltre, l'istituto creditizio modenese è una delle banche con la più elevata solidità patrimoniale. Infatti, il Common Equity Tier 1 (CET1), ovvero l'indice che misura in maniera direttamente proporzionale la solidità delle banche, è pari, al 31.12.2021, a 13,5% ben al di sopra del minimo regolamentare dell'8,3%.

Per quanto riguarda la composizione azionaria del Gruppo BPER, le quote significative sono ricoperte dalla Fondazione di Sardegna e dal Gruppo Unipol. In particolare, per una rapida analisi dell'intero azionariato del Gruppo BPER riportiamo i dati finanziari nella figura seguente.

Figura 14: Azionariato BPER.



Fonte: <https://istituzionale.bper.it/>

Il Gruppo BPER risulta attualmente composto da quattro istituti creditizi⁶²:

- BPER Banca S.p.A., che ricopre il ruolo di capogruppo;
- Bibanca S.p.A., specializzata nell'erogazioni di prestiti personali;
- Banco di Sardegna S.p.A.;
- BPER Bank Luxembourg.

In conclusione, l'analisi condotta dei risultati delle principali operazioni di M&A riportate e i dati sopra esposti mostrano come la Banca dell'Emilia-Romagna non solo è una delle banche più grandi del settore bancario italiano, posizionandosi al terzo posto tra tutti i gruppi bancari nazionali, ma è anche uno degli istituti di credito italiani più attivi nel campo delle operazioni di fusione e acquisizione.

⁶² <https://it.wikipedia.org/>

3.3 Operazione di fusione di BPMEZZ, BDC, BPR

Tra le principali operazioni di M&A realizzate dall'istituto di credito BPER, una delle più significative è senza dubbio quella avvenuta nel 2014: la fusione per incorporazione di BPMEZZ, BDC e BPR.

Gli attori coinvolti in questa operazione di fusione sono i seguenti.

Tabella 3: *Bidder* e *target* dell'operazione di fusione.

Società <i>bidder</i>	Società <i>target</i>
BPER Banca S.p.A.	Banca Popolare del Mezzogiorno (BPMEZZ)
	Banca della Campania S.p.A. (BDC)
	Banca Popolare di Ravenna S.p.A. (BPR)

L'intervento di incorporazione tra BPER e le società *target* appena indicate rientra nel più vasto progetto di ottimizzazione, semplificazione e razionalizzazione del modello organizzativo e gestionale del Gruppo BPER che va a perfezionare quanto indicato nel contesto del Piano Industriale del 2012-2014. Tale Piano ha stabilito come obiettivo quello di incrementare l'efficienza del *core business* e del controllo dell'istituto creditizio oltre alla possibilità di beneficiare dell'ampliamento dimensionale per sfruttare le economie di scala e di scopo⁶³.

Il caso in esame è interessante da approfondire in quanto non rientra tra le classificazioni tradizionali delle operazioni di fusione e acquisizione analizzate nel Capitolo 2 di questo elaborato. Infatti, tale fusione realizzata da BPER è un caso particolare di interventi di M&A che va sotto il nome di 'fusione semplificata'.

La fusione semplificata è un caso di dettaglio delle operazioni di fusioni che ben si applica a tale contesto dato che la società incorporante, ovvero la società *bidder*, detiene una quota di partecipazione al capitale sociale della Banca Popolare del Mezzogiorno,

⁶³ Bper: Banca, *Progetto di fusione per incorporazione di Banca Popolare del Mezzogiorno S.p.A., Banca della Campania S.p.A. e Banca Popolare di Ravenna S.p.A. in "Banca Popolare dell'Emilia Romagna Società cooperativa"*, 2014.

della Banca Popolare della Campania e della Banca Popolare di Ravenna che supera il 90%. Quando si verifica una situazione del genere, si applica l'intervento strategico semplificato come previsto dall'art. 2505 bis del Codice civile che recita: "Alla fusione per incorporazione di una o più società in un'altra che possiede almeno il novanta per cento delle loro azioni o quote non si applicano le disposizioni degli articoli 2501 quater, 2501 quinquies, 2501 sexies e 2501 septies, qualora venga concesso agli altri soci della società incorporata il diritto di far acquistare le loro azioni o quote dalla società incorporante per un corrispettivo determinato alla stregua dei criteri previsti per il recesso".

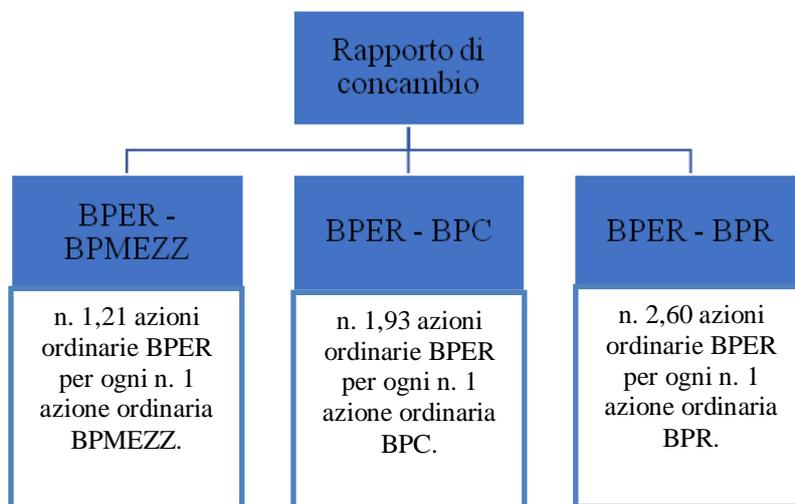
È proprio la definizione fornita dal Codice civile sulle incorporazioni di società possedute al 90% che giustifica la denominazione di fusione semplificata. Infatti, l'articolo chiarisce che in questo caso, non sono richiesti gli obblighi previsti dagli articoli 2501-quater, 2501-quinquies, 2501-sexies e 2501-septies, ovvero l'istituto creditizio ha la possibilità di omettere dal progetto di fusione la situazione patrimoniale, la relazione degli amministratori, la relazione degli esperti e anche il deposito degli atti purché venga permesso ai soci di minoranza delle società *target* di esercitare il diritto di vendita delle proprie azioni.

Oltre ad essere una fusione semplificata, tale operazione strategico-finanziaria rientra anche nella categoria di fusioni amichevoli dal momento in cui sia il Consiglio di Amministrazione della società *bidder* (BPER Banca) sia il Consiglio di Amministrazione delle società *target* (BPMEZZ, BPC e BPR) hanno approvato il progetto di fusione e in particolare le società *target*, tramite il proprio C.d.A. e i propri azionisti, hanno partecipato attivamente alla negoziazione e alla definizione del prezzo dell'operazione mostrando il proprio interesse per la conclusione della transazione.

Un'altra caratteristica di questa operazione di fusione riguarda la modalità di pagamento della stessa. Come abbiamo precedentemente analizzato, esistono due diversi metodi di pagamento, in contanti o tramite lo scambio di strumenti finanziari. In questa operazione di fusione è stato scelto come metodo di pagamento lo scambio di strumenti finanziari. Difatti, il Consiglio di Amministrazione di BPER Banca e i Consigli di Amministrazioni delle tre società incorporate hanno definito congiuntamente il rapporto di concambio con l'aiuto di advisor finanziari terzi e indipendenti per stabilire in

maniera equa e trasparente un prezzo adeguato sia per la società *bidder* che per le società *target*. Il rapporto di concambio è stato definito nel seguente modo:

Figura 15: Rapporto di concambio.



Fonte: <https://istituzionale.bper.it/>

La stima del rapporto di concambio viene definita sulla base dell'applicazione di diverse metodologie ampiamente diffuse, come il *Dividend Discount Model* (DDM) secondo cui il prezzo di qualsiasi azione è uguale al valore attuale dei futuri dividendi attesi che essa pagherà. Analiticamente, definendo Div_t il dividendo pagato dall'azione al tempo t , r_E il tasso di attualizzazione usato per scontare i flussi di cassa, N l'orizzonte temporale in cui si prevede di tenere l'azione e P_N il valore dell'azione al termine dell'orizzonte temporale, il DDM definisce la seguente relazione finanziaria:

$$P_0 = \frac{Div_1}{1 + r_E} + \frac{Div_2}{(1 + r_E)^2} + \dots + \frac{Div_N}{(1 + r_E)^N} + \frac{P_N}{(1 + r_E)^N}$$

Tramite tale espressione matematica, il metodo del DDM permette di determinare il prezzo al tempo attuale dell'azione in modo da definire il rapporto di concambio.

In questa operazione di fusione BPER Banca ha ritenuto la metodologia del DDM la più idonea per raffigurare in maniera corretta e adeguata le proprietà economiche, reddituali e finanziarie delle diverse società coinvolte nella fusione. A tal fine è interessante analizzare come, in un'operazione di fusione di tre distinte banche popolari, l'istituto di credito emiliano ha deciso di aumentare il capitale sociale in tre modalità differenti per i tre istituti popolari incorporati. In particolare è stato stabilito un incremento di massimo 5.029.146 € tramite l'emissione di un massimo di n. 1.676.382 azioni ordinarie con un

valore di 3,00 € per la fusione di BPMEZZ; un incremento di massimo 827.637 € tramite l'emissione di un massimo di n. 275.879 azioni ordinarie con un valore di 3,00 € per la fusione di BCP e un incremento di massimo 5.151.018 € tramite l'emissione di un massimo di n. 1.717.006 azioni ordinarie con un valore di 3,00€⁶⁴. Tali incrementi di capitale sociale della Banca modenese vengono definiti integralmente al termine dell'esercizio delle due diverse tipologie di diritto specificate in tale operazione di fusione: il diritto di recesso e il diritto di vendita. Infatti, un'analisi accurata di tale operazione di fusione deve tener conto di questi due tipi di diritti; il diritto di recesso spetta agli azionisti delle società *target* che non hanno partecipato alla delibera dell'assemblea degli azionisti per approvare l'operazione di fusione. In particolare, il diritto di recesso può essere esercitato da tutti gli azionisti di BPMEZZ, BPC e BPR che erano assenti, astenuti o dissenzienti, dato che il progetto di fusione tramite incorporazione nella Banca BPER, sotto forma di società cooperativa nel 2014, ha previsto la trasformazione delle tre banche popolari *target*, nella forma di S.p.A, e la totale modifica sia dei diritti di voto che di partecipazione.

In aggiunta, per tutti gli azionisti delle società incorporande diversi da quelli del Gruppo BPER, spetta la possibilità di esercitare il diritto di vendita, ovvero il diritto di far comprare alla società *bidder* le proprie azioni delle società *target* ad un prezzo adeguato definito dalle rispettive delibere consiliari, in particolare tale prezzo è pari a 9,20 euro per ogni azione di BPMEZZ, a 16,80 euro per ogni azione di BPC e ad euro 21,80 per ogni azione di BPR.

La fusione semplificata e amichevole appena descritta è stata una delle più importanti per la storia del Gruppo BPER e per il sistema bancario italiano sia perché gli attori coinvolti hanno avuto tutti un passato nel contesto delle banche popolari sia perché il Gruppo BPER ha realizzato tale intervento strategico con l'intento di rendere il modello strutturale dell'istituto più snello favorendo l'efficienza operativa e le attività primarie. L'intera operazione, di conseguenza, è stata finalizzata alla riduzione dei costi di gestione.

⁶⁴ <https://istituzionale.bper.it/>

3.4 Valutazione BPER: Dividend-Discount Model

Come detto nel precedente paragrafo, BPER Banca ha ritenuto la metodologia del DDM la più idonea per raffigurare in maniera corretta e adeguata le proprietà economiche, reddituali e finanziarie delle diverse società coinvolte nella fusione. In effetti, il metodo del DDM, ovvero il Dividend-Discount Model, viene considerato uno dei metodi di valutazione azionaria più diffusi soprattutto nel caso di operazioni strategiche pluriennali come quella appena analizzata. L'applicazione del DDM alla società bidder della precedente operazione consente di comprendere sia il suo valore effettivo all'inizio dell'operazione stessa considerando tutti i dati disponibili sino ai giorni nostri, sia permette di capire l'accuratezza nel processo di valutazione di un istituto di credito mediante il reperimento di un'ampia gamma di dati finanziari.

Innanzitutto, è fondamentale ricordare la legge su cui si basa il Dividend-Discount Model, ovvero la legge del prezzo unico, secondo cui per trovare il prezzo di un qualsiasi titolo bisogna determinare il valore attuale dei flussi di cassa attesi; nel caso di un investimento azionario con un orizzonte temporale di un solo anno è facile individuare gli unici due flussi di cassa: il dividendo pagato alla fine dell'anno e il prezzo di vendita finale dell'azione. Dal momento in cui i flussi di cassa di un qualsiasi progetto di investimento presentano una componente di rischio, dovremo procedere all'attualizzazione dei flussi di cassa mediante l'utilizzo del costo del capitale proprio (r_e). Infatti, il costo del capitale proprio indica il costo associato ad una determinata opportunità di investimento ed è pari al rendimento atteso di investimenti disponibili con lo stesso beta; a sua volta il beta è la componente di rischio in quanto non è altro che la sensibilità del titolo considerato rispetto a variazioni di mercato, indica dunque un coefficiente del rischio di mercato. Di conseguenza la stima del costo del capitale proprio necessario per attualizzare i flussi di cassa ai fini di una valutazione azionaria, può essere così stimato:

$$r_i = r_f + \beta_i * (r_m - r_f)$$

Dove r_i è il costo del capitale proprio del titolo i -esimo; r_f è il tasso risk-free ovvero il tasso di interesse associato ad un investimento in un'attività senza rischio e con rendimento certo, in genere si riferisce al tasso di interesse dei Buoni Ordinari del Tesoro oppure dei Buoni Poliennali del Tesoro nel sistema economico italiano, i quali

essendo garantite dal Governo italiano sono considerati privi di rischio; r_m indica il tasso di mercato utilizzato per descrivere l'andamento del mercato in un dato orizzonte temporale, nel caso del mercato italiano generalmente si fa riferimento all'andamento del FTSE MIB, ovvero il principale indice azionario della Borsa Italiana; infine beta indica il coefficiente di rischio, ovvero è un parametro che mostra la sensibilità del rendimento del titolo i -esimo a variazioni percentuali del rendimento di mercato. È interessante sottolineare l'importanza del prodotto tra il coefficiente di rischio e lo scostamento tra il rendimento di mercato e il tasso risk-free, tale prodotto viene denominato premio per il rischio del titolo i -esimo ed indica il rendimento aggiuntivo che gli investitori richiedono per non investire nell'asset risk-free ma nell'attività i -esima. Difatti, è possibile indicare il costo del capitale proprio anche come la somma tra il tasso privo di rischio e il premio per il rischio.

Per analizzare il valore della Banca BPER a momento dell'operazione, ovvero all'inizio del 2014, bisogna stimare il prezzo delle sue azioni in circolazione andando ad attualizzare i flussi di cassa generati dall'investimento in azioni BPER dal 2014 in poi. Si tratta, dunque, di un investimento pluriennale, non annuale, quindi ci saranno più flussi di cassa rappresentati dai dividendi generati ogni anno dalle azioni BPER e il prezzo di vendita al termine dell'ultimo anno preso in considerazione.

Il metodo del DDM può essere applicato ad un qualsiasi orizzonte temporale di N anni attraverso l'attualizzazione dei diversi flussi di cassa in questo modo:

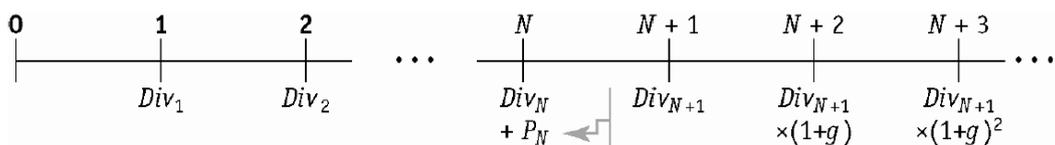
$$P_0 = \frac{Div_1}{1 + r_E} + \frac{Div_2}{(1 + r_E)^2} + \dots + \frac{Div_N}{(1 + r_E)^N} + \frac{P_N}{(1 + r_E)^N}$$

Assumendo un orizzonte temporale di ampia durata, anche infinito, secondo il DDM il prezzo di una qualsiasi azione diventa pari al valore attuale dei futuri dividendi attesi che essa pagherà:

$$P_0 = \frac{Div_1}{1 + r_E} + \frac{Div_2}{(1 + r_E)^2} + \frac{Div_3}{(1 + r_E)^3} + \dots = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{Div_n}{(1 + r_E)^n}$$

Prima di procedere all'applicazione di tale modello al caso della Banca BPER è necessario considerare un ultimo elemento, ovvero il fatto che Banca BPER sta continuando ad operare e continuerà a farlo per i prossimi anni, di conseguenza ai fini di

una corretta valutazione azionaria bisogna considerare anche i dividendi futuri che essa pagherà. Il modo più semplice per stimare i dividendi futuri di una banca è quello di assumere che crescano per sempre ad un tasso di crescita costante g . Tuttavia, la maggior parte delle aziende non hanno un crescita costante ma presentano un elevato tasso di crescita iniziale per poi rallentare la crescita durante la fase di maturità; dunque, la logica della crescita costante dei dividendi ai fini della valutazione azionaria non può essere applicata se la crescita non è costante. In realtà, anche se non è possibile applicare direttamente la logica dei dividendi con crescita costante, è possibile ricorrere alla forma generale del modello DDM per valutare una società mediante l'applicazione della logica della crescita costante dei dividendi per calcolare il *prezzo futuro* dell'azione quando il tasso di crescita atteso si stabilizzerà. Infatti, assumendo sempre un orizzonte temporale di valutazione di N anni, è possibile individuare i flussi di cassa in questo modo:



dove P_N indica il prezzo dell'azione al tempo N ed assumendo un tasso di crescita costante nel lungo periodo è possibile ricavare tale importo come una rendita perpetua con crescita costante:

$$P_N = \frac{Div_{N+1}}{r_E - g}$$

Dunque, il modello che ci permette di valutare l'istituto di credito emiliano con la maggiore accuratezza è il Dividend-Discount Model nel caso di una crescita costante di lungo periodo, secondo cui il prezzo dell'azione oggetto di analisi al momento della valutazione è pari a:

$$P_0 = \frac{Div_1}{1 + r_E} + \frac{Div_2}{(1 + r_E)^2} + \dots + \frac{Div_N}{(1 + r_E)^N} + \frac{1}{(1 + r_E)^N} \left(\frac{Div_{N+1}}{r_E - g} \right)$$

Per procedere con l'applicazione del DDM in modo da valutare le azioni BPER al momento dell'operazione di acquisizione, bisogna definire i parametri che andremo ad inserire nel modello.

Prima di tutto, il coefficiente di rischio Beta, che misura la sensibilità delle azioni di BPER Banca rispetto alle variazioni percentuali del rendimento di mercato, viene ricavato studiando la pendenza della retta di migliore adattamento nel grafico dei rendimenti in eccesso dell'azione BPER rispetto ai rendimenti in eccesso del mercato e secondo i dati finanziari riportati online⁶⁵ è pari a 1,78 nel caso di Banca BPER; questa informazione implica che una variazione del 10% del rendimento di mercato corrisponde ad una variazione di circa 17,8% del rendimento di BPER.

Oltre al coefficiente di sensibilità, per poter calcolare il tasso di attualizzazione dei flussi di cassa generati dall'azione BPER, bisogna definire altri due elementi, il tasso risk-free e il rendimento di mercato. Relativamente al tasso risk-free, è possibile considerare, trattandosi di un'operazione di investimento pluriennale, del rendimento offerto dai prestiti obbligazionari dello Stato italiano, in particolare dei Buoni del Tesoro poliennale a 10 anni, in modo da avere un'alternativa di investimento priva di rischio che sia adeguata rispetto all'investimento in titoli BPER dal 2014 ad oggi; tale rendimento risulta pari a 2,83%⁶⁶.

Per determinare il rendimento di mercato è possibile ricorrere alla media degli ultimi 5 anni del principale indice azionario delle Borsa italiana, il FTSE MIB, il quale racchiudendo le azioni delle prime 40 società italiane per capitalizzazione riesce a rappresentare in maniera accurata l'andamento del mercato nazionale. Dunque, il suo valore è possibile ricavarlo andando a prendere il valore dell'indice alla fine e all'inizio di ognuno degli ultimi 5 anni, calcolare il rendimento in ogni anno e ricavarne la media, analiticamente il calcolo è il seguente:

FTSEMIB	Anno	31-dic	01-gen	Rm
	2017	22.762,00	19.688,00	15,61%
	2018	18.832,00	23.430,00	-19,62%
	2019	23.702,00	19.290,00	22,87%
	2020	22.233,00	24.021,00	-7,44%
	2021	27.347,00	22.794,00	19,97%
			Rm	6,28%

Dopo aver ricavato il coefficiente di sensibilità Beta, il tasso privo di rischio e il rendimento di mercato, è possibile sfruttare la relazione per la stima del costo del

⁶⁵ <https://it.finance.yahoo.com/>

⁶⁶ <https://www.rendimentibtp.it/btp/10anni>

capitale proprio indicata precedentemente per ottenere il tasso di attualizzazione, analiticamente otteniamo la seguente espressione finanziaria:

$$r_E = 2,83\% + 1,78 * (6,28\% - 2,83\%) = 2,83\% + 6,14\% = 8,97\%$$

L'importo di 6,14% indica l'extra rendimento richiesto dagli investitori per investire nel titolo BPER e non nell'asset risk-free.

Ulteriore dato necessario ai fini dell'applicazione della metodologia del DDM è il tasso di crescita di lungo periodo dei dividendi pagati dall'azione BPER. Si tratta dell'unico fattore che limita tale modello finanziario dal momento in cui esiste un elevato grado di incertezza sulla stima del tasso di crescita di un'impresa e di conseguenza anche variazioni limitate nel tasso di crescita stimato possono comportare grandi variazioni nel prezzo stimato dell'azione. Nel contesto bancario odierno, secondo Milano Finanza, considerando la ripresa economica necessaria che seguirà la pandemia da Covid-19, la fornitura dei servizi bancari al pubblico in generale vedrà una crescita futura di lungo periodo tra il 7% e il 10%⁶⁷; dunque, una stima piuttosto precisa del tasso di crescita dei dividendi (g) generati dalle azioni di BPER Banca è individuabile dalla media aritmetica di questi due ultimi valori, ovvero g=8,50%.

Per concludere, è indispensabile definire i flussi di cassa generati dall'investimento nel titolo BPER in modo da poterli scontare e ricavare il valore della società al momento dell'acquisizione realizzata nel 2014. Tali flussi di cassa sono rappresentati dai dividendi pagati ogni anno dall'istituto di credito bancario a partire dal 2014; nell'ultimo anno il dividendo viene calcolato considerando il tasso di crescita stimato applicando il montante all'ultimo dividendo disponibile come mostrato in precedenza.

Sulla base dei dati ricavati e delle espressioni finanziarie previste dalla metodologia del Dividend-Discount Model, siamo in grado di definire il valore dell'azione BPER attualizzando i flussi di cassa generati dall'investimento nei titoli dell'istituto creditizio nell'orizzonte temporale di riferimento. Analiticamente otteniamo i valori seguenti:

⁶⁷ <https://www.milanofinanza.it/>

Anno	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
DIVIDENDI	0	0,02	0,1	0,06	0,11	0,13	0	0,04	0,0434
Tasso di crescita		100%	400%	-40%	83%	18%	-100%	100%	8,5%
TERMINAL VALUE	5,080942							9,26922	
VA	0,33 €								
VA+TV	5,41 €								

Fonte: www.borsaitaliana.it

Il Terminal Value indica il valore attuale del prezzo dell'azione nell'anno 2021, il quale assumendo un tasso di crescita costante di lungo periodo è pari ad una rendita perpetua con crescita costante ricavabile utilizzando l'espressione:

$$P_{2021} = \frac{Div_{2022}}{r_E - g} = \frac{0,0434}{8,97\% - 8,50\%} = 9,27$$

Infine, procedendo con l'attualizzazione dei singoli flussi di cassa utilizzando il tasso di sconto r_E e sommando il Terminal Value ricaviamo il valore dell'azione BPER al momento dell'acquisizione, ovvero 5,41 €.

La finalità di tale valutazione è quella di comprendere il valore effettivo della società tenendo in considerazione i singoli dati finanziari che si sono manifestati ogni anno in seguito alla data di riferimento. Inoltre, tale metodologia permette di confrontare il valore così ottenuto con il prezzo attuale dell'azione BPER in modo da studiarne gli eventuali scostamenti. Infatti, il valore delle azioni ordinarie di BPER Banca a giugno del 2014 è pari a 3 € come indicato nel comunicato della stessa banca del 7 giugno 2014, presentando uno scostamento di circa 2,40 €.

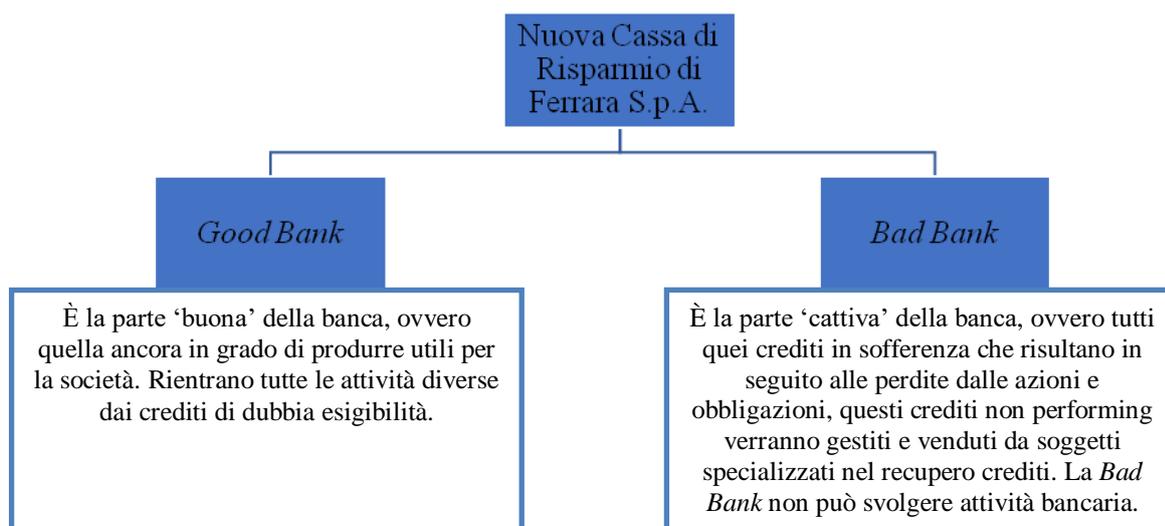
Tale variazione può essere spiegata dal fatto che il timore di un incremento nell'inflazione e di una conseguente recessione causata da una ripresa della pandemia da Covid-19 e dall'attuale conflitto tra Russia e Ucraina sta aumentando gradualmente la percezione del "rischio Europa" nei mercati nazionali. Per tale ragione i tassi d'interesse offerti dai titoli governativi di tutti i principali Paesi hanno subito negli ultimi anni un forte incremento, infatti, il rendimento dei BTP italiani a 10 anni ha raggiunto quasi il 3% determinando, sulla base della relazione del DDM, un aumento del prezzo attuale delle azioni BPER.

3.5 M&A della Nuova Cassa di Risparmio di Ferrara S.P.A.

Il principale istituto di credito della città di Ferrara è stata la Cassa di Risparmio di Ferrara S.p.A., sorta nel 1838 e comunemente conosciuta come Banca Carife.

Si tratta di un istituto creditizio italiano sottoposto, nel corso degli ultimi 10 anni, a delle continue modifiche dell'apparato organizzativo e gestionale. Infatti, nel maggio del 2013, il Ministero dell'Economia e delle Finanze ha predisposto, su iniziativa della Banca Centrale della Repubblica italiana, la sostituzione dei normali organi direttivi con dei commissari scelti dall'Autorità di vigilanza per via di dannose trasgressioni delle disposizioni legislative e regolamentari che disciplinavano l'attività dell'istituto di credito e per la stima di future perdite patrimoniali di significativa rilevanza. Di conseguenza la banca è stata sottoposta ad una procedura concorsuale nota come 'amministrazione straordinaria', ovvero una procedura che ha come obiettivo la tutela e la conservazione totale o parziale di una società e del suo personale per consentirne la continuità aziendale⁶⁸. Nel corso dei successivi due anni, la Banca d'Italia ha ritenuto opportuno procedere, sulla base delle analisi svolte sulla solidità aziendale, con un progetto di risoluzione della Banca Carife attraverso un provvedimento del 21 novembre 2015 con successiva approvazione del MEF. Tale progetto prevedeva la possibilità di garantire la continuità dell'attività di raccolta del risparmio ed esercizio del credito mediante la suddivisione della banca in due parti distinte:

Figura 16: Progetto di risoluzione della Banca Carife.



⁶⁸ <https://www.wikilabour.it/>

Abbiamo analizzato tale metodologia di risoluzione in quanto è alla base della comprensione delle operazioni di M&A realizzate da BPER Banca nei confronti di Banca Carife. Infatti, il progetto di risoluzione appena descritto precisa che gli amministratori hanno l'obbligo di vendere la *Good Bank* nel minor tempo possibile e al miglior offerente, in modo da concedere le risorse finanziarie ottenute dalla vendita al fondo di risoluzione che si è occupato di assicurare la continuità aziendale.

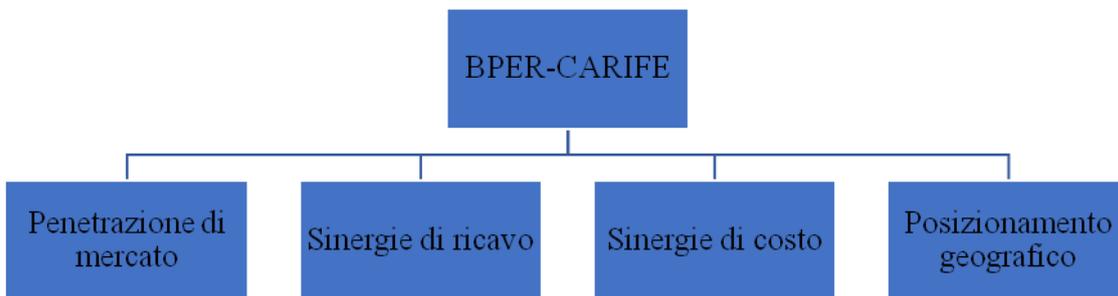
La miglior offerente è stata proprio la Banca BPER che ha attuato, a giugno del 2017, un'operazione di acquisizione della Banca Carife dal Fondo di Risoluzione con un prezzo di acquisizione simbolico di 1 €. Questa operazione di acquisizione realizzata da Banca BPER è interessante da ricordare in quanto rispecchia fedelmente una delle categorie di ragioni precedentemente analizzate nel paragrafo 2.8 che giustificano l'utilità delle operazioni di M&A nel contesto bancario italiano; infatti, la motivazione che si cela dietro l'acquisizione di Banca Carife è proprio quella di fornire un supporto all'istituto di credito in difficoltà in modo da superare situazioni di stress e di crisi aziendale al fine di risanare e far tornare ad operare l'istituto.

A marzo 2017 viene, dunque, comunicato pubblicamente il completamento da parte di Banca BPER dell'acquisizione dell'intera partecipazione azionaria (100% del capitale sociale) della Nuova Cassa di Risparmio di Ferrara, o Banca Carife.

Gli interventi strategico-finanziario nei confronti di Banca Carife non terminano con l'acquisizione della stessa; infatti pochi mesi dopo, a novembre 2017, coerentemente con gli scopi di ottimizzazione e semplificazione del modello organizzativo, della catena produttiva e della governance societaria, il Consiglio di Amministrazione della Banca modenese e il Consiglio di Amministrazione della Nuova Cassa di Risparmio di Ferrara hanno deciso, congiuntamente, di realizzare l'integrazione tra i due istituti di credito, Carife e BPER, mediante una fusione per incorporazione.

Analizziamo le ragioni dietro una tale scelta di fusione bancaria realizzata pochi mesi dopo il termine dell'acquisizione.

Figura 17: Analisi strategica della fusione BPER-Carife



Prima di tutto, la fusione bancaria che vede come società *bidder* la Banca BPER e come società *target* la Banca Carife, trova giustificazione nella consapevolezza dell'impatto di mercato dato che permette di incrementare la quota di mercato in una provincia, ovvero Ferrara, in cui l'inserimento di mercato è più complesso e ridotto rispetto alle altre realtà provinciali italiane; dunque, la fusione in questione è stata un'opportunità per la Banca modenese da non poter perdere.

Inoltre, attraverso questa operazione il Gruppo BPER ha perseguito l'obiettivo del conseguimento di sinergie di costo e di ricavo che avrebbero favorito l'efficienza operativa; tra le sinergie di ricavo rientrano un potenziamento del volume produttivo e degli affari su scala più ampia potendo realizzare economia di scala e un ampliamento della base dei clienti a cui rivolgere l'offerta di strumenti e servizi finanziari di BPER.

Le sinergie di costo, invece, sono più significative dato che la fusione ha comportato una sistematizzazione della rete di sportelli le cui spese verranno ammortizzate con gli anni attraverso opportuni fondi di accantonamento strutturati prima del termine della fusione, una rielaborazione delle relazioni con i fornitori e un ridimensionamento delle spese di governance e di raccolta delle risorse finanziarie.

Infine, durante il processo di valutazione, precedente alla decisione di attuare l'incorporazione di Banca Carife, è stato preso in considerazione un ulteriore vantaggio competitivo, ovvero quello del posizionamento strategico-geografico delle due banche agevolate dalla ridotta distanza geografica delle province di Ferrara e di Modena, poco

più di 50 chilometri, e dal contesto di riferimento che, essendo il medesimo, permette a BPER di avere una maggiore familiarità territoriale.

La fusione in questione, avendo come incorporata una banca totalmente posseduta dall'incorporante, viene redatta in maniera semplificata come specificato dall'art.2505 del Codice civile e come analizzato nel precedente paragrafo relativamente alla fusione di BPER con BPMEZZ, BPC e BPR.

Ulteriore elemento che contraddistingue la fusione di Carife in BPER e che la rende particolarmente interessante è il fatto che, trattandosi di una fusione per incorporazione in cui la società *bidder* detiene il 100% del capitale della società *target*, non viene stabilito alcun concambio, come invece avviene nella fusione descritta nel paragrafo precedente; dunque, il perfezionamento della fusione è avvenuto senza alcun aumento di capitale ma attraverso l'eliminazione delle partecipazioni azionarie detenute da BPER in Banca Carife, per tale motivo non è stato previsto alcun rapporto di concambio o attribuzione azionaria.

In conclusione, ultimo elemento che rende la suddetta fusione indipendente dalle altre realizzate dallo stesso istituto è che, la banca Carife essendo stata precedentemente acquisita, rientra già nel gruppo BPER e dunque, trattandosi di un'aggregazione infragruppo, per di più con un controllo totalmente (100%) detenuto dalla società *bidder* nella società *target*, l'operazione non rientra nella fattispecie di operazione di concentrazione sottoposta ad obbligo di comunicazione anticipata all'AGCOM secondo la Legge n. 287 del 1990 in tema di tutela della concorrenza e del mercato⁶⁹.

La Nuova Cassa di Risparmio di Ferrara viene totalmente incorporata con fusione bancaria in BPER Banca il 20 novembre 2017, perdendo la propria autonomia giuridica e, di conseguenza, cessando di esistere.

⁶⁹ Bper: Banca, *Progetto di fusione per incorporazione di "Nuova Cassa di Risparmio di Ferrara S.p.A."*, 2014

3.6 Il caso Carige-BPER: comprare una banca a 1 euro

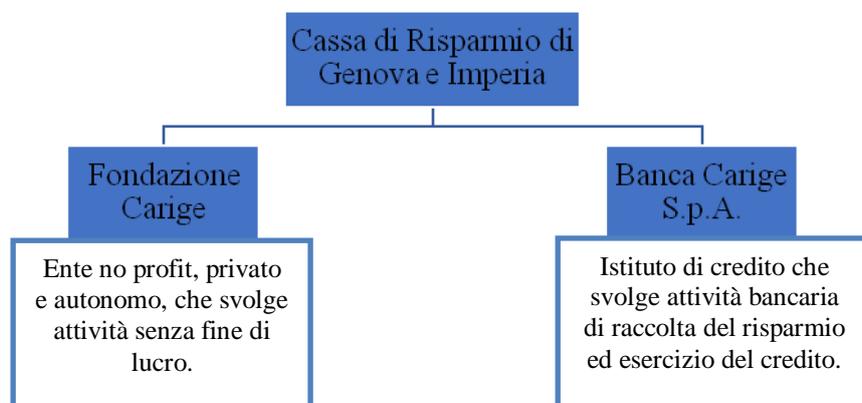
L'ultima operazione di M&A realizzata dal Gruppo bancario BPER, ancora in fase di perfezionamento quando si scrive il presente elaborato, riguarda uno degli istituti di credito bancario costantemente sotto i riflettori negli ultimi anni, ovvero Banca Carige.

Per comprendere l'interesse di BPER nel realizzare una simile operazione e per una corretta analisi dell'acquisizione in corso tra i due istituti bancari, è indispensabile ripercorrere il percorso che l'istituto creditizio di Genova ha attraversato negli ultimi anni.

3.6.1 Il declino del Gruppo Carige

Banca Carige, capogruppo del Gruppo Banca Carige, è l'acronimo di Cassa di Risparmio di Genova e Imperia, la sua sede principale si trova a Genova e presenta più di 500 sportelli bancari su quasi tutto il territorio nazionale con oltre 1 milione di clienti. Una delle sue caratteristiche che la distingue dal resto delle banche italiane è l'anno di fondazione, il 1483, infatti tale origine medievale fa rientrare Banca Carige nel gruppo delle banche più antiche del mondo. La ristrutturazione completa della Banca avviene con la Legge Amato⁷⁹ che introduce nuove disposizioni normative che rivoluzionano l'intero sistema bancario italiano; infatti, la normativa introdusse la specializzazione degli istituti creditizi che dovevano decidere se qualificarsi come istituti commerciali o di investimento e distinse le società non bancarie dalle banche in senso stretto. Dunque, nel 1991, in seguito a tale normativa, la Cassa di Risparmio di Genova e Imperia subì una modifica sostanziale della struttura organizzativa:

Figura 18: Ristrutturazione Banca Carige.



⁷⁹ Legge 30 luglio 1990 n.218

Banca Carige S.p.A., quotata nella Borsa di Milano nell'indice FTSE Italian Small Cap, ha ultimamente fronteggiato un periodo di grave crisi aziendale che ha colpito tutti i suoi azionisti e clienti⁸⁰.

I primi segnali di difficoltà si sono manifestati circa 10 anni fa, quando nel 2012, il Gruppo Bancario Carige chiuse, per la prima volta, il bilancio in negativo facendo suscitare le attenzioni dei diversi organi di vigilanza, in particolare di Banca d'Italia, la quale riscontrò molteplici criticità nell'istituto bancario, come un ammontare eccessivamente elevato di crediti di dubbia esigibilità concessi dall'istituto a famiglie e imprese oppure il fallimentare progetto della creazione della società Carige Italia a cui rimandare tutti gli sportelli bancari posizionati all'esterno della Liguria con l'obiettivo di raggiungere benefici fiscali per circa 700 milioni, progetto successivamente naufragato dinanzi ai conti differenti realizzati dall'istituto Consob. Neanche la decisione di incrementare il capitale sociale in modo da raggiungere un importo di 800 milioni nel 2014 riesce a far completare positivamente alla Banca Carige lo stress test della BCE. Quello che succede in seguito è un lungo percorso di totale declino che può essere sintetizzato nella seguente figura.

Figura 19: Declino del Gruppo Carige.



Fonte: <https://tg24.sky.it/economia>

⁸⁰ Scozzari C., *Banche in sofferenza. La vera storia della Carige di Genova*, goWare, 2019

Infatti, nel 2015 ci fu il primo cambio di direzione con l'inizio dell'era Malacalza. La famiglia acquista inizialmente il 10,5% del capitale sociale della banca investendo circa 66 milioni di euro; successivamente la partecipazione aumenta fino al raggiungimento di circa il 28% in seguito alla sottoscrizione di un ulteriore aumento di capitale di 800 milioni di euro. In totale la famiglia Malacalza ha realizzato un investimento in banca Carige di circa 420 milioni di euro. Tuttavia, in meno di un anno, il loro investimento subisce una perdita superiore all'80% per via di una sfiducia nei confronti della direzione della banca a causa di controversie nelle scelte poste in essere nel comparto assicurativo e nel prezzo di vendita dei crediti deteriorati. Per tale ragione, ci furono numerose dimissioni dal Consiglio di Amministrazione e un senso di sfiducia nei confronti dell'intero istituto bancario. Al termine del 2017, vengono nominati come presidente Pietro Modiano e come Amministratore delegato Fabio Innocenzi, i quali hanno ricoperto l'arduo compito di trovare una soluzione per una banca che nel 2018, dopo tre aumenti di capitale, ha perso più di 2 miliardi di euro. Innocenzi e Modiano decidono dunque di iniziare una pulitura degli schemi societari attraverso una svalutazione creditizia di 250 milioni di euro; tale decisione fece incrementare la necessità di nuove risorse finanziarie da parte di Banca Carige. Si decise, di conseguenza, di procedere con un piano di rafforzamento del capitale sociale tramite l'emissione di un'obbligazione subordinata da 320 milioni di euro ed un successivo incremento di capitale per 400 milioni in modo da coprire il bond subordinato⁸¹. Tuttavia, durante l'Assemblea convocata per l'approvazione dell'incremento del capitale, Malacalza si astiene e il quorum non viene raggiunto facendo crollare tutto il progetto di rafforzamento del patrimonio di Innocenzi e Modiano e aumentando le tensioni all'interno della banca⁸².

In seguito ad ulteriori dimissioni e ad una nuova sfiducia nei confronti del CdA della Banca, nel 2019 la Banca Centrale Europe mette Carige in Amministrazione straordinaria nominando come commissari straordinari gli stessi Innocenzi e Modiano con l'aggiunta del Professore Raffaele Lener; nello stesso anno, la Consob, sospende la negoziazione degli strumenti finanziari di Carige. Lo Stato, per aiutare la ripresa della banca, concede 3 miliardi di euro come garanzia sulle sue obbligazioni emesse fino a

⁸¹ <https://www.ilsole24ore.com/sez/finanza>

⁸² <https://www.varesenews.it/>

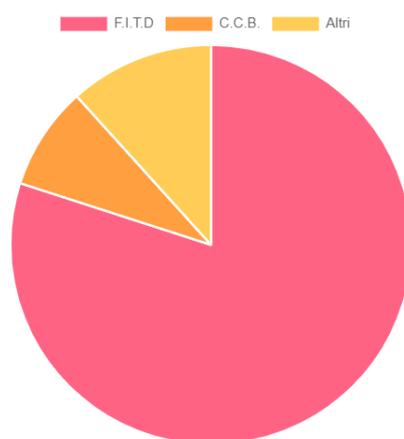
giugno 2019 e Carige, da parte sua, versa allo Stato una commissione di 0,40% dell'importo delle obbligazioni emesse.

Infine, i commissari straordinari, redigono il piano industriale 2019-2023 in cui viene stabilito un incremento patrimoniale di 630 milioni di euro, la cessione di crediti NPL per un totale di 2,2 miliardi di euro, la riduzione di 1000 posti di lavoro e di 100 sportelli bancari in modo da ridurre le spese⁸³. Alla fine del 2019, gli azionisti della banca approvano il piano dei commissari e l'istituto viene ricapitalizzato mediante un incremento di capitale di 700 milioni di euro con l'emissione di azioni per 0,001 euro.

Tale capitale è stato diviso tra il Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi e la Cassa Centrale Banca, quest'ultima tra l'altro è la capogruppo del secondo Gruppo Bancario Cooperativo italiano di cui fanno parte 71 banche di credito cooperativo e casse rurali, ulteriore dimostrazione del potere e dell'importanza che le società di credito cooperativo hanno nel sistema bancario italiano. Infine, l'ultimo azionariato comunicato da Banca Carige risulta essere così suddiviso:

- Fondo Interbancario a Tutela dei Depositi: 79,992%
- Cassa Centrale Banca: 8,341%
- Altri: 11,667%.

Figura 20: Suddivisione del capitale sociale Banca Carige.



Fonte: <https://www.gruppocarige.it/>

⁸³ <https://www.lastampa.it/>

3.6.2 L'offerta di BPER

Dal termine della redazione e approvazione del progetto industriale, realizzato dai commissari straordinari nel 2019, sono trascorsi circa tre anni e l'anno in corso, il 2022, rappresenta un periodo di svolta per Banca Carige e, come vedremo, per il Gruppo BPER.

Infatti, tra le diverse offerte teoriche per l'acquisizione di Banca Carige come quella francese di Credit Agricole e considerando che la maggior parte degli acquirenti non sono interessati a sostenere dei costi per salvare l'istituto gestito attualmente dal Fondo Interbancario a Tutela dei depositi che detiene come abbiamo visto circa l'80% del capitale bancario, l'ex Banca Popolare dell'Emilia-Romagna si è ufficialmente dichiarata interessata ad acquisire Banca Carige al prezzo di 1 euro ma con una richiesta indispensabile, ovvero ricapitalizzare l'istituto di Genova per un miliardo di euro al fine di risanare il debito, e di conseguenza il bilancio, per poter ricominciare da zero (o quasi).

Innanzitutto, ciò che risulta interessante analizzare è il prezzo di acquisizione: 1 euro. Si tratta ovviamente di un prezzo totalmente simbolico e figurativo in quanto non è realisticamente possibile vendere qualcosa ad un prezzo di zero euro e la stessa situazione si è verificata con l'acquisizione delle banche venete da parte di Intesa San Paolo. Per capire la motivazione dietro la scelta di acquisire una banca ad 1 euro possiamo riprendere la spiegazione fornita dal Professore Andrea Resti dell'Università Bocconi secondo cui bisogna considerare l'istituto di credito Carige come una società che possiede un magazzino all'interno del quale vengono depositate delle merci che, nel nostro caso, sono crediti la cui esigibilità è dubbia e il cui valore è complesso da prevedere. Dunque, cercando di effettuare una stima per il futuro, è laborioso capire quanti di questi crediti verranno effettivamente incassati, di conseguenza aumenta il rischio di impossibilità a pagare dei debitori⁸⁴.

Alla luce di questo ragionamento, è comprensibile il timore degli acquirenti di realizzare un'acquisizione ad un prezzo elevato e sostenere dei costi significativi per risanare un istituto creditizio con un ammontare di crediti deteriorati altrettanto ingente il cui futuro, dunque, risulta essere totalmente incerto. Per tale ragione, gli acquirenti, in

⁸⁴ <https://tg24.sky.it/economia>

questo caso Banca BPER, considerando il potenziale strategico di una simile acquisizione che permetterà l'ingresso in un mercato e in una regione nuova ma tenendo a mente il rischio di salvataggio di un istituto creditizio in crisi da 10 anni, decidono di procedere ad una acquisizione ad un costo praticamente nullo, ma non essendo realisticamente possibile, si definisce un prezzo di acquisizione di 1 euro.

Dopo aver definito il prezzo di acquisizione, Banca BPER, il 14 febbraio 2022, ha acquisito Banca Carige rilevando la quota di controllo detenuta dal Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi (l'80%) a 1 euro. Successivamente ci sarà il lancio di un'Offerta Pubblica di Acquisto (OPA) da parte di BPER sul restante 20% del capitale di Carige ad un prezzo di 0,80 euro e una ricapitalizzazione da parte del Fondo Interbancario per 530 milioni di euro⁸⁵. Questa dote di 530 milioni di euro deriva dal fatto che Banca BPER, prima di procedere con l'acquisizione a febbraio di quest'anno, ha imposto i vincoli entro i quali poteva essere realizzata l'operazione; infatti, considerando gli ultimi utili prodotti da BPER, che come abbiamo analizzato nel paragrafo 3.2 sono pari a 525 milioni di euro, viene stabilito che non devono esserci ripercussioni negative sul capitale della banca e sulla qualità del suo credito. Dunque, a seguito di un positivo processo di due diligence, step indispensabile in un processo di acquisizione come descritto nel Capitolo 2, è stata definita necessaria una dote di 530 milioni di euro per coprire le spese straordinarie relative alla chiusura dei rapporti in essere di Banca Carige con altri intermediari finanziari e alle rettifiche di valore sui crediti in modo da non avere impatti negativi sul capitale e sui crediti di BPER⁸⁶.

L'ex Banca Popolare dell'Emilia-Romagna è attualmente in fase di attesa dell'autorizzazione della Banca Centrale Europea per poter assumere definitivamente il ruolo di proprietaria della quota di capitale di Banca Carige. L'approvazione è prevista entro l'estate 2022. In aggiunta, BPER avrà anche la possibilità di sfruttare, ai fini della ricapitalizzazione dell'istituto creditizio di Genova, 370 milioni di euro come benefici tributari in modo da raggiungere un ammontare di investimento totale pari a circa un miliardo di euro; questa opportunità è fondamentale dato che all'inizio BPER, in quanto società *bidder* dell'acquisizione aveva chiesto 1 miliardo di euro per ripartire da zero, somma però troppo alta per il Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi che detiene attualmente il controllo di Carige. Tuttavia, come abbiamo appena analizzato, BPER ha

⁸⁵ <https://www.varesenews.it/category/canali-tematici/economia-varese/>

⁸⁶ <https://www.corriere.it/economia/>

deciso, in seguito alla valutazione realizzata durante la fase di due diligence del processo di acquisizione, di optare per un'acquisizione di Carige ad un prezzo simbolico richiedendo al FITD di procedere con una dote dimezzata: 530 milioni invece che 1 miliardo.

Pertanto, tra qualche mese, si stima la fine dell'estate, il maggiore azionista di Banca Carige non sarà più il Fondo Interbancario ma diventerà l'ex Banca Popolare emiliana; trattandosi di un'acquisizione, come anticipato nel Capitolo precedente, Banca Carige non perderà la propria autonomia giuridica ma riuscirà a mantenere il proprio marchio con l'intento di ricominciare a fornire prodotti e servizi bancari a territorio ligure di riferimento.

In seguito all'acquisizione di Banca Carige da parte di Banca BPER, Modena e Genova daranno vita ad uno dei primi gruppi bancari in Italia per dimensione superando Monte dei Paschi di Siena e competendo con Banco BPM, Intesa SanPaolo e UniCredit identificati dalla Banca d'Italia come le prime tre istituzioni a rilevanza sistemica nazionale (O-SII, *Other Systemically Important Institutions*).

Il nuovo gruppo bancario emergente presenterà le seguenti caratteristiche⁸⁷:

- Più di 155 miliardi di euro di attività, di cui 22 miliardi saranno portati da Banca Carige;
- Totale dei clienti superiore a 5 milioni, di cui 800 mila saranno portati da Banca Carige;
- Numero di filiali pari a 2100, di cui 380 saranno partati da Banca Carige.

Le tempistiche previste dall'operazione sono rigide, entro la fine dell'estate 2022 l'acquisizione dovrà essere completata per permettere a BPER di sfruttare i 370 milioni di euro di benefici fiscali. Al termine dell'acquisizione della quota posseduta dall'azionista di maggioranza, si procederà con l'offerta pubblica di acquisto per 0,80 euro della restante quota del capitale sociale, circa il 20%, comprensiva anche della quota di circa l'8% posseduta, come anticipato, dalla Cassa Centrale Banca.

Dopo 10 anni dall'inizio della crisi per Banca Carige, l'operazione in atto che vede coinvolte la Banca Carige come società *target* e la Banca BPER come società *bidder* in

⁸⁷ <https://www.corriere.it/economia/>

un intervento strategico di acquisizione, sembra essere l'ultima possibilità di intervento a sostegno dei clienti e portatori di interesse nei confronti di Carige da parte del settore bancario italiano. Dal punto di vista del Gruppo Bancario dell'Emilia-Romagna, l'acquisizione in atto al momento in cui si scrive l'elaborato è sia un'operazione con forte valenza strategica sia un'opportunità di risanamento per aiutare l'istituto di Genova in difficoltà da molti anni. Il salvataggio verrà realizzato anche tramite riduzione dei costi con interventi sulle risorse umane della stessa Carige con l'obiettivo ultimo di favorire l'economia territoriale e il sostegno alle famiglie e imprese; si tratta di un obiettivo comune in tutte le operazioni di M&A attuate dalle banche italiane soprattutto quelle che hanno avuto una storia nel comparto delle banche popolari come più volte argomentato nell'elaborato.

In conclusione, riprendendo il punto di vista del Gruppo Bancario BPER, tale operazione viene definita dalla stessa un'acquisizione con “forte valenza strategica ed industriale”⁸⁸ dato che darà la possibilità alla banca di ampliare il proprio core business in territori non ancora del tutto coperti dalla rete dei servizi bancari del Gruppo e consentirà il consolidamento del proprio vantaggio competitivo ampliando le opportunità di creazione di valore per i proprio azionisti e portatori di interesse.

⁸⁸ <https://istituzionale.bper.it/>

CONCLUSIONI

L'analisi condotta in questo elaborato ha evidenziato prima di tutto il ruolo di primaria rilevanza svolto dalle banche popolari nello sviluppo sociale ma soprattutto economico e finanziario dell'Italia grazie al sostegno costante alle piccole realtà territoriali e alle famiglie. Inoltre, la riforma del 2015 ha determinato un cambiamento sostanziale delle caratteristiche tipiche di una banca popolare, innovando una regolamentazione ormai obsoleta considerando l'esperienza di altri paesi europei come la Francia, la Germania e l'Olanda, rendendo interessante capire come la normativa andrà ad impattare il modello degli istituti creditizi popolari in futuro. Infatti, sarà fondamentale capire come la procedura del diritto di recesso verrà applicata e come l'autorità di vigilanza italiana analizzerà le singole richieste di recesso.

In generale, lo studio delle proprietà e della struttura organizzativa delle banche popolari mostra come tali istituti abbiano riportato nel corso degli anni, ed in particolare durante le crisi economico-finanziarie, risultati spesso sorprendenti e superiori rispetto ai principali gruppi bancari costituiti nella forma di S.p.A., confermando in ogni occasione il loro predominante interesse verso il territorio e le necessità dei cittadini con l'obiettivo di favorire la crescita delle piccole e media realtà italiane.

In aggiunta, la trattazione mostra come il settore bancario italiano riesce a stare al passo coi tempi e ad innovarsi anche con l'ausilio di metodologie strategiche e finanziarie, ovvero le operazioni di fusione e acquisizione, che sono considerate tra le migliori strategie di crescita per via esterna che gli istituti creditizi, anche popolari, possono utilizzare per incrementare le proprie dimensioni e favorire di una vasta gamma di benefici come le economie di scala e di scopo. Come risulta al termine dell'analisi condotta, seppure tali interventi strategici continuino ad essere utilizzati da molteplici istituti creditizi, vi sono numerosi aspetti che li rendono complessi da realizzare con successo. Emerge, di conseguenza, che affinché le operazioni di M&A risultino perfezionate con esito positivo, anziché adottare un'ottica di breve periodo considerando un beneficio di tipo reputazionale e l'interesse meramente personale degli amministratori, è essenziale verificare la presenza di motivazioni adeguate, quali l'efficienza operativa, le economie di scala, le sinergie e la riduzione delle spese.

Come abbiamo analizzato, le operazioni di M&A hanno avuto effetti di maggiore rilevanza soprattutto nel contesto bancario considerando anche il recente processo di

consolidamento a cui sono state sottoposte le banche nazionali e internazionali per via dell'incremento delle aggregazioni nei mercati, dell'innovazione tecnologica, della globalizzazione e dell'incalzante necessità di contenere i costi operativi per favorire l'efficienza degli istituti di credito.

Anche il nostro Paese ha sperimentato una crescita esponenziale del fenomeno delle concentrazioni bancarie seguite da un incremento delle operazioni di fusione e acquisizione che hanno supportato l'Italia nell'innovare l'obsoleto sistema bancario italiano con la creazione di istituti creditizi di significative dimensioni capaci di competere nei mercati internazionali. Nonostante ciò, l'insuccesso di diverse realtà bancarie nella realizzazione di operazioni di M&A dimostra come ci sia ancora bisogno di migliorare la gestione organizzativa e l'efficienza operativa degli istituti di credito mediante la realizzazione di ulteriori interventi di consolidamento e sostenendo il processo di digitalizzazione aziendale.

In conclusione, l'analisi condotta sul terzo gruppo bancario italiano e sulla Banca Popolare dell'Emilia-Romagna, mostra non solo come una tra le prime tre banche italiane continui a favorire l'interesse del territorio di riferimento e il sostegno alle piccole realtà locali, confermando la conservazione delle caratteristiche e delle finalità tipiche che le banche popolari hanno voluto difendere sin dalla loro creazione, ma conferma anche l'utilità che le operazioni di M&A possono avere se realizzate in modo adeguato, rispettando le singole fasi e nell'ottica di crescita esterna. Infatti, le operazioni di maggior successo realizzate dall'istituto popolare, ovvero quelle del 2014 e del 2017, hanno migliorato il Gruppo BPER sotto diversi aspetti, creando valore e ottimizzando la posizione della Banca nel mercato nazionale e internazionale; inoltre, l'operazione in corso di acquisizione e successiva fusione nei confronti di Banca Carige, ha permesso di comprendere appieno come tali interventi strategici non solo supportano gli istituti di credito nel raggiungere dimensioni tali da garantire un confronto equo nei mercati nazionali e internazionali, ma sono anche un valido strumento per superare periodi di gravi crisi aziendali e garantire il risanamento della banca in modo da riprendere l'attività bancaria di raccolta del risparmio ed esercizio del credito sempre con l'obiettivo ultimo di sostenere la crescita sociale ed economica dell'intero Paese.

Riferimenti bibliografici

- Bper: Banca, *Progetto di fusione per incorporazione di “Nuova Cassa di Risparmio di Ferrara S.p.A.”*, 2014
- Bper: Banca, *Progetto di fusione per incorporazione di Banca Popolare del Mezzogiorno S.p.A., Banca della Campania S.p.A. e Banca Popolare di Ravenna S.p.A. in “Banca Popolare dell’Emilia Romagna Società cooperativa”*, 2014
- Berk J. e De Marzo P., *Finanza Aziendale I*, Pearson, 2018
- Capriglione F. , *Banche popolari. Metamorfosi di un modello*, Cacucci, 2001
- D’Albora M. e Tartaglia E. , *M&A Mergers & Acquisitions. Fusioni & acquisizioni*, Aracne, 2011
- Fanfani T. , *Alle origini della banca : etica e sviluppo economico*, Roma, 2003
- Ferri G., *Banca popolare*, Milano, 1959
- Gargiulo G., *La disciplina delle banche popolari. Dalle origini alla riforma della Legge n. 33/2015*, ilmiolibro, 2015
- Hayes A. , *Mergers and Acquisitions (M&A)*, Investopedia, 2021
- Joseph E. Stiglitz , *La globalizzazione che funziona*, Einaudi, 2007
- Luzzatti L. , *La diffusione del credito e le banche popolari* , Sacchetto, 1863
- Matsusaka John G. , *Takeover Motives during the Conglomerate Merger Wave*, Wiley, 1993
- Pecorari P. , *Le banche popolari nella storia d’Italia*, Ist. Veneto di Scienze, 1999
- Quagli A. , *Il web e l’informativa societaria ai mercati finanziari* , 2001
- Remoli F. M. , *Impatto del COVID-19 su “fusioni e acquisizioni”*, 2021
- Righi Bellotti A. & Selmi C. , *Il mondo dell’economia*, Zanichelli, 2020
- Rodino L. , *Codice Delle Società Cooperative*, 2010
- Romano G., *La mutualità nelle Banche Popolari*, Giuffrè, 2020
- Ross Stephen A. , *Finanza Aziendale*, Il Mulino, 1997
- Rym Ayadi et al, *Investigating diversity in the banking sector in Europe. Key developments, performance and role of cooperative banks* , Centre for European policy studies Brussels, 2010

- Scozzari C., *Banche in sofferenza. La vera storia della Carige di Genova*, goWare, 2019
- Snichelotto M. e Pegoraro A. , *Le operazioni di M&A come strumento di vantaggio competitivo*, RiViSTA, 2009
- Ubertazzi L.C. , *Banche e concorrenza. Scritti* , Giuffrè, 2007
- Verna F. , *La Grande Onda: Fusioni e Acquisizioni*, Lulu Enterprises Uk Ltd, 2008
- Visco I. , *Considerazioni finali* , bancaditalia.it , 2015
- Vulpiani M. , *Special cases of business valuation*, McGraw-Hill Education, 2014
- Zona F., *Assetti istituzionale e strategia: fusioni, acquisizioni e crisi d'impresa*, Egea, 2012

Siti consultati

<https://www.amministrazioneincammino.luiss.it/>

<https://www.anda.it/>

<http://www.assopopolari.it/>

<https://www.aziendabanca.it/>

<https://www.bancaditalia.it/homepage/index.html>

<https://www.bancaditalia.it/>

www.borsaitaliana.it

<https://istituzionale.bper.it/>

<https://www.bper.it/>

<https://www.corriere.it/economia/>

<https://www.didiritto.it/>

<http://www.eacb.coop/en/home.html>

<https://it.finance.yahoo.com/>

www.finlombarda.it

<https://fiscomania.com/>

<https://www.gruppocarige.it/>

<https://www.ilfattoquotidiano.it/>

<https://ilprogressonline.it/>

<https://www.ilsole24ore.com/sez/finanza>

<https://it.investing.com/>

<https://www.iusinitinere.it/>

<https://www.lastampa.it/>

<https://www.michelmores.com/>

<https://www.milano finanza.it/>

<https://www.mondodiritto.it/>

<https://www.parlamento.it/home>

<https://it.quora.com/>

www.refinitiv.com

<https://www.rendimentibtp.it/btp/10anni>

<https://www.repubblica.it/>

www.sapere.it

<https://www.senato.it/home>

<https://www.sigmaexperience.it/>

<https://tg24.sky.it/economia>

[https://www.treccani.it/enciclopedia/elenco-opere/Dizionario di Economia e Finanza/22](https://www.treccani.it/enciclopedia/elenco-opere/Dizionario%20di%20Economia%20e%20Finanza/22)

<https://www.treccani.it/>

<https://www.varesenews.it/>

<https://www.wikilabour.it/>

<https://it.wikipedia.org/>

RIASSUNTO

La prima esigenza che gli individui cercano di soddisfare è quella di appagare i propri bisogni e lo fanno tramite la creazione di strutture organizzative inizialmente di stampo sociale ma con il passare degli anni i cambiamenti nei bisogni sociali hanno fatto emergere strutturazioni gestionali con obiettivi principalmente economico-finanziari. Si tratta di un processo di trasformazione costante all'interno del quale nascono aziende di natura differente alcune delle quali riescono ad avere successo, a raggiungere gli obiettivi prestabiliti e a soddisfare le esigenze degli individui; altre invece falliscono non riuscendo a sviluppare le giuste capacità e dimensioni per favorire l'integrazione e l'innovazione che si diffondono continuamente nel mercato.

L'obiettivo del presente elaborato consiste proprio nell'analisi del concetto aziendale, in particolare del contesto bancario italiano di stampo popolare e delle strategie finanziarie di acquisizione e fusione utilizzate dagli istituti creditizi per raggiungere le abilità e le dimensioni necessarie per avere successo nel mercato e fronteggiare in maniera efficiente il processo di costante evoluzione e cambiamento.

Infatti, a differenza degli altri Paesi soprattutto europei, le banche popolari italiane hanno acquisito un ruolo di rilevanza significativa nel contesto economico nazionale. Si pensi al periodo di crisi finanziaria mondiale in cui le banche popolari hanno effettuato l'attività bancaria di raccolta del risparmio ed esercizio del credito con risultati più efficienti rispetto agli istituti creditizi costituiti sotto forma di S.p.A. di maggiori dimensioni. Inoltre, negli anni più recenti, le banche popolari per via delle loro caratteristiche strutturali, del supporto economico al territorio di riferimento e della loro struttura di società cooperative, hanno svolto un ruolo fondamentale anche nel sostegno alle PMI che rappresentano attualmente il punto di forza del nostro Paese.

Inoltre, la pandemia da COVID-19 che ha sconvolto il mondo attuale ha causato rilevanti cambiamenti in diversi settori, soprattutto in ambito tecnologico per aiutare famiglie e imprese a continuare le loro attività quotidiane nel rispetto di regole rigide imposte dalla normativa italiana. Oltre ad aver causato danni alla salute degli individui, la crisi pandemica ha determinato l'emergere di notevoli problemi per il contesto economico con delle conseguenze di rimarchevole impatto. Una delle conseguenze, che rende l'argomento interessante da ripercorrere e da analizzare, è l'incremento di fusioni,

consolidamenti, alleanze e acquisizioni cui sono state soggette numerose banche italiane, le quali indebolite dalla pandemia, sono corse alla ricerca di nuove offerte pubbliche in modo da recuperare risorse e migliorare la loro efficienza con l'intento di superare la crisi e ottimizzare i ricavi. Nel periodo recente, l'attenzione per le strategie di M&A nel contesto bancario è rivolta principalmente verso Banco BPM, Unicredit, Monte dei Paschi di Siena ed in particolare verso una delle principali banche di credito popolare in Italia, ovvero la Banca popolare dell'Emilia-Romagna.

Di conseguenza, lo studio delle strategie di fusione e di acquisizione aziendale e del loro funzionamento aiuta a comprendere come tale fenomeno può impattare sul comparto bancario italiano tramite l'incremento della stabilità degli istituti di credito, delle dimensioni organizzative e delle abilità per sostenere la competitività nazionale e internazionale.

Nella prima parte di questo elaborato vengono analizzate le principali caratteristiche che rendono l'istituto di credito popolare unico rispetto alle altre banche nazionali anche attraverso un confronto con le diverse realtà europee. Si tratta infatti, di un istituto creditizio costituito sotto forma di società cooperativa per azioni a responsabilità limitata, questo vuol dire che i soci hanno una responsabilità nei confronti delle obbligazioni aziendali limitatamente al capitale conferito originariamente (concetto di responsabilità limitata pura). Tuttavia, quando si parla di banche cooperative è indispensabile fare una distinzione tra banche popolari e banche di credito cooperativo. Le banche di credito cooperativo rientrano nella definizione di società cooperative in senso stretto, ovvero società in cui lo scopo principale dell'attività di produzione di beni e servizi è quello mutualistico non lucrativo, ciò significa che i soci sono posti al centro dell'attività e sono previste condizioni più favorevoli nei loro confronti come il diritto per ogni socio di esercitare il diritto di un voto a prescindere dal numero di azioni che si posseggono e la limitazione al possesso azionario col fine di sostenere la diffusione di potere tra i diversi soci. Invece, le banche popolari seppure svolgano la stessa attività delle banche di credito cooperativo hanno una peculiarità diversa, ovvero la mutualità non prevalente che le distingue dalle prime essendo potenzialmente indirizzate anche a finalità lucrative⁸⁹. Di conseguenza, gli scopi fondamentali che costituiscono gli obiettivi finali delle banche popolari sono principalmente due: la distribuzione degli

⁸⁹ Romano G., *La mutualità nelle Banche Popolari*, Giuffrè, 2020

utili ai soci con uno scopo di speculazione se realizzato con l'obiettivo di massimizzazione e la determinazione di condizioni vantaggiose per i propri azionisti in un'ottica cooperativa. Tutto ciò rende gli istituti creditizi popolari i principali intermediari finanziari proiettati al sostegno del territorio di riferimento favorendone la crescita e l'innovazione. Per raggiungere tali finalità, le banche popolari sfruttano quattro caratteristiche rilevanti:

- Limitazioni al possesso, il socio di una banca popolare non può detenere più dell'1% del capitale sociale;
- Mutualità non prevalente, la maggior parte dei servizi è rivolta ai soci dal momento in cui la maggioranza relativa delle quote proprietarie è posseduta dai clienti dell'istituto stesso;
- Voto capitaro, ad ogni socio della banca viene attribuito un voto a prescindere dal numero di azioni possedute;
- Clausola di gradimento, il Consiglio di Amministrazione deve approvare il trasferimento delle quote di partecipazione ai nuovi potenziali soci in modo da favorire i soci già esistenti ed evitare l'ingresso a soggetti terzi non graditi.

L'elaborato prosegue con l'analisi dell'intero periodo storico che ha contraddistinto l'evoluzione delle banche popolari partendo dai primi sistemi di stampo tedesco che offrivano ai più bisognosi la possibilità di accedere all'erogazione del credito con condizioni più favorevoli fissando le prime basi del concetto di istituto creditizio popolare fino alla realizzazione del primo istituto di credito popolare di origini italiane, la Banca Popolare di Lodi, che ha stimolato la diffusione sull'intero territorio nazionale delle banche popolari con le proprie peculiarità prima descritte. In seguito, abbiamo assistito ad una diffusione esponenziale degli istituti di credito popolare oggetto di numerosi cambiamenti soprattutto negli ultimi dieci anni con un impatto decisivo sul settore bancario popolare in quanto le realtà di maggior rilievo hanno assunto il controllo di altri istituti popolari minori e, delle volte, anche esterni al territorio di riferimento dando vita agli attuali grandi Gruppi Bancari, come il Gruppo BPM, UBI Banca e BPER Banca. Tuttavia, ciò che rende interessante e costantemente attuale l'argomento delle banche popolari è il fatto che il continuo processo di trasformazione non ha mai alterato totalmente le caratteristiche tradizionali degli istituti creditizi

popolari, anzi ha stimolato le relazioni di lunga durata con il territorio di riferimento rendendole più stabili, ha favorito l'impegno economico e sociale, lo sviluppo di condizioni vantaggiose per famiglie e imprese e il supporto duraturo verso il territorio.

È proprio questo sostegno costante al territorio di riferimento che rende le banche popolari i principali intermediari finanziari "a vocazione territoriale o locale", ovvero gli unici istituti creditizi distribuiti su ambienti urbani per garantire la continua soddisfazione della domanda di credito proveniente dai privati e dagli individui di uno specifico territorio (il c.d. credito popolare) in modo da favorire ulteriormente una adeguata competizione sul mercato e l'espansione delle attività locali.

Negli anni più recenti, la diffusione della globalizzazione e della competizione sempre più pressante nei mercati nazionali e internazionali ha segnato una linea di demarcazione tra gli istituti creditizi popolari, dato che molti di essi hanno raggiunto delle dimensioni ragguardevoli tali da superare il ridotto contesto localistico a favore di uno progresso economico e finanziario non solo territoriale ma nazionale e delle volte anche internazionali; invece, altre banche popolari hanno mantenuto il carattere più localistico di sostegno economico finanziario delle località di riferimento. Di conseguenza, gli istituti bancari in senso stretto, ovvero quelli di dimensioni limitate, mantenendo la peculiarità territoriale, vengono associati a quegli intermediari finanziario che, a differenza dei grandi gruppi bancari, sono gli unici in grado di conservare la fiducia tra banca e cliente che è alla base di ogni relazione bancaria di successo (*relationship banking*).

Dunque, il risultato a cui giungiamo è quello secondo cui bisogna riaccendere l'interesse per il fenomeno del localismo bancario, il quale garantirebbe l'ammodernamento delle relazioni tra banche, famiglie e PMI in un contesto bancario in costante mutazione e con un'ottica di incremento dimensionale degli istituti bancari, prendendo spunto dalle primarie relazioni tra banche offerenti credito urbano e i singoli artigiani ma innovandole con nuovi interventi normativi e con nuovi strumenti e metodologie finanziarie sempre nella direzione di sostegno economico del territorio.

Il capitolo si conclude con lo studio dettagliato della riforma più importante nell'intero settore bancario popolare, il Decreto-legge n. 3/2015 convertito poi con la Legge n.

33/2015, che ha determinato una rivoluzione per tutte le banche popolari con la speranza di stimolare nuovamente il suddetto fenomeno del localismo territoriale.

Difatti, le principali novità introdotte dalla riforma in questione sono: la limitazione del voto capitario consentendo l'assegnazione ai soci di più voti al momento della definizione dell'atto costitutivo; l'imposizione di un limite massimo all'importo dell'attivo di una banca popolare, che non può superare gli 8 miliardi di euro, specificando che, nel caso in cui tale limite venga superato e sia trascorso un anno dal superamento senza aver riportato l'attivo sotto il limite o non sia stata deliberata la trasformazione in S.p.A. o la liquidazione della banca popolare, si prevede l'intervento della Banca d'Italia che può optare per la revoca dell'autorizzazione allo svolgimento dell'attività bancaria o attuare la liquidazione coatta amministrativa; l'introduzione di una limitazione al diritto del socio al rimborso delle azioni in caso di recesso, trasformazione in S.p.A. o morte se tale limitazione garantisca un equo conteggio del numero di azioni che vanno a formare il capitale di vigilanza di qualità primaria; nel caso di banche popolari che non hanno la possibilità di determinare le maggioranze previste per le operazioni di fusione, queste vengono regolamentate uniformemente; viene introdotta la possibilità di ricorrere alle deleghe; sono incrementati i poteri degli organi assembleari e sono diminuite le limitazioni sulla nomina degli organi di governo; infine, le banche popolari di modeste dimensioni possono sfruttare benefici per favorire la partecipazione degli azionisti alla vita aziendale e incrementare l'interesse degli investitori.

In questo modo, si spera che gli istituti di credito popolare siano in grado di svolgere la loro attività bancaria con risultati più efficienti in modo da adeguarsi alle rinnovate esigenze di mercato sempre più competitivo in seguito all'Unione Bancaria che ha come obiettivo finale l'armonizzazione a livello di Unione Europea della regolamentazione del settore bancario, consolidando l'abilità nella gestione del patrimonio aziendale e stimolando l'innovazione, gli investimenti e la raccolta di risorse finanziarie per incrementare gli utili e favorire l'economia del territorio raggiungendo il benessere collettivo.

La trattazione prosegue con il secondo capitolo in cui vengono analizzate dettagliatamente le operazioni di fusione e acquisizione nel settore bancario italiano. Si tratta di strategie finanziarie, particolarmente stimolate in seguito al processo di

globalizzazione, in grado di assicurare risultati aziendali vantaggiosi sia dal lato dei costi che dal lato dell'efficienza temporale.

Fusioni e acquisizioni, anche se vengono spesso impiegate in maniera intercambiabile, sono contraddistinte da peculiarità che le rendono due strategie ben distinguibili.

Gli interventi di fusione vengono attuati quando si intende unire due o più aziende, ovvero quando si intende aggregare diverse aziende in un'unica azienda garantendo ad una delle società coinvolte di continuare ad operare mentre le altre cessano di esistere. Si tratta di interventi di crescita dimensionale di tipo esterno in cui i fattori di successo consistono in un orizzonte temporale di medio-lungo termine, la strutturazione dell'attività aziendale prima della realizzazione della fusione e anche dopo, la previsione dei possibili fattori esterni che possono influenzare il buon esito dell'operazione, il controllo dei costi che emergono in seguito alla fusione e l'analisi degli specifici ruoli svolti nel corso dell'operazione. Rispettando questi elementi, si è in grado di approfondire le singole fasi necessarie per completare una fusione, partendo dalla fase preliminare in cui vengono instaurati i rapporti tra gli organi amministrativi e si redigono il Progetto di fusione, la Situazione patrimoniale e la Relazione illustrativa fino a raggiungere la fase attuativa stipulando l'Atto di fusione.

Un'altra modalità operativa è invece seguita dagli interventi strategici di acquisizione, in cui un istituto creditizio ottiene il controllo su un'altra banca la quale, però, riesce a mantenere la propria autonomia giuridica. Anche nel caso delle acquisizioni è fondamentale rispettare fattori in grado di garantire il successo dell'operazione, come la programmazione dell'operazione stessa, previsione del contesto esterno, analisi costi-benefici nell'ottica di creare valore per l'istituto che decide di realizzare l'acquisizione. Anche l'acquisizione risulta essere una metodologia complessa da strutturare in diverse fasi che partono dall'analisi strategica preventiva del settore di riferimento fino a raggiungere la fase di Due diligence e di successiva stipula del contratto definitivo di acquisizione.

Tuttavia, a prescindere dalle differenze esistenti tra le diverse operazioni di M&A, le ragioni che portano ad attuare una fusione o una acquisizione sono le stesse ed in particolare riguardano la realizzazione delle 'sinergie', ovvero la riduzione dei costi tramite l'eliminazione delle risorse in abbondanza e l'incremento dei ricavi.

Tali sinergie sono strettamente connesse ai tre principali vantaggi delle operazioni di M&A che stimolano gli istituti bancari ad optare per tali strategie finanziarie, ovvero i vantaggi operativi che nascono dalle correlazioni tra le catene produttive e tra i vari rapporti societari delle varie aziende operanti nello stesso mercato; vantaggi economico-finanziari connessi alla riduzione dei costi del capitale sociale sia per la società acquirente che per l'acquisita; infine, i vantaggi tributari di attribuzione della competenza ad ogni esercizio amministrativo di quote di ammortamento maggiorate per via dell'incremento di valore contabile dei beni strumentali presenti nel bilancio.

Ovviamente, l'altra faccia della medaglia comporta la presenza di numerose difficoltà e problemi che rendono le acquisizioni come le fusioni degli interventi onerosi sotto diversi punti di vista. Sicuramente, il principale svantaggio da dover studiare accuratamente consiste nella differenza tra le culture aziendali e tra le modalità operative dei diversi istituti coinvolti che può determinare la distruzione di valore tramite l'unione delle due società mediante, ad esempio, la fusione.

Le operazioni di fusione e di acquisizione stanno acquisendo una rilevanza sempre più significativa nel contesto bancario italiano e questo per via del consolidamento bancario. Infatti, dalle esperienze maturate e dalle strategie poste in essere dagli istituti bancari nel corso degli anni è emerso che l'ottimizzazione operativa e strutturale delle banche non dipende principalmente dal tipo di operazione di fusione o di acquisizione attuata ma dal tipo di società che viene creata in seguito all'operazione stessa. Dunque, quando si parla di M&A nel contesto bancario ci si riferisce a strategie in grado di dar vita a delle società attraverso cui le banche riescono ad adattarsi alle mutate regole di gioco, in quanto bisogna sempre tenere a mente il fatto che l'ambiente che circonda l'operato delle banche muta continuamente e di conseguenza le banche devono modificare la propria organizzazione e le proprie modalità gestionali preferendo un incremento dimensionale e un'integrazione di esperienze con altri istituti creditizi operanti nello stesso territorio in modo da adattarsi ai cambiamenti, e le operazioni di fusione e acquisizione sono lo strumento più adatto per raggiungere tale scopo.

Infine, si osserva come l'attuale crisi pandemica ha influenzato il settore bancario nella realizzazione di queste strategie finanziarie e si definisce una possibile soluzione che gli istituti creditizi possono adottare ai fini di una corretta esecuzione delle fusioni e acquisizioni in presenza di una crisi con risvolti tragici come quella che stiamo vivendo,

in particolare si pensa di poter aggiungere un'ulteriore variabile da considerare durante il processo di valutazione aziendale, che precede il completamento di una fusione o acquisizione, che tenga in considerazione gli effetti del Covid-19 sull'accordo originariamente formalizzato di fusione o acquisizione mediante l'approfondimento della performance dell'istituto bancario acquisito, delle sue risorse finanziarie, dei nuovi contratti realizzati con i clienti e fornitori, delle risorse umane e della loro sensibilità nei confronti del rischio pandemico e delle nuove aspettative economiche.

Nel terzo e ultimo capitolo, si procede con l'analisi di una delle più famose banche popolari italiane, la Banca Popolare dell'Emilia-Romagna, rientrante nel terzo gruppo bancario nazionale, Gruppo BPER. Vengono esaminate le sue proprietà fondamentali, tipiche di una banca popolare che fornisce sostegno al territorio di riferimento; infatti, la banca BPER risulta essere una delle realtà bancarie più interessanti poiché si focalizza sulla concessione di finanziamenti a sostegno del proprio territorio sia per soddisfare le esigenze della popolazione di riferimento sia per permettere la realizzazione di opere pubbliche per favorire la collettività sociale. Oggi, il Gruppo BPER rientra tra le banche con la più elevata solidità patrimoniale con l'indice Common Equity Tier 1 pari a 13,5% al 31.12.2021 ben al di sopra del minimo regolamentare dell'8,3%.

Come appena sottolineato, Banca BPER è una delle principali realtà bancarie popolari poste sotto i riflettori per quanto concerne le molteplici operazioni di fusione e di acquisizione realizzate nel corso degli anni, vengono infatti esaminati i due interventi finanziari di fusione e acquisizione più rilevanti perfezionati negli ultimi anni dal Gruppo bancario tramite l'incorporazione di BPMEZZ, BDC e BPR e mediante l'acquisizione della Nuova Cassa di Risparmio di Ferrara S.p.A, che hanno consentito all'istituto di credito popolare modenese di raggiungere una dimensione tale da riuscire a competere adeguatamente con le più grandi realtà creditizie italiane e anche internazionali dimostrando con ottimi risultati di essere una degli intermediari finanziari che ha sfruttato positivamente i principali vantaggi connessi alle operazioni di M&A precedentemente menzionati. Infine, l'elaborato si conclude con la disamina dell'ultima significativa operazione di M&A, ancora in corso al momento in cui si scrive, che cambierà le sorti degli istituti creditizi coinvolti, ovvero Banca BPER dal lato dell'acquirente e Banca Carige dal lato dell'acquisita, permettendo alla Banca BPER di espandere le proprie attività di raccolta del risparmio ed esercizio del credito su un

territorio più vasto e di raggiungere le prime tre istituzioni creditizie a rilevanza sistemica, ovvero Banco BPM, Intesa SanPaolo e UniCredit; in aggiunta, tale operazione strategica consentirà a Banca Carige di superare la crisi in cui versa da numerosi anni e di riprendere a svolgere l'attività bancaria sotto il controllo di uno dei primi gruppi bancari italiani.

L'analisi condotta in questo elaborato ha evidenziato prima di tutto il ruolo di primaria rilevanza svolto dalle banche popolari nello sviluppo sociale ma soprattutto economico e finanziario dell'Italia grazie al sostegno costante alle piccole realtà territoriali e alle famiglie. Inoltre, la riforma del 2015 ha determinato un cambiamento sostanziale delle caratteristiche tipiche di una banca popolare, innovando una regolamentazione ormai obsoleta considerando l'esperienza di altri paesi europei come la Francia, la Germania e l'Olanda, rendendo interessante capire come la normativa andrà ad impattare il modello degli istituti creditizi popolari in futuro. Infatti, sarà fondamentale capire come la procedura del diritto di recesso verrà applicata e come l'autorità di vigilanza italiana analizzerà le singole richieste di recesso.

In generale, lo studio delle proprietà e della struttura organizzativa delle banche popolari mostra come tali istituti abbiano riportato nel corso degli anni, ed in particolare durante le crisi economico-finanziarie, risultati spesso sorprendenti e superiori rispetto ai principali gruppi bancari costituiti nella forma di S.p.A., confermando in ogni occasione il loro predominante interesse verso il territorio e le necessità dei cittadini con l'obiettivo di favorire la crescita delle piccole e media realtà italiane.

In aggiunta, la trattazione mostra come il settore bancario italiano riesca a stare al passo coi tempi e ad innovarsi anche con l'ausilio di metodologie strategiche e finanziarie, ovvero le operazioni di fusione e acquisizione, che sono considerate tra le migliori strategie di crescita per via esterna che gli istituti creditizi, anche popolari, possono utilizzare per incrementare le proprie dimensioni e favorire di una vasta gamma di benefici come le economie di scala e di scopo. Come risulta al termine dell'analisi condotta, seppure tali interventi strategici continuino ad essere utilizzati da molteplici istituti creditizi, vi sono numerosi aspetti che li rendono complessi da realizzare con successo. Emerge, di conseguenza, che affinché le operazioni di M&A risultino perfezionate con esito positivo, anziché adottare un'ottica di breve periodo considerando un beneficio di tipo reputazionale e l'interesse meramente personale degli

amministratori, è essenziale verificare la presenza di motivazioni adeguate, quali l'efficienza operativa, le economie di scala, le sinergie e la riduzione delle spese.

Come abbiamo analizzato, le operazioni di M&A hanno avuto effetti di maggiore rilevanza soprattutto nel contesto bancario considerando anche il recente processo di consolidamento a cui sono state sottoposte le banche nazionali e internazionali per via dell'incremento delle aggregazioni nei mercati, dell'innovazione tecnologica, della globalizzazione e dell'incalzante necessità di contenere i costi operativi per favorire l'efficienza degli istituti di credito.

Anche il nostro Paese ha sperimentato una crescita esponenziale del fenomeno delle concentrazioni bancarie seguite da un incremento delle operazioni di fusione e acquisizione che hanno supportato l'Italia nell'innovare l'obsoleto sistema bancario italiano con la creazione di istituti creditizi di significative dimensioni capaci di competere nei mercati internazionali. Nonostante ciò, l'insuccesso di diverse realtà bancarie nella realizzazione di operazioni di M&A dimostra come ci sia ancora bisogno di migliorare la gestione organizzativa e l'efficienza operativa degli istituti di credito mediante la realizzazione di ulteriori interventi di consolidamento e sostenendo il processo di digitalizzazione aziendale.

In conclusione, l'analisi condotta sul terzo gruppo bancario italiano e sulla Banca Popolare dell'Emilia-Romagna, mostra non solo come una tra le prime tre banche italiane continui a favorire l'interesse del territorio di riferimento e il sostegno alle piccole realtà locali, confermando la conservazione delle caratteristiche e delle finalità tipiche che le banche popolari hanno voluto difendere sin dalla loro creazione, ma conferma anche l'utilità che le operazioni di M&A possono avere se realizzate in modo adeguato, rispettando le singole fasi e nell'ottica di crescita esterna. Infatti, le operazioni di maggior successo realizzate dall'istituto popolare, ovvero quelle del 2014 e del 2017, hanno migliorato il Gruppo BPER sotto diversi aspetti, creando valore e ottimizzando la posizione della Banca nel mercato nazionale e internazionale; inoltre, l'operazione in corso di acquisizione e successiva fusione nei confronti di Banca Carige, ha permesso di comprendere appieno come tali interventi strategici non solo supportano gli istituti di credito nel raggiungere dimensioni tali da garantire un confronto equo nei mercati nazionali e internazionali, ma sono anche un valido strumento per superare periodi di gravi crisi aziendali e garantire il risanamento della banca in modo da riprendere

l'attività bancaria di raccolta del risparmio ed esercizio del credito sempre con l'obiettivo ultimo di sostenere la crescita sociale ed economica dell'intero Paese.