

Le operazioni di M&A nel
mondo bancario: analisi del caso
Intesa Sanpaolo-UBI Banca

RELATORE

Prof. Giovanni Fiori

CANDIDATO

Filippo Canichella - 246761

*Ringrazio infinitamente la mia
famiglia che mi ha sempre
sostenuto, appoggiando ogni
mia decisione*

Indice

Introduzione	5
Capitolo primo	
1.1 Fusione e acquisizione.....	6
1.2 Le fasi del processo di acquisizione (buy-side).....	8
1.2.1 Analisi strategica preventiva	
1.2.2 Negoziazione	
1.2.3 Due diligence e stipula del contratto	
1.2.4 Assistenza post-operazione	
1.3 Le fasi del processo di fusione.....	9
1.4 Strategie di crescita e finalità delle operazioni.....	9
1.4.1 Crescita esterna e interna	
1.4.2 Motivazioni strategiche-economiche principali	
1.5 Concorrenza.....	13
1.6 Principali metodi di valutazione.....	14
1.6.1 Dividend Discount Model	
1.6.2 Il Metodo dei Multipli di Mercato	
Capitolo secondo	
2.1 Fenomeno della concentrazione bancaria italiana.....	18
2.1.1 Dalla legge Amato al COVID-19	
2.2 L'importanza e i drivers delle fusioni e acquisizioni nel mondo bancario.....	23
2.2.1 Riduzione dei costi e incremento dell'efficienza	
2.2.2 Significativi investimenti tecnologici	
2.2.3 Gestione dei Non Performing Exposures	
2.2.4 Banca Centrale Europea	
2.3 Valutare il successo di una fusione o acquisizione tra banche.....	28
2.3.1 Asset utilization (AU)	
2.3.2 Net profit margin (NPM)	
2.3.3 Return on assets (ROA)	
2.3.4 Equity multiplier (EM)	
2.3.5 Return on equity (ROE)	
2.3.6 Margine d'interesse netto (MIN) e Spread	
2.3.7 Cost income ratio	

Capitolo terzo

3.1 Intesa Sanpaolo.....	31
3.2 UBI Banca.....	31
3.3 La fusione Intesa Sanpaolo – UBI Banca.....	32
3.4 La valutazione di UBI Banca.....	33
3.5 Analisi dati 2018-2019-2020-2021.....	34
3.5.1 Cost/Income, dipendenti, sportelli e innovazione tecnologica	
3.5.2 ROE, ROA e MIN	
3.5.3 NPE, Tier 1 ratio e Common Equity Tier 1 ratio	
3.6 Aumento di concentrazione e rischi per la clientela.....	41
3.7 Le previsioni di Intesa Sanpaolo per il 2025.....	41
Conclusione	43
Bibliografia	46
Sitografia	47

Introduzione

In un mercato caratterizzato da una forte dinamicità e soggetto a molteplici variabili, che determinano e modificano i comportamenti degli attori economici, le imprese devono cercare di fronteggiare questi cambiamenti adottando strategie che le rendano più competitive rispetto alla concorrenza. Per tale motivo, esse sono orientate a perseguire obiettivi di crescita dimensionale, avendo la possibilità di operare una scelta tra crescita interna ed esterna. Nel primo caso, lo sviluppo risulta essere molto più lento ed è realizzabile tramite massicci investimenti in ricerca e sviluppo; nel secondo, puntando ad un'operazione di fusione o acquisizione, si assiste ad una crescita molto più rapida, dal momento che l'impresa ottiene un insieme di capacità, competenze e risorse riferite a un processo già avviato.

Per quanto riguarda le banche, la crisi dei mutui *sub-prime* ha provocato un fulmineo e importante cambiamento nelle aspettative dei clienti e dei dipendenti. Il successivo emergere del COVID-19, alla fine dell'anno 2019, ha accelerato ulteriormente questo dinamismo, provocando un consistente aumento di crediti deteriorati. Per reagire a questo continuo evolversi del panorama economico e affrontare adeguatamente la prossima normalità, le banche devono adattarsi e perseguire strategicamente operazioni di fusione e acquisizione, in grado di offrire loro numerosi vantaggi.

Questo elaborato ha come obiettivo finale l'analisi dettagliata delle operazioni di fusione e acquisizione nel mondo bancario, allo scopo di far comprendere le motivazioni e le opportunità che sono alla base di questi processi.

Nel primo capitolo saranno analizzate le caratteristiche generali delle operazioni di *M&A*, con particolare riferimento alla distinzione tra fusione e acquisizione, nonché le fasi processuali di esse, i principali metodi di valutazione delle banche, le strategie e le finalità di dette operazioni.

Nel secondo capitolo sarà descritta brevemente la storia del sistema bancario italiano, con un approfondimento sulla concentrazione del settore, notevolmente aumentata nell'ultimo trentennio, come testimoniato dalla nascita di grandi gruppi, primo fra tutti Intesa Sanpaolo.

Nel capitolo sarà dato particolare rilievo all'importanza delle operazioni di fusione e acquisizione nel settore bancario, descrivendo le principali motivazioni che hanno spinto le banche a ricorrere a questo tipo di operazioni, al fine di facilitare la comprensione dell'*escalation* del fenomeno nel contesto emergenziale determinato dalla diffusione del virus COVID-19, a seguito del quale si è assistito a numerose proposte di fusione, alcune concretizzatesi (Intesa Sanpaolo-UBI Banca), altre in corso di formulazione e conseguente probabile avviamento (Banco BPM-Crédit Agricole), altre ancora mai realizzatesi (Unicredit-Monte dei Paschi di Siena).

Nel terzo ed ultimo capitolo, tramite l'utilizzo di alcuni indici bancari presentati nel secondo capitolo, sarà esaminato il caso pratico della recente fusione tra Intesa Sanpaolo e UBI, che ha portato alla nascita di un colosso bancario che vanta il primato in Italia per numero di sportelli e per quota di mercato.

Capitolo primo

1.1 Fusione e acquisizione

La fusione è un'operazione straordinaria, regolamentata dagli articoli 2501-2505 del Codice Civile, attraverso cui due o più imprese si fondono in un unico soggetto giuridico.

Esistono principalmente due tipi di fusione:

1. La fusione propria, nel caso in cui due o più società si fondono in una nuova società.

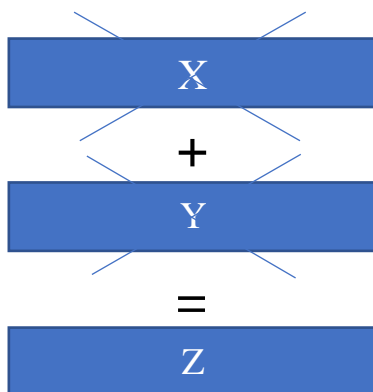


Grafico elaborato personalmente

2. La fusione per incorporazione, nel caso in cui una o più società vengono conglobate in un'altra società già esistente.

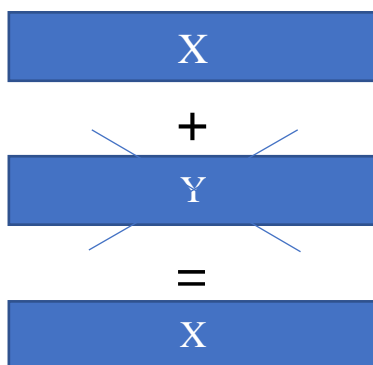


Grafico elaborato personalmente

Inoltre, a seconda dell'obiettivo delle compagnie coinvolte, possiamo considerare le seguenti tipologie di fusione e acquisizione: orizzontale, verticale, conglomerale e concentrica.

Una fusione orizzontale avviene tra compagnie operanti nello stesso settore. Questo tipo di fusione è molto comune nelle industrie con poche imprese operanti ed ha l'obiettivo di aumentare rapidamente la quota di mercato, creando delle economie di scala. Spesso, però, l'Autorità Antitrust è chiamata a intervenire nel momento in cui, a seguito di questo tipo di operazioni, si vengono a creare forti squilibri alla concorrenza del mercato e abusi di potere a danno dei consumatori.

Una fusione verticale avviene, invece, tra imprese operanti a diversi livelli della catena di fornitura di un determinato settore. Questo tipo di fusione consente di sviluppare sinergie, grazie alle quali si riduce fortemente il rischio di fornitura e il rischio di mercato. A seguito di queste operazioni, però, molto spesso i costi di coordinamento subiscono grandi incrementi.

Una fusione concentrica è invece una fusione in cui due o più compagnie, provenienti dallo stesso settore, si

uniscono per offrire una gamma estesa di prodotti e servizi ai clienti. Queste aziende condividono spesso tecnologia, marketing e canali di distribuzione e grazie a questo tipo di fusione sono in grado di sviluppare sinergie tecniche e commerciali.

Infine, una fusione conglomerale coinvolge due o più imprese che operano in business che non hanno nulla in comune tra di loro. Questo tipo di operazione permette dunque alla compagnia di operare in nuovi settori tramite una diversificazione del portafoglio di attività.

L'acquisizione è, invece, un'operazione straordinaria di finanza aziendale, mediante la quale una società assume il controllo di un'altra tramite l'acquisto della proprietà dell'impresa o del pacchetto azionario di maggioranza. Nella maggior parte dei casi, questo tipo di operazione avviene tramite l'acquisto di quote o di azioni del capitale sociale, dietro corrispettivo in denaro; nei restanti casi, attraverso lo scambio di azioni tra le due compagnie. Acquistare più del 50% delle azioni di una compagnia permette all'acquirente di assumere la maggior parte delle decisioni, senza alcun bisogno di approvazione da parte degli altri *shareholders* della società. Ciò che rende sostanzialmente differenti le due operazioni è il mantenimento della struttura giuridica dell'incorporante e dell'incorporata nell'acquisizione, mentre nella fusione si viene a generare un nuovo soggetto giuridico.

Diverse sono le modalità utilizzate per realizzare una operazione di acquisizione:

- l'acquisizione *tout court* (o acquisizione propriamente detta), caratterizzata “*dal trasferimento della proprietà di una partecipazione azionaria di controllo (o di un ramo di azienda) da un soggetto (venditore) ad un altro (compratore);*”¹
- l'offerta pubblica di acquisto (OPA), disciplinata nell'ordinamento italiano dagli artt. 101 bis - 112 del Testo Unico della Finanza, contenuto nel decreto legislativo 58/1998 e dalle norme di attuazione in materia di emittenti contenute nel regolamento della Consob. L'OPA è “*una operazione di borsa mediante la quale una persona fisica o giuridica dichiara pubblicamente agli azionisti di una società quotata di essere disposta a comprare i loro titoli a un prezzo superiore a quello di borsa, per acquisire o rafforzare il proprio controllo sulla società in questione.*”² L'offerta risulta efficace nel caso del raggiungimento di un quantitativo minimo di titoli entro la scadenza del periodo di validità di essa. Nel caso di OPA il corrispettivo è pagato completamente in denaro;
- l'offerta pubblica di scambio (OPSC), nel caso in cui il corrispettivo sopra descritto è costituito da altri titoli, come ad esempio azioni della società acquirente;
- l'offerta pubblica di acquisto e di scambio, nel caso in cui si tratti di un corrispettivo in denaro e titoli;
- il *leverage buy out* (LBO), consistente in un'acquisizione mediante debito, realizzata nella maggiore parte dei casi da fondi di *private equity*. L'acquirente costituisce una società veicolo (*Newco*), avente uno Stato Patrimoniale caratterizzato da una modesta somma di capitale sociale, versata dalla società

¹ M. Rosaria Napolitano, *La gestione dei processi di acquisizione e fusione di imprese*, Angeli Editore, 2003

² Enciclopedia Treccani, OPA

di *private equity*, e da un consistente debito. Successivamente, la società veicolo conferisce i propri *assets* alla società *target*, detta *Opco* e procede ad una fusione con essa mediante incorporazione.

1.2 Le fasi del processo di acquisizione (*buy-side*)

Nelle pagine successive viene presentata una sintesi delle fasi tipiche di un'operazione di acquisizione (*buy-side*), sottolineando per ognuna di esse il ruolo di ausilio che l'*advisor*, cioè il consulente finanziario esterno specializzato nelle operazioni di *M&A*, può compiere.

La funzione dell'*advisor* è fondamentale, dal momento che da un'indagine condotta nel 2011³ il tasso di fallimento di queste operazioni risultava compreso tra il 70% e il 90%.

Ciò si verifica perché spesso non viene prestata la dovuta attenzione ai reali effetti sinergici, che possono essere realizzati tramite una fusione o un'acquisizione. Gli autori dell'indagine in questione sostengono che le probabilità di successo potrebbero essere notevolmente aumentate se i dirigenti delle società intuissero come selezionare gli obiettivi, quanto pagarli e come integrarli. Di seguito le quattro fasi:

1.2.1 Analisi strategica preventiva

L'analisi strategica preventiva è la fase iniziale del processo di *M&A* ed è caratterizzata comunemente dall'impostazione strategica, dalla definizione degli obiettivi e identificazione dell'impresa target ideale e dalla ricerca delle alternative. Fondamentalmente questa fase permette di valutare se tale operazione straordinaria rappresenti realmente un'opportunità di crescita per l'azienda.

Durante l'impostazione strategica un consulente professionale verifica che l'operazione sia in linea con gli obiettivi strategici prefissati dall'impresa. Pertanto, vengono analizzati i punti deboli dell'impresa, il settore industriale in cui essa opera e le potenziali sinergie realizzabili.

Successivamente, definendo gli obiettivi dell'acquisizione o fusione, sarà identificata la società target ideale, che sarà poi confrontata con una lista di potenziali candidati, individuati tramite la ricerca delle alternative.

1.2.2 Negoziazione

Una volta individuata e scelta la società target, vengono avviati i primi contatti con essa. I rapporti tra le due società vengono gestiti attraverso un accordo di non divulgazione, con il quale le parti si impegnano a mantenere segrete le informazioni confidenziali designate, pena la violazione dell'accordo stesso.

Premesso ciò, risulta poi fondamentale stabilire una giusta valutazione della società target, sulla base della quale avverrà la negoziazione. Il prezzo della società viene fissato mediante l'utilizzo dei metodi di valutazione di azienda, tra i quali *il Discounted cash flow* e il Metodo dei Multipli di Mercato sono i più ricorrenti.

Il metodo che sarà adottato e il termine massimo di completamento dell'operazione vengono sottoscritti con la lettera di intenti, uno strumento legale che preannuncia l'avvio della fase successiva.

1.2.3 Due diligence e stipula del contratto

Durante questa fase, definita *due diligence*, vengono identificate tutte le criticità della società target, attraverso un'analisi delle informazioni concernenti gli aspetti contabili, fiscali e legali dell'impresa. La *due diligence* spesso porta all'identificazione di alcuni valori nascosti, che potrebbero avere un impatto determinante

³ Christensen, Alton, Rising, Waldeck, *The Big Idea: The New M&A Playbook*, HBR, 2011

sull'operazione in termini di prezzo, garanzie e addirittura sulla conclusione della trattativa stessa. Pertanto, tramite la *due diligence* l'acquirente comprende se la società target è effettivamente quella desiderata e se il prezzo offerto per essa rispecchia realmente il valore della società.

L'*advisor* in questa fase consente di minimizzare i rischi dell'operazione, fornendo assistenza per la stipula del contratto.

1.2.4 Assistenza post-operazione

Lo step finale si concretizza in un'attività di consulenza volta a sviluppare piani operativi per la nuova realtà aziendale e a valutare gli effetti finanziari e fiscali della riorganizzazione del personale e delle attività operative.

1.3 Le fasi del processo di fusione

Il processo di fusione può essere descritto in via esemplificativa facendo riferimento a tre fasi distinte.

La prima fase prevede la redazione dei seguenti documenti:

- il progetto di fusione, da redigersi a cura degli amministratori delle società coinvolte, che definisce le condizioni e le caratteristiche dell'operazione e il cui contenuto minimo è descritto nell'articolo 2501-ter del Codice Civile;
- le situazioni patrimoniali delle società coinvolte nella fusione, nel caso in cui quelle riferite all'ultimo bilancio di esercizio risalgano a oltre 120 giorni dalla data del deposito del progetto di fusione;
- la relazione degli Organi amministrativi, avente lo scopo di legittimare e chiarire il progetto di fusione.

Il progetto di fusione e le situazioni patrimoniali, unitamente ai bilanci di esercizio degli ultimi tre anni, devono restare in deposito presso le sedi delle società coinvolte nei trenta giorni che precedono l'assemblea dei soci, organo che deciderà in merito alla fusione, nei termini e alle condizioni contenute nel progetto.

La seconda fase del processo di fusione consiste nel deposito presso il Registro delle Imprese delle delibere di fusione approvate dalle assemblee di tutte le società coinvolte nell'operazione, da effettuarsi entro il termine massimo di 30 giorni dalla data di approvazione in assemblea del progetto di fusione.

Infine, l'ultima fase prevede la redazione dell'atto di fusione, decorsi i sessanta giorni dalla data di pubblicazione della delibera, e il successivo deposito nel Registro delle Imprese dei luoghi ove hanno sede le società coinvolte e in quello in cui ha sede la società risultante.

Successivamente, in base al rapporto di concambio, stabilito nel progetto di fusione, i soci delle società coinvolte riceveranno le partecipazioni in cambio di quelle originarie.

1.4 Strategie di crescita e finalità delle operazioni

Come si può osservare nel *Grafico 1.1* e nel *Grafico 1.2* riferiti alle rilevazioni di *Ernest Young*, nel 2021 il numero di *deals* portati a termine dalle imprese presenti sul territorio nazionale e il corrispondente valore economico hanno toccato livelli mai raggiunti prima. Rispetto all'anno precedente, in cui il numero di operazioni aveva subito un'importante contrazione a causa della pandemia mondiale, passando da 655 a 554,

nel 2021 si è verificato un incremento di *deals* pari a 151 unità. Ma a colpire ancora di più è soprattutto il valore complessivo delle operazioni, che arriva a toccare la soglia degli 85,5 miliardi di euro, segnando un incremento più che doppio rispetto all'anno 2020.

La crisi pandemica ha spinto la maggior parte delle imprese a ripensare alle proprie strategie di azione e a modificare anche il proprio livello organizzativo. Ciò evidenzia ancora una volta la forte correlazione esistente tra ambiente esterno, strategia d'impresa e struttura organizzativa. In questo panorama caratterizzato da forte dinamicità, le acquisizioni e le fusioni hanno permesso alle aziende di dotarsi tempestivamente di nuove competenze, capacità e risorse per affrontare la nuova realtà.

Grafico 1.1



Fonte: analisi EY su Mergermarket con deal con valore eccedente € 5 milioni

Grafico 1.2



Fonte: analisi EY su Mergermarket con deal con valore eccedente € 5 milioni

Dalla *Tabella 1.1* si rileva che nel corso dell'anno 2020 a risentire della contrazione di operazioni rispetto all'anno precedente sono stati quasi tutti i settori, a eccezione del settore dei servizi finanziari che ha osservato non solo un lieve aumento del numero di *deals*, ma soprattutto una crescita pari a oltre il 300% del valore

totale delle operazioni. Ciò evidenzia l'affermarsi della tendenza del progressivo aumento di fusioni e acquisizioni nel mondo bancario e in quello degli istituti finanziari. Va sottolineato, però, che la parte maggiore di questa quota, corrispondente a 5,5 miliardi di euro, è da riferire alla fusione tra Intesa Sanpaolo – UBI, che sarà oggetto del caso di studio rinviato all'ultimo capitolo.

Tabella 1.1

Settore	2019			2020		
	Valore (€ milioni)	Quota % a valore	Numero di operazioni	Valore (€ milioni)	Quota % a valore	Numero di operazioni
Financial services	4.478	12,2%	28	13.703	35,2%	33
Consumer	4.609	12,5%	140	5.904	15,2%	100
Industrial & Chemical	5.567	15,1%	175	4.848	12,4%	137
Telecom	0	0,0%	1	3.365	8,6%	4
Business Services	496	1,3%	64	2.898	7,4%	48
Technology	8.619	23,4%	46	2.278	5,8%	60
Leisure	1.273	3,5%	19	1.709	4,4%	14
Energy, Mining & Utilities	4.380	11,9%	60	965	2,5%	38
Construction	3.019	8,2%	20	938	2,4%	19
Pharma, Medical & Biotech	1.900	5,2%	53	879	2,3%	31
Transport	1.354	3,7%	16	763	2,0%	25
Real Estate	200	0,5%	6	548	1,4%	3
Other	931	2,5%	16	169	0,7%	7
Total	36.826	100,0%	644	38.968	100,0%	519

Fonte: analisi EY su dati Mergermarket

Nei successivi paragrafi saranno analizzate nel dettaglio le motivazioni alla base delle operazioni di M&A, per comprendere al meglio i cambiamenti che si stanno verificando nel sistema economico mondiale.

1.4.1 Crescita esterna e interna

Un'impresa per essere vincente deve porsi l'obiettivo di crescere sia dal punto di vista qualitativo che da quello dimensionale. È importante ricordare che *“la crescita è comunque un momento critico, che se mal vissuto potrebbe distruggere valore piuttosto che crearlo”*.⁴

Come già si è osservato nell'introduzione, il processo di crescita può essere raggiunto sia per linee interne, sia tramite acquisizioni e fusioni. La crescita interna si realizza attraverso l'utilizzo di capacità, conoscenze e risorse proprie, mettendo in atto investimenti in area produttiva o commerciale mediante autofinanziamento o richiesta di finanziamenti esterni.

Punto focale nella fase di crescita interna è non tanto la ricerca di nuove risorse quanto il potenziamento di quelle di cui si dispone, in grado di generare già un vantaggio competitivo.

Attraverso le acquisizioni e fusioni, invece, si dovrebbero unire i punti di forza delle imprese coinvolte, creando sinergie sulla base di risorse complementari. Il vantaggio di una crescita esterna consiste prevalentemente nella rapida realizzazione degli obiettivi prefissati, rispetto alle lunghe e onerose ricerche in

⁴ Lucio Potito, *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, G. Giappichelli Editore, 2016

programmi di investimento.

La rapidità dell'azione di crescita costituisce un fattore di successo, soprattutto se si considerano i casi di prodotti aventi un breve ciclo di vita oppure nelle situazioni in cui si rivela particolarmente importante la tempestività dell'azione.

Nelle situazioni in cui le barriere all'entrata sono molto alte, la crescita attraverso fusione e acquisizione è l'unica modalità che consente di entrare in settori nei quali risulterebbe impossibile o troppo oneroso l'accesso con risorse proprie. Lo stesso si verifica quando non si possiedono le caratteristiche che consentono l'ingresso in mercati di altri Paesi, culturalmente ed economicamente molto diversi, in cui risulterebbe molto più semplice operare tramite un'impresa locale.

Inoltre, un altro vantaggio rappresentato dalle operazioni di acquisizione è l'eliminazione di quei rischi che sono spesso presenti quando si vuole iniziare una nuova attività. In questi casi la strategia di crescita per via esterna si rivela vincente, soprattutto in settori tecnologicamente molto avanzati o quando l'investimento è particolarmente elevato.

Anche nei casi in cui un determinato settore risulti saturo e quindi occorra adottare una strategia di diversificazione è auspicabile ricorrere ad una acquisizione, perché la crescita interna potrebbe risultare molto più lenta o fallimentare.

Perseguire una crescita esterna, però, non permette di usufruire dei vantaggi che possono derivare da uno sviluppo interno. Il più delle volte, infatti, una crescita per linee esterne, seppur indubbiamente consente di ridurre notevolmente le tempistiche per il raggiungimento degli obiettivi prefissati, comporta l'acquisizione anche di competenze e di risorse non ritenute realmente necessarie. Inoltre, è utile sottolineare come la crescita interna sia il percorso più adatto da seguire, perché in linea con le caratteristiche dell'organizzazione interna all'impresa.

Occorre quindi ogni volta valutare i pro e i contro di queste operazioni, scegliendo di volta in volta quella più adatta alla circostanza.

1.4.2 Motivazioni strategiche-economiche principali

La motivazione principale che orienta un'impresa a realizzare un'operazione di *M&A* è l'opportunità di realizzare delle sinergie economiche. Una sinergia si concretizza nel momento in cui il valore del nuovo complesso aziendale risulta maggiore della somma del valore delle imprese prese singolarmente. È opportuno, però, sottolineare come la fusione o l'acquisizione non rappresentano altro che la condizione preliminare necessaria per la creazione di tali sinergie, dal momento che i sistemi aziendali potrebbero non integrarsi tra di loro e condurre al fallimento dell'operazione.

Grazie all'implementazione di queste sinergie, si possono ottenere numerosi vantaggi operativi, fiscali, manageriali e finanziari, tra i quali:

- la crescita del potere di mercato, che rappresenta un presupposto fondamentale per fronteggiare l'azione dei concorrenti e aumentare gli utili d'impresa;
- l'incremento dell'efficienza economica, che permette una notevole riduzione dei costi mediante la realizzazione di economie di scopo o di scala;

- l'abbassamento del livello di rischio aziendale, che consente all'impresa di richiedere risorse finanziarie a tassi d'interesse più contenuti;
- il rafforzamento e il conseguimento di vantaggi competitivi di costo e di differenziazione;
- l'integrazione e l'utilizzo più razionale delle risorse disponibili, sia umane che intangibili.

A volte, però, le acquisizioni possono anche essere frutto di altre motivazioni, molto differenti da quelle elencate precedentemente. Si pensi, al riguardo, alle acquisizioni effettuate nel caso in cui, a seguito di alcuni eventi particolari, si sia generata sovrabbondanza di liquidità che si ritiene conveniente investire, oppure a quando, *“le acquisizioni sono decise dal management semplicemente perché la crescita delle dimensioni aziendali è apportatrice di maggior prestigio e di più elevati compensi, o per la presunzione di voler gestire sistemi aziendali di più ampia dimensione”*.⁵ A causa della mancanza di reali ragioni economiche e strategiche, statisticamente la maggior parte delle operazioni condotte con questi presupposti si conclude in modo fallimentare.

Tornando alle motivazioni elencate precedentemente, l'aumento dell'efficienza economica è quella che più di tutte influenza le decisioni nel mondo degli intermediari finanziari. Nei mercati finanziari, infatti, gli elevati costi di transazione rappresentano un problema importante. Ciò ha spinto nel corso degli anni i vari istituti di credito ad evolversi per permettere anche ai piccoli risparmiatori e debitori di usufruire di servizi a prezzi più accessibili.

Perseguire economie di scala consente non solo di beneficiare di costi di transazione più bassi, ma anche di ridurre il costo unitario dei beni necessari. A titolo di esempio, basti pensare all'elevato costo di installazione delle strutture *IT*, estremamente importanti per il settore bancario, che potrebbe essere diminuito, dal punto di vista unitario, in presenza di grandi economie di scala. Tale argomento sarà oggetto di approfondimento nel corso del prossimo capitolo.

1.5 Concorrenza

Fino ad ora ci si è soffermati solamente sugli effetti positivi della realizzazione di fusioni e acquisizioni tra imprese. Spesso molte di queste operazioni possono portare, infatti, alla costituzione o al rafforzamento di una posizione dominante, dando origine sicuramente a delle situazioni spinose per i *competitor*. Per evitare tali problematiche e salvaguardare la concorrenza di mercato, il legislatore è intervenuto nel 1990 emanando la legge n.287, secondo la quale *“Le operazioni di concentrazione devono essere preventivamente comunicate all'Autorità qualora il fatturato totale realizzato a livello nazionale dall'insieme delle imprese interessate sia superiore a 511 milioni di euro e qualora il fatturato totale realizzato individualmente a livello nazionale da almeno due delle imprese interessate sia superiore a 31 milioni di euro”*⁶. Questi valori vengono aggiornati annualmente. Inoltre, lo stesso articolo recita anche che *“Per gli istituti bancari e finanziari il fatturato è*

⁵ Lucio Potito, *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, G. Giappichelli Editore, 2016

⁶ Comma 1, art.16, legge 287/90

considerato pari al valore di un decimo del totale dell'attivo dello stato patrimoniale, esclusi i conti d'ordine, e per le compagnie di assicurazione pari al valore dei premi incassati”⁷.

Per questo motivo, nel momento in cui l'AGCM giudica tali operazioni lesive per la concorrenza di mercato, interviene proibendole.

1.6 Principali metodi di valutazione

La valutazione delle aziende risulta centrale nell'ambito delle operazioni di fusione e acquisizione. Nella maggior parte dei casi, utilizzando modelli differenti di valutazione si giunge a risultati diversi. È proprio per questo motivo che generalmente, nel corso di una valutazione d'azienda, vengono adottate più metodologie, tra le quali una di valutazione e una di controllo.

Inoltre, è opportuno ricordare che il lavoro degli analisti finanziari è caratterizzato da un elevato grado di soggettività implicita, dal momento che, a volte, pur possedendo le stesse informazioni e adottando addirittura i medesimi metodi di valutazione, essi possono giungere a valori finali che si discostano tra di loro. *“Pertanto, valutare un'azienda significa piuttosto pervenire a un range di valori all'interno del quale si colloca la stima del prezzo che verosimilmente potrebbe essere raggiunto in una trattativa, prezzo che in definitiva dipende dal potere contrattuale delle parti negoziali, dalle loro aspettative e dalle rispettive motivazioni”⁸.*

Di seguito vengono descritti brevemente il Metodo dei Flussi di Dividendi Attualizzati (*DDM*), nella sua variante *Excess Capital*, e il Metodo dei Multipli di Mercato, che rappresentano le metodologie di valutazione più adoperate dagli analisti finanziari a livello nazionale e internazionale per il settore bancario.

1.6.1 Dividend Discount Model

Il *Dividend Discount Model* permette di calcolare il valore di una società *target* basandosi sul flusso di dividendi che si ipotizza essa possa generare in futuro. Per quanto attiene la valutazione delle banche, il modello viene utilizzato nella sua variante *Excess Capital*, perché ritenuta nella prassi la migliore, considerata la regolamentazione imposta dalla Banca d'Italia nei confronti degli istituti di credito.

Il valore stimato, secondo il metodo del *DDM* nella variante *Excess Capital*, è dato dalla seguente formula:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{DIV_t}{(1+Ke)^t} + \frac{TV}{(1+Ke)^n} + EC$$

Dove:

DIV_t = flusso di dividendo potenzialmente distribuibile nell'anno t del periodo di previsione analitica

Ke = tasso di attualizzazione pari al costo del capitale proprio (*cost of equity*)

TV = valore attuale alla fine dell'anno n dei dividendi che si prevede saranno distribuiti dall'anno n+1

⁷ Comma 2, art.16, legge 287/90

⁸ AIFI, *Guida processo M&A, Come valutare, acquisire e cedere un'azienda*, 2012

all'infinito

EC = eccedenza o *deficit* di patrimonio, cioè le risorse patrimoniali che possono essere assimilate ad *equity* in eccesso rispetto alle esigenze patrimoniali della banca e che possono essere quindi distribuite ai propri azionisti.

Per il tasso K_e di attualizzazione si utilizza il *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*:

$$K_e = R_f + \text{Beta} * (R_m - R_f)$$

In cui:

R_f = tasso di investimento privo di rischio

Beta = fattore di correlazione tra il rendimento effettivo di un'azione ed il rendimento complessivo del mercato di riferimento

R_m = rendimento del portafoglio di mercato.

Il *TV* viene, invece, calcolato come il valore attuale di una rendita perpetua crescente in base al fattore di crescita g , stimata sulla base di un flusso di dividendo potenzialmente distribuibile al termine del periodo di previsione. Pertanto, secondo la seguente formula:

$$TV = \text{Dividendo normalizzato} / (K_e - g)$$

Il *DDM* sicuramente può vantare una grande semplicità e intuitività. Tuttavia, alcuni analisti individuano diversi limiti in esso. Il principale è che la distribuzione di dividendi, in un periodo temporale limitato, non può rappresentare la creazione di valore.

Infatti, un'azienda che genera molti utili può decidere di non distribuire alcun dividendo, ma piuttosto investire l'intero ammontare per crescere ulteriormente. Allo stesso modo, invece, un'azienda non profittevole può indebitarsi per distribuire dividendi.

Inoltre, l'applicazione di questa metodologia richiede l'uso di proiezioni economico-finanziarie, caratterizzate da una natura aleatoria e soggette a forti variazioni nel caso di mutamenti dello scenario macro-economico. Al riguardo, basti pensare alle conseguenze economico-finanziarie che si sono verificate nel settore bancario a seguito della pandemia COVID-19, tra le quali necessitano di essere evidenziate la generazione di un elevato numero di crediti deteriorati e il divieto di distribuzione degli utili.

1.6.2 Il Metodo dei Multipli di Mercato

Il Metodo dei Multipli di Mercato è una metodologia di valutazione relativa, dal momento che, a differenza della valutazione basata sui flussi di cassa, permette di determinare il valore d'azienda derivandolo da quello di mercato di imprese simili. Alla base di questa metodologia vi è la selezione di un campione di società comparabili ed è fondamentale che questo risulti omogeneo, poiché la significatività della valutazione dipende

fortemente da questa scelta iniziale. La ricerca delle imprese dovrebbe portare a identificare aziende equiparabili dal punto di vista del tasso di rischio, della crescita attesa e delle risorse generabili. Il multiplo è un rapporto tra alcune variabili economiche riferite alle società, che può essere confrontato facilmente e rapidamente con quello dei competitori. Solitamente il procedimento prevede l'utilizzo di multipli ottenuti dividendo il prezzo fissato dal mercato con grandezze finanziarie, reddituali o patrimoniali, delle aziende cui si riferisce. Una volta scelto il multiplo, è sufficiente moltiplicarlo per la corrispondente grandezza per ottenere il valore aziendale.

Nel settore bancario, il rapporto P/E (capitalizzazione di borsa su utile netto) e il rapporto P/BV (capitalizzazione di borsa su patrimonio netto) sono particolarmente utilizzati.

Partendo dalla formula base di Gordon Shapiro, si possono ricavare i seguenti multipli:

$$\text{Price Earnings Ratio} = P / E = p / (K_e - g)$$

$$\text{Price to Book Value Ratio} = P / BV = ROE \cdot p / (K_e - g)$$

In cui:

P = prezzo di mercato

E = utile netto

BV = patrimonio netto

ROE = *Return on Equity*

p = *payout*, ossia "la distribuzione di utili netti agli azionisti sotto forma di dividendi"⁹

K_e = costo del capitale proprio

g = tasso di crescita dei dividendi

Mentre il rapporto P/E indica il periodo di tempo che occorre al fine di recuperare la spesa sostenuta per l'acquisto, basandosi sull'ipotesi che gli utili netti annuali rimangano costanti, il multiplo P/BV permette di confrontare il valore di mercato con quello presente nel bilancio della società. Valori inferiori a 1 del multiplo P/BV rappresentano un segnale di sottovalutazione del titolo.

Una volta stimati, tali multipli possono essere confrontati con quelli presenti sul mercato per valutare eventuali differenze. Con tale metodo quindi "non si tenta propriamente una stima dell'equity value di una data società, piuttosto ci si propone di formulare una valutazione relativa, accertando una condizione di evidente sopra/sottovalutazione dell'azione rispetto alle quotazioni espresse da società comparabili".¹⁰ È per questo motivo che esso viene utilizzato come metodo di controllo, per far sì che siano colmate le problematiche e i difetti legati al *DDM*.

Per il settore bancario molti analisti finanziari preferiscono utilizzare i multipli nella versione *Excess Capital*,

⁹ Si rimanda al glossario di BancoBPM

¹⁰ Michele Rutigliano, *L'analisi del bilancio delle banche*, Egea Editore, 2012

considerati migliori perché in grado di valorizzare anche quella porzione eccessiva di risorse assimilabili a *equity* rispetto alle esigenze patrimoniali della banca, che possono essere distribuite agli azionisti.

In tal caso, ad esempio, il *Price to Book Value Ratio* sarà calcolato come segue:

$$P / BV = (P - EC) / (BV - EC)$$

Dove:

$EC = \textit{Excess Capital}$

Tuttavia, la maggioranza degli analisti confronta ancora i multipli nella loro versione originale.

Il Metodo dei Multipli di Mercato è molto utilizzato nel settore bancario perché i limiti di tale modello in questo tipo di industria tendono a farsi più sottili. Infatti, il più delle volte non si è in grado di utilizzare questa metodologia di valutazione a causa della difficoltà di individuare un campione significativo di società comparabili. Questa situazione non si verifica nel mondo degli istituti di credito e consente pertanto l'impiego di tale metodo con molta facilità e rapidità.

Capitolo secondo

2.1 Fenomeno della concentrazione bancaria italiana

Nel corso dell'ultimo trentennio, numerose operazioni di fusione e acquisizione hanno caratterizzato il sistema bancario italiano, determinando la formazione di grandi gruppi e un notevole incremento del grado di concentrazione del settore.

Successivamente, l'integrazione dei mercati europei, l'introduzione dell'euro e il processo di globalizzazione hanno portato a una maggiore concorrenza internazionale ed accelerato ulteriormente il *trend* di crescita del grado di concentrazione.

Rispetto al panorama europeo, infatti, il settore bancario italiano era contraddistinto per il numero eccessivo di piccole imprese, dimensionalmente inefficienti e con costi di gestione abbastanza elevati.

Risultava pertanto fondamentale perseguire operazioni di fusione e acquisizione per garantire una maggiore efficienza e un adeguamento con gli altri Stati.

2.1.1 Dalla legge Amato al COVID-19

Fino al 1990 le banche italiane, sottoposte ancora alla legge bancaria del 1936, erano caratterizzate da una grande inefficienza operativa e allocativa.

La legge Amato del 1990 ha consentito la trasformazione delle banche da enti pubblici a enti privati, rendendo possibile la realizzazione di processi di integrazione nel sistema bancario.

Tale legge consentiva agli enti pubblici creditizi di trasformarsi in società per azioni, tramite una semplice richiesta di autorizzazione alla Banca d'Italia e al ministro del Tesoro. Successivamente la procedura da seguire prevedeva il conferimento da parte dell'ente conferente, noto come fondazione bancaria, in apposita società conferitaria, ossia la banca vera e propria. La banca era libera di scegliere se trasformarsi o meno in un ente privato, non vi era alcun obbligo, ma incentivi fiscali e *moral suasion* fecero in modo che la maggior parte di esse perseguissero tale processo.

Analizzando la *Tabella 2.1* e i dati forniti dalla Relazione annuale sul 1991 della Banca d'Italia, possiamo notare come l'impatto della legge 30.7.1990, n.218 sulla concentrazione del settore bancario sia stato significativo. Nel corso di un solo anno, infatti, le aziende di credito operanti in Italia sono passate da 1064 a 1043. Se da una parte si è assistito a un notevole incremento di società per azioni (da 106 a 136), che ha coinvolto anche la trasformazione del Banco di Napoli, dell'Istituto Bancario San Paolo di Torino, del Banco di Sicilia e della Banca Nazionale del Lavoro in Spa, dall'altra possiamo osservare una netta diminuzione delle aziende di credito nella forma della cassa di risparmio (da 75 a 41).

Tabella 2.1

Aziende di credito autorizzate	Situazione al 31 dicembre 1990		Situazione al 31 dicembre 1991	
	Numero di aziende	Numero sportelli	Numero di aziende	Numero sportelli
Istituti di credito di diritto pubblico	6	2.449	3	1.246
Banche di interesse nazionale	3	1.459	3	1.657
Banche in forma di s.p.a	106	3.981	136	8.730
Banche popolari cooperative	108	3.290	103	3.432
Casse di risparmio	75	4.498	41	1.953
Monti di credito su pegno di prima categoria	7	191	4	96
Monti di credito su pegno di seconda categoria	2	6	2	6
Casse rurali e artigiane	715	1.792	708	1.901
Filiali di banche estere	37	50	38	52
Istituti di categoria	5	5	5	7
Totale	1.064	17.721	1.043	19.080

Fonte: Banca d'Italia, *Relazione annuale 1991*

Inoltre, la relazione evidenzia come nel corso del 1991 e dei primi quattro mesi del 1992 siano state autorizzate dalla Banca d'Italia 19 operazioni di fusione. La legge Antitrust n.287 del 1990 aveva infatti riservato alla Banca d'Italia il ruolo centrale della valutazione delle concentrazioni nel sistema bancario ed era pertanto essa a giudicare se una operazione di fusione o acquisizione fosse lesiva o meno per la concorrenza di mercato.

Questo potere di controllo sarà poi attribuito all'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato solo con la legge n.262 del 2005.

È importante evidenziare la differenza in materia di concorrenza tra i settori tradizionali dell'economia e il settore bancario. Nei primi, a seguito di operazioni che determinano forti incrementi del grado di concentrazione di settore, l'autorità Antitrust è chiamata ad intervenire immediatamente, impedendo le iniziative. Nel settore bancario, invece, l'intervento Antitrust è condizionato considerevolmente dall'obiettivo di stabilità del sistema. La concorrenza nel settore bancario è infatti considerata come un fattore negativo, perché determinerebbe una maggiore fragilità, dal momento che gli istituti meno efficienti, per raggiungere il livello minimo di redditività, sarebbero spinti ad assumere maggiori rischi. Per tale motivo in questo ambiente, dove vi è un sacrificio della concorrenza, solo gli istituti più efficienti sopravvivono, assicurando la stabilità del sistema stesso.

Successivamente, l'entrata in vigore del Testo Unico Bancario, emanato con il decreto legislativo n.385 del 1° settembre 1993, ha consentito di introdurre delle grandi novità rispetto al complesso legislativo passato e di sostituire la legge bancaria del 1936. Ai sensi dell'art.14 della nuova normativa, l'autorizzazione all'attività bancaria può essere rilasciata solo al ricorrere della condizione che la banca adotti la forma di società per

azioni o di società cooperativa. Inoltre, il TUB ha aumentato il potere degli istituti bancari, permettendo loro di operare in nuovi settori, precedentemente rivolti solamente ad altri intermediari finanziari. Questa circostanza ha determinato la nascita del fenomeno della banca-assicurazione, rendendo sempre più interconnessa l'intermediazione creditizia con quella assicurativa.

Tale panorama normativo ha costituito la base per la nascita del gruppo Unicredit, frutto dell'unione nel 1998 tra Cassa di Risparmio di Torino e Cassamarca, Cariverona e Credito Italiano. Il gruppo bancario, dopo aver inglobato al suo interno Cassa di Risparmio di Trento e Rovereto e Cassa di Risparmio di Trieste, ha poi continuato a perseguire la sua strategia di crescita per linee esterne anche negli anni successivi, rappresentando, per lungo tempo, l'istituto di credito di maggiori dimensioni nel panorama italiano.

Il fenomeno delle fusioni e acquisizioni nel mondo bancario ha continuato la sua crescita indisturbata fino al 2007, quando la crisi finanziaria globale provocata dai *mutui-subprime* ne ha determinato un notevole rallentamento.

Come si può rilevare dal *Grafico 2.1*, a livello europeo, a seguito della crisi finanziaria, si è passati nel corso di pochissimi anni da un controvalore massimo di 155 miliardi di euro registrato nel 2007¹¹ a numeri molto più bassi.

La motivazione principale che ha condotto a questo *trend* negativo deve essere ricercata nell'aumento dell'incertezza determinata soprattutto dall'incremento di crediti deteriorati, noti come *NPL*, cioè di quei prestiti la cui riscossione è considerata incerta a causa di un deterioramento degli stessi. Tali crediti hanno reso più vulnerabili le banche ed hanno spinto i più grandi istituti di credito a frenare le proposte di acquisto e fusione più importanti.

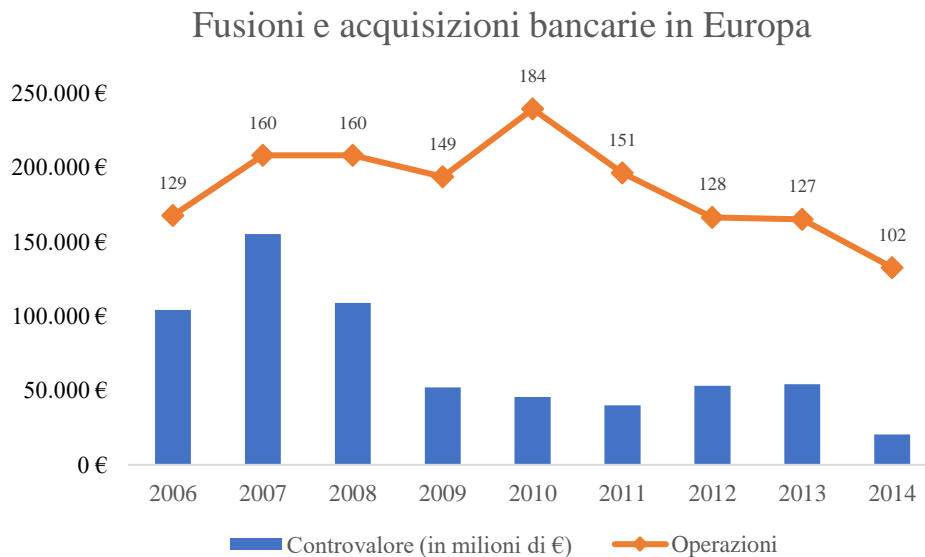
Inoltre, nonostante la Banca Centrale Europea avesse sempre fortemente promosso operazioni di *M&A* fra istituti bancari, non appena nel 2016, a seguito del lungo periodo di crisi, fu annunciata la prima grande fusione italiana tra Banca Popolare di Milano e Banco Popolare, la BCE pretese che Banco Popolare varasse un aumento di capitale pari a 1 miliardo di euro, per fare in modo che il nuovo gruppo bancario avesse un livello di *NPL* compatibile con le banche sistemiche nazionali.¹² Un aumento che non sarebbe stato richiesto se la banca avesse voluto continuare ad operare indipendentemente e, pertanto, ciò rappresentò motivo ulteriore di incertezza, producendo un rallentamento dei grandi matrimoni tra istituti di credito.

Tuttavia, come si evince dal *Grafico 2.1*, nel 2010 si è riscontrato il più alto numero di queste operazioni (184) a fronte di un controvalore proporzionalmente molto più basso rispetto al 2007, a evidenziare il fatto che si sono verificate delle fusioni e acquisizioni, ma solo con istituti di più piccole dimensioni.

¹¹ Anno in cui c'è stata la grande fusione italiana tra Sanpaolo IMI e Banca Intesa.

¹² La BCE opera una vigilanza su queste operazioni, valutando la realizzabilità e la sostenibilità di esse, finalizzata ad assicurare che la nuova banca che si formerà dalla fusione o acquisizione, continui a soddisfare tutti i requisiti prudenziali previsti.

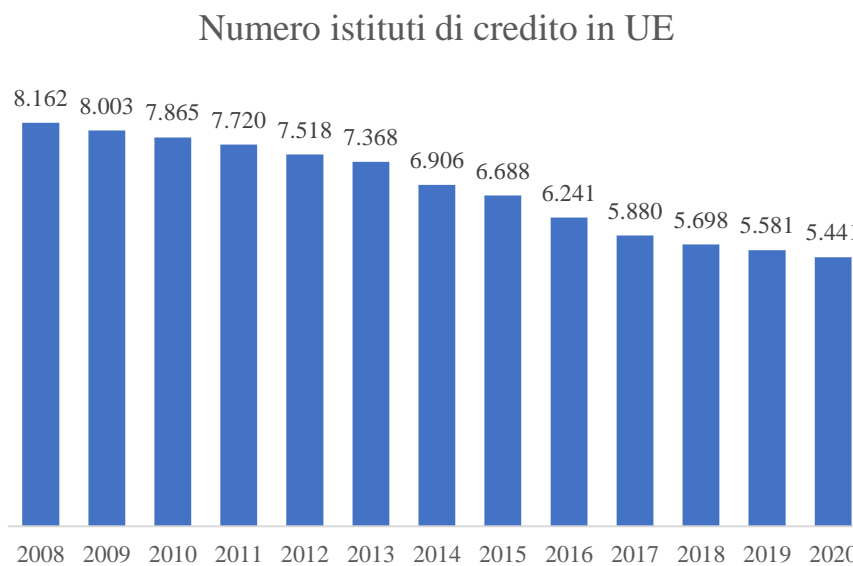
Grafico 2.1



Fonte: Morya Longo, *Banche, fusioni più che dimezzate rispetto al 2007*

A conferma di questa tendenza, consultando il *Grafico 2.2*, si può rilevare la costante riduzione del numero di istituti di credito nell'Unione Europea, passati ad essere 5.441 da 8.162 nel giro di soli dodici anni.

Grafico 2.2



Fonte: EBF, *Banking in Europe: EBF Facts & Figures 2021*

Inoltre, nel 2020 le conseguenze economiche della pandemia COVID-19 hanno ulteriormente ridotto i tassi di interesse e accentuato i rischi bancari, tra cui in primo luogo il rischio di credito legato all'insolvenza dei debitori. In questo contesto le varie banche italiane hanno pensato di affrontare la crisi finanziaria aggregandosi tra di loro, al fine di superare la scarsa redditività del settore dovuta a un *business model* caratterizzato da elevati costi e basato sui tassi di interesse, oramai prossimi allo zero. Pertanto, la pandemia ha fatto apparire le fusioni e acquisizioni come delle opportunità strategiche di difesa, in grado di contrastare l'incertezza internazionale e l'instabilità dei tassi di interesse. In questo periodo, "il settore bancario sta vivendo un forte slancio di consolidamento, soprattutto in Europa. L'M&A è un modo per le banche di affrontare la persistente bassa redditività e di ridurre i costi grazie alle sinergie, aumentando così la

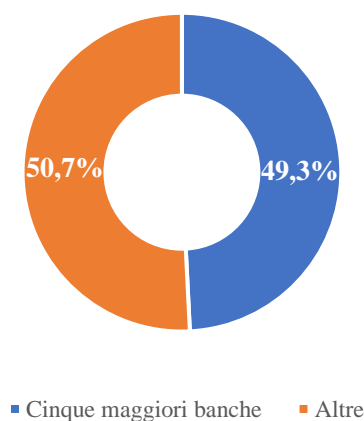
competitività. Negli anni a venire, il consolidamento bancario dovrebbe continuare, e continuerà ad essere principalmente guidato dall'ottimizzazione dei costi e dal deleveraging degli NPL."¹³

Il complesso normativo, così come descritto, inserito nel contesto socioeconomico degli ultimi trent'anni, ha quindi dato ulteriore impulso all'aumento di concentrazione e ha delineato un sistema bancario, che secondo la relazione annuale della Banca d'Italia del 2020 "è composto da 59 gruppi, 90 banche individuali (di cui 39 banche di credito cooperativo (BCC) e 39 società per azioni), e 81 succursali di banche estere. I gruppi classificati come significativi nell'ambito dell'SSM erano 11, uno in meno rispetto al 2019, a seguito della fusione del gruppo UBI con Intesa Sanpaolo".¹⁴

Come possiamo osservare nel *Grafico 2.3*, a dicembre 2020 i maggiori cinque gruppi bancari italiani detenevano quasi il 50% delle quote di mercato del settore. Grazie alla fusione con UBI, Intesa Sanpaolo ha raggiunto la soglia del 20%, superando notevolmente la quota detenuta da Unicredit, risultato per molti anni *leader* dell'industria bancaria.

Grafico 2.3

Quota delle attività totali dei cinque maggiori istituti di credito italiani dicembre 2020



Fonte: ECB, *EU structural financial indicators*, 2021

La recente acquisizione di UBI da parte di Intesa Sanpaolo ha determinato una forte accelerazione nel mondo delle M&A bancarie tra istituti di grandi dimensioni, facendo collocare l'Italia nelle prime posizioni europee per numero di queste operazioni. Molteplici sono state le proposte di Unicredit alla ricerca di un ulteriore consolidamento, alcune delle quali (Unicredit – MPS) mai concretizzatesi, altre ancora in corso di formulazione.

Inoltre, battendo la concorrenza di Crédit Agricole, Bper si avvia a diventare il terzo polo bancario italiano, grazie al raggiungimento dell'accordo di acquisizione di Banca Carige, che sarà rilevata per l'80% dal Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi, attuale proprietario della banca, e per il restante 20% tramite un'OPA.

¹³ Giuseppe Latorre, *Will optimism prevail in the new reality?*, 2021

¹⁴ Banca d'Italia, *Relazione annuale 2020*

Come si evince da quanto esposto in precedenza, la quasi totalità delle operazioni avviene all'interno dei confini nazionali. Ancora poco frequenti sono i casi di fusioni e acquisizioni *cross-border*, cioè di quelle operazioni che avvengono tra banche appartenenti a Paesi diversi. Ciò si verifica perché, nonostante esista una normativa comune sovranazionale, ogni istituto di credito deve sottostare anche a una regolamentazione nazionale, diversa da Paese a Paese.

2.2 L'importanza e i *drivers* delle fusioni e acquisizioni nel mondo bancario

L'attività di intermediazione creditizia mostra chiaramente alcuni aspetti tipici dei settori economici che hanno raggiunto la fase di maturità del loro ciclo di vita. I margini di redditività hanno subito un fortissimo assottigliamento con il passare degli anni, a causa della costante riduzione dei tassi di interesse, che ha reso sempre più difficile il guadagno tramite la concessione di prestiti alla clientela. Il panorama normativo-regolamentare ha determinato una forte riduzione delle barriere all'entrata, generando un sostanziale aumento della concorrenza e un sovraffollamento degli istituti. L'innovazione tecnologica ha portato alla nascita di nuovi *competitor* con la creazione di banche virtuali, rendendo le banche tradizionali ancora più fragili.

Tali circostanze hanno spinto i vari intermediari creditizi ad aggregarsi tramite fusioni e acquisizioni in istituti di maggiori dimensioni. Il Testo Unico Bancario ha previsto, al riguardo, la possibilità di configurarsi secondo due differenti forme istituzionali:

- la banca "universale", caratterizzata dall'organizzazione e dallo svolgimento di tutte le attività all'interno della stessa azienda. Questo tipo di forma consente di gestire la diversificazione di attività, sostenendo dei costi di gestione più contenuti rispetto al gruppo bancario, dal momento che per esercitare tali funzioni non si dovrebbe ricorrere ad altre società. Tuttavia, la banca universale "pura" rappresenta solo un concetto teorico, poiché nella realtà, per motivi regolamentari e normativi, alcune attività vengono esercitate da società separate;
- il gruppo bancario, costituito da molte società per azioni alle quali sono attribuite diverse funzioni e attività, che consentono di avere "aziende con una propria specializzazione e un forte radicamento per area geografica e per segmento di clientela"¹⁵.

Tali considerazioni introduttive permettono di capire le motivazioni che sono alla base delle operazioni di M&A bancarie, che saranno oggetto di analisi nei prossimi paragrafi.

2.2.1 Riduzione dei costi e incremento dell'efficienza

Come si è già accennato nel primo capitolo, fusioni e acquisizioni consentono alle società coinvolte di sfruttare al meglio i vantaggi delle economie di scala, tramite la realizzazione di sinergie operative, finanziarie e manageriali. "Le economie di scala determinano la riduzione del costo medio totale all'aumentare della dimensione della produzione."¹⁶

Per essere quindi competitivi sul mercato, risulta fondamentale raggiungere la scala minima di efficienza, ossia

¹⁵ Maurizio Cenni, *Trasformazioni del sistema creditizio, Pubblicazione 1994 sulla Legge Amato*

¹⁶ Franco Fontana e Matteo Caroli, *Economia e gestione delle imprese*, 2017

il livello di output più basso (q^*) al quale corrisponde il costo medio minimo. Al raggiungimento di tale livello, se si aumentasse ulteriormente la quantità prodotta si potrebbe generare nuovamente un incremento del costo medio, causando delle diseconomie di scala.

Grafico 2.4

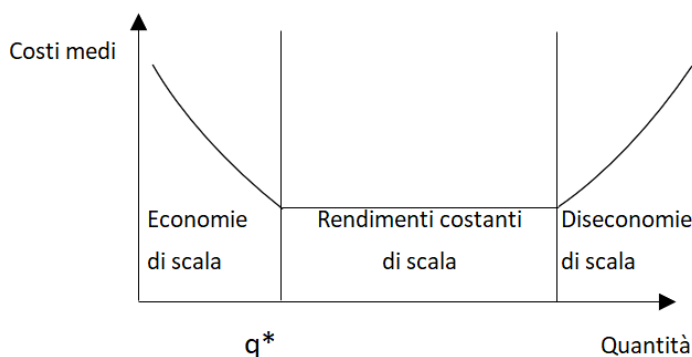


Grafico elaborato personalmente

Nel periodo 2006-2017 Banca d'Italia ha condotto un'analisi¹⁷ su un campione di banche italiane, dimostrando che nei prodotti e servizi bancari altamente standardizzati, come ad esempio i servizi di pagamento, in cui le tecnologie *IT* vengono molto utilizzate, il costo marginale associato si riduce notevolmente al crescere dei volumi prodotti.

Inoltre, l'analisi, osservando un campione composto sia da grandi che da piccoli e medi istituti, evidenzia come la possibilità di migliorare l'efficienza tramite operazioni di M&A sia maggiore per gli istituti di minori dimensioni, poiché essi non avrebbero ancora raggiunto il livello più basso della curva dei costi.

L'introduzione delle tecnologie *IT* all'interno del settore bancario ha determinato, però, un notevole cambiamento nelle curve dei costi degli istituti di credito. Ed è proprio questa circostanza che sta agendo da *driver* per la realizzazione di fusioni e acquisizioni anche negli istituti di maggiori dimensioni. Se fino a qualche anno fa questi istituti potevano contare già sullo sfruttamento della scala minima di efficienza, oggi, a seguito della variazione della curva dei costi, risulta fondamentale procedere a un ulteriore incremento della quantità dei prodotti e servizi erogati.

2.2.2 Significativi investimenti tecnologici

L'applicazione di tecnologie sempre più all'avanguardia sta segnando fortemente il settore bancario, tanto che ormai è impossibile non parlare di *Fintech*. Il termine *Fintech* deriva dalla combinazione delle parole *financial* e *technology*, e rappresenta "l'offerta di servizi di finanziamento, di pagamento, di investimento e consulenza ad alta intensità tecnologica, che comportano forti spinte innovative nel mercato dei servizi finanziari."¹⁸ In realtà, il *Fintech* non rappresenta nulla di nuovo, dal momento che la tecnologia è sempre stata utilizzata e ha sempre introdotto delle importanti novità nel mondo dagli intermediari finanziari. Negli ultimi anni, ciò che in realtà è cambiato è la velocità di queste trasformazioni.

¹⁷ Banca d'Italia, *Economies of scale revisited: evidence from Italian banks*, 2020

¹⁸ Si rimanda alla pagina dedicata al Canale *Fintech* sul sito di Banca d'Italia

Complice anche la situazione pandemica, le abitudini della clientela hanno subito delle grandi mutazioni nel corso degli ultimi anni. Molte più persone hanno, infatti, iniziato a manifestare l'esigenza di collegarsi virtualmente ai propri servizi e prodotti bancari. Per tale motivo, la maggior parte degli investimenti è stata indirizzata ai servizi di *Home banking* e di conseguenza anche alla gestione dei dati della clientela.

Secondo un'analisi¹⁹ della Banca d'Italia, gli investimenti *Fintech* nel sistema bancario italiano nel periodo 2017-2020 ammontavano a 501 milioni di euro. Purtroppo, il fenomeno non ha riguardato tutti gli istituti di credito. Ad essere coinvolte sarebbero state 77 unità, ma il 61,9% del totale degli investimenti è attribuibile a 5 intermediari.

Inoltre, gli investimenti totali in tecnologia sono aumentati nel corso degli anni, passando da un valore pari a 4,7 miliardi nel 2019 a 5,0 miliardi nel 2020. Anche in questo caso a guidare gli investimenti sono stati solo gli istituti di maggiori dimensioni. Le banche più piccole hanno invece registrato una riduzione degli investimenti durante il periodo preso in esame.²⁰

Le banche che non saranno in grado di adottare queste innovazioni, andranno quasi certamente incontro a un'enorme erosione dei propri profitti netti, ma qualora dovessero riuscire in questa impresa potrebbero realizzare importanti progressi economici.

Tali investimenti, infatti, potrebbero portare a una riduzione graduale dei rischi operativi degli istituti, migliorandone i profili legali e reputazionali.

Tenere il passo con gli investimenti *IT* e *Fintech* è diventato sempre più difficile per le banche di piccola dimensione, a causa soprattutto delle elevate spese da sostenere e della componente implicita di rischio legata all'incertezza degli investimenti.

Tali circostanze permettono di comprendere meglio perché sempre più istituti bancari cercano di aggregarsi tra di loro, tramite operazioni di fusione e acquisizione. Raggiungendo dimensioni maggiori e riducendo di conseguenza il costo medio dell'innovazione, le banche sono in grado di affrontare più serenamente le spese finalizzate al miglioramento tecnologico.

2.2.3 Gestione dei *Non Performing Exposures*

I *Non Performing Loans*, come già detto, sono i crediti vantati nei confronti di soggetti insolventi, la cui riscossione da parte delle banche è incerta. Insieme agli *UTP*, che rappresentano le inadempienze probabili di pagamento e ai *Past Due*, ovvero i crediti scaduti o sconfinati da più di 90 giorni, formano la categoria dei *Non Performing Exposures*.

Come si può osservare dal *Grafico 2.5*, il livello di *NPE* ha subito un incremento esponenziale a seguito della crisi finanziaria dei mutui *sub-prime*, raggiungendo valori elevatissimi nel giro di pochi anni. L'indicatore più utilizzato per verificare lo stato di salute di una banca è l'*NPE ratio* e viene calcolato sulla base della seguente formula:

$$\text{NPE ratio} = \text{NPE} / \text{totale crediti erogati}$$

¹⁹ Banca d'Italia, *Indagine Fintech nel sistema finanziario italiano*, 2019

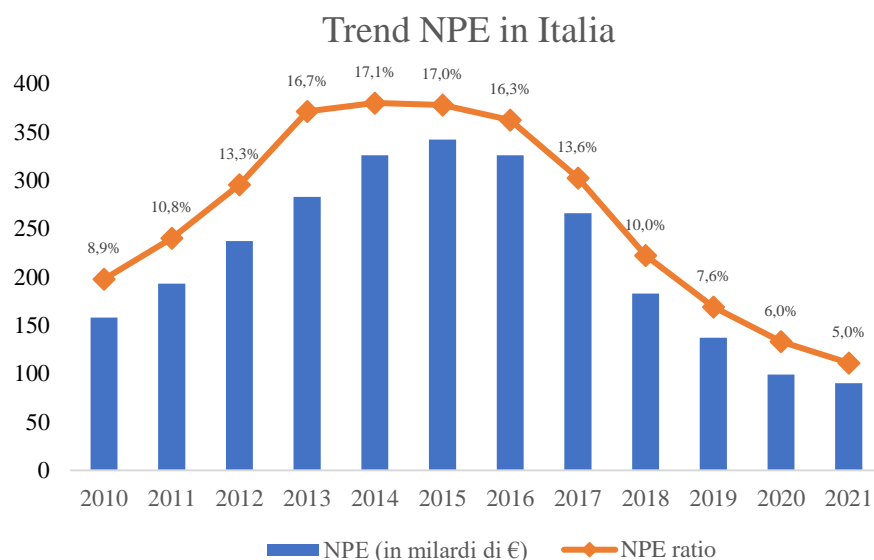
²⁰ I dati sono stati raccolti da un'indagine condotta da ABILab

Valori elevati di questo rapporto costituiscono dei campanelli di allarme per la stabilità di una banca, dal momento che tale *ratio* rappresenta la percentuale di crediti inesigibili sul totale dei crediti erogati dall'istituto bancario.

Osservando il *Grafico 2.5*, si nota come, a partire dal 2015, i valori del *NPE* e del *NPE ratio* abbiano seguito un *trend* decrescente, che li ha portati ad attestarsi a valori rispettivamente di 90 miliardi di euro e del 5%.

A causa della pandemia mondiale, però, questi dati saranno soggetti a un incremento di valore a partire dal 2022, anno in cui scatterà il termine delle moratorie.

Grafico 2.5



Fonte: Banca Ifis, Mercato delle transazioni NPL e industria del servicing

Risulta quindi fondamentale per gli istituti di credito pianificare un'efficace gestione di questa classe di *assets*, dalla quale dipenderà molto la *performance* bancaria.

Un'analisi di Paolo Boccardelli, direttore della Luiss Business School, ha dimostrato che i sistemi bancari di minori dimensioni sono molto più vulnerabili al deterioramento dei crediti. *“In particolare, nelle banche più piccole e con impieghi inferiori a circa 23 miliardi di euro, la crescita del tasso di deterioramento dei crediti genera impatti significativamente negativi sui rendimenti per gli azionisti. Viceversa, le banche di maggiori dimensioni riescono ad assorbire la crescita del tasso di deterioramento senza effetti negativi sulla redditività.”*²¹

Questi risultati sono dovuti al diverso tipo di gestione che viene adottato dal *management* aziendale. Una gestione interna degli *NPE*, utilizzata prevalentemente dagli istituti bancari di maggiori dimensioni, consente di sfruttare la leva dell'economia di scala, a differenza di una gestione esterna, che generalmente comporta una svendita dei crediti e quindi una conseguente perdita di redditività.

In quest'ottica anche la gestione degli *NPE* costituisce un importante *driver* verso l'incremento del numero di fusioni e acquisizioni nel mondo bancario. Sarà, inoltre, fondamentale il riconoscimento del valore contabile di eventuali *badwill* derivanti da queste operazioni, aumentando ad esempio gli accantonamenti per *NPE*, per

²¹ Paolo Boccardelli, *Too big to gain? Chi guadagna dalle fusioni nel settore bancario*, 2020

accrescere la sostenibilità del *business model* della nuova entità formatasi.²²

Dimensioni patrimoniali maggiori sulle quali fare affidamento consentiranno di gestire al meglio aumenti improvvisi di crediti deteriorati e in situazioni di emergenza, come ad esempio quella pandemica, saranno sicuramente fonte di vantaggio competitivo.

2.2.4 Banca Centrale Europea

La Banca Centrale Europea incoraggia il consolidamento bancario al fine di risolvere alcuni dei principali problemi di questo settore, primo fra tutti la bassa profittabilità, determinata dal continuo abbassamento dei tassi di interesse, e l'eccesso di capacità produttiva.

Per tale motivo, il 1° luglio 2020 la BCE ha pubblicato delle nuove linee guida, consultabili dai vari istituti di credito, per far comprendere meglio il ruolo di vigilanza che essa esercita sulle operazioni volte al consolidamento bancario. Tale ruolo è così esplicitato nelle prime pagine del documento: *“Il suo mandato prudenziale non è né di valutare se gli sforzi di consolidamento sono vantaggiosi in quanto tali, né di spingere per particolari tipi di transazioni - questo deve essere deciso dai partecipanti al mercato - ma di assicurarsi che l'aggregazione aziendale risultante sia conforme ai requisiti prudenziali e garantisca una gestione efficace e prudente del rischio.”*²³

La nuova guida, al fine di facilitare queste operazioni, ha semplificato alcuni fattori, che nel passato hanno disincentivato la realizzazione di questi progetti.²⁴

Tra questi:

- il *Pillar 2 Requirement (P2R)*, cioè quei requisiti patrimoniali aggiuntivi specifici, non compresi nel requisito di primo pilastro, e i *Pillar 2 Guidance (P2G)*, ossia il livello di capitale che un istituto di credito deve avere per affrontare situazioni di crisi;
- il trattamento prudenziale del *badwill*;
- le disposizioni transitorie per l'uso dei modelli interni.

Per ciò che attiene il calcolo dei requisiti *P2R* e *P2G*, tenendo in considerazione che i benefici di fusioni e acquisizioni, rispetto ai costi che vengono sostenuti inizialmente, sono riscontrabili solo dopo qualche anno, la BCE ha cercato di non penalizzare le banche con requisiti di capitale più elevati. I livelli *P2R* e *P2G* vengono ora calcolati applicando un aumento o una diminuzione alla media ponderata dei requisiti pre-operazione, a seconda di miglioramenti o peggioramenti delle condizioni di rischio determinati dalla creazione della nuova entità.

Dall'esperienza risulta che, a seguito di operazioni di fusione e acquisizione nel mondo bancario, è altamente probabile che venga generato il *badwill*, cioè l'avviamento negativo. Il suo trattamento prudenziale prevede il riconoscimento del valore contabile di esso, con l'aspettativa che l'acquirente che rileva la banca ad un prezzo relativamente basso utilizzi il denaro risparmiato per finanziare piani di integrazione o ridurre l'esposizione al

²² Si veda al riguardo G.Latorre, *Will optimism prevail in the new reality?*, 2021

²³ ECB, *Guide on the supervisory approach to consolidation in the banking sector*, 2020

²⁴ Al riguardo, basti pensare alla richiesta della BCE di aumento di capitale di 1 miliardo di euro al Banco Popolare di Milano, per autorizzare la fusione con BPM nel 2016.

rischio.

Infine, l'ultima guida consente alla nuova entità formatasi di utilizzare temporaneamente i modelli interni già presenti prima della fusione o acquisizione, a condizione che ci sia stata una mappatura dei modelli e che sia stato elaborato un piano per l'introduzione di essi.

2.3 Valutare il successo di una fusione o acquisizione tra banche

Come già accennato precedentemente, non sempre un'operazione di *M&A* determina la realizzazione di sinergie tali da condurre a un miglioramento delle *performance* delle società coinvolte. In alcuni casi, infatti, fusioni e acquisizioni possono rivelarsi fallimentari, portando addirittura a un peggioramento dello "stato di salute" delle aziende interessate. Tale situazione consegue spesso a una sottovalutazione della fase di integrazione di risorse e competenze post-operazione. Secondo la nota società di consulenza strategica *BCG*, a risultare di fondamentale importanza non è solo la definizione degli obiettivi base che si intendono raggiungere, ma anche la velocità di realizzazione del progetto e, soprattutto, un'efficace comunicazione tra le risorse umane dell'organico della nuova entità formatasi.

Nei successivi paragrafi saranno descritti alcuni degli indicatori di bilancio²⁵ chiave che vengono impiegati per analizzare le *performance* bancarie e nel prossimo capitolo, tramite il loro utilizzo, si procederà a valutare se l'operazione di fusione tra Intesa Sanpaolo e UBI ha rappresentato o meno un successo nel panorama del consolidamento bancario.

2.3.1 *Asset utilization (AU)*

L'*Asset utilization*, misurando i ricavi generati per ogni euro di *assets*, consente di valutare la capacità della banca di generare ricavi.

Il suo valore è dato dalla seguente formula:

$$AU = \text{ricavi operativi} / \text{totale delle attività}$$

In cui:

ricavi operativi = ricavi generati da interessi + ricavi non generati da interessi

Un incremento del *ratio Asset utilization* indica un miglioramento dell'efficienza della banca, poiché sta a significare che vengono generati maggiori ricavi per ogni euro di *assets* di cui è in possesso.

2.3.2 *Net profit margin (NPM)*

Il *Net profit margin* rappresenta l'abilità di una banca di trasformare i ricavi operativi in utile netto. Spesso, a causa di elevati costi operativi, molti istituti di credito mostrano un basso valore del *NPM*, nonostante abbiano un elevato ricavo operativo.

Il *Net profit margin* può essere calcolato come segue:

²⁵ Gli indicatori di bilancio sono strumenti di analisi che si ricavano partendo dai valori contabili contenuti nello stato patrimoniale e nel conto economico. Tali indici sono utilizzati per valutare la gestione aziendale.

$$\text{NPM} = \text{utile netto} / \text{ricavi operativi}$$

2.3.3 Return on assets (ROA)

Il *Return on assets* è un indice fondamentale per la misurazione della redditività di una banca, poiché indica la quantità di utile che viene mediamente generato per ogni unità di *assets*. Pertanto, esso consente di osservare se la gestione delle attività dell'azienda risulta efficiente.

Il suo valore è ricavato dalla seguente formula:

$$\text{ROA} = \text{utile netto} / \text{totale attivo}$$

Tale formula può essere espressa anche come:

$$\text{ROA} = \text{AU} * \text{NPM}$$

2.3.4 Equity multiplier (EM)

L'*Equity multiplier* misura la quota degli *assets* finanziata tramite capitale netto ed è determinato dal rapporto fra il totale dell'attivo e il capitale proprio:

$$\text{EM} = \text{totale attivo} / \text{capitale proprio}$$

Tanto più è elevato questo indice, tanto maggiore è il *leverage* della banca e quindi il rischio di insolvibilità della stessa.

2.3.5 Return on equity (ROE)

Il *Return on equity* rappresenta il rendimento che la banca genera per gli azionisti, a partire dal capitale netto che essi hanno investito. Il ROE può essere ricavato dalla seguente espressione:

$$\text{ROE} = \text{utile netto} / \text{capitale proprio}$$

O anche dalla seguente formula:

$$\text{ROE} = \text{ROA} * \text{EM}$$

*“Per essere soddisfacente, il ROE dovrebbe essere almeno pari alla redditività che gli azionisti potrebbero ottenere da investimenti azionari alternativi aventi pari grado di rischio”.*²⁶

Analizzando la prima equazione, risulta evidente il *trade-off* esistente tra stabilità e rendimento per gli azionisti. Infatti, aumentando il capitale proprio, si determina un aumento della stabilità dell'istituto bancario,

²⁶ G.Fiori e R.Tiscini, *Economia aziendale*, Egea Editore, 2017

dal momento che esso potrà contare su un maggiore patrimonio netto, ma allo stesso tempo ciò determina anche una riduzione del *ROE*.

2.3.6 Margine d'interesse netto (MIN) e *Spread*

Il Margine d'interesse netto e lo *Spread* rappresentano altri indicatori che vengono comunemente utilizzati per valutare le *performance* di una banca. Il primo può essere calcolato con la seguente formula:

$$\text{MIN} = \text{margine di interesse} / \text{totale attivo}$$

In cui:

margine di interesse = interessi attivi – interessi passivi

Il secondo, invece, come segue:

$$\text{Spread} = (\text{interessi attivi} / \text{totale attivo}) - (\text{interessi passivi} / \text{passività onerose})$$

Generalmente, un alto valore del MIN e dello *Spread* indicano un'elevata remuneratività della banca, in quanto indicano che l'istituto di credito è in grado di raccogliere risorse a un tasso di interesse inferiore rispetto a quello che viene corrisposto alle attività acquisite.

2.3.7 *Cost income ratio*

Il *cost income ratio* esprime la capacità della banca di coprire i costi operativi, producendo fatturato. Può essere calcolato come:

$$\text{cost income ratio} = \text{costi operativi} / \text{margine di intermediazione}$$

In cui:

margine di intermediazione = margine di interesse + altri ricavi netti

Questo indice permette di comprendere quanto efficientemente è gestita la banca.

Capitolo terzo

3.1 Intesa Sanpaolo

Intesa Sanpaolo nasce nel 2007 a seguito della fusione tra Banca Intesa, formatasi nel 1998 dall'integrazione di Banco Ambrosiano Veneto e Cariplo, e Sanpaolo IMI, nata nello stesso anno dall'unione dell'Istituto Bancario Sanpaolo di Torino con l'Istituto Mobiliare Italiano (IMI).

Nel corso degli anni la banca ha proseguito il percorso di espansione intrapreso, acquisendo e inglobando al suo interno moltissimi istituti di credito.

Attualmente Intesa Sanpaolo, contando oltre 13,5 milioni di clienti, 3.700 filiali, un totale attivo di 1.069 miliardi di euro, crediti verso i clienti per 465 miliardi di euro, una raccolta diretta bancaria di 556 miliardi di euro e una raccolta diretta assicurativa di 205 miliardi di euro, rappresenta il gruppo bancario italiano di maggiori dimensioni e si articola nelle seguenti sei divisioni:

- Banca dei Territori
- IMI Corporate & Investment Banking
- International Subsidiary Banks
- Private Banking
- Asset Management
- Insurance

3.2 UBI Banca

UBI Banca nasce nello stesso anno di Intesa Sanpaolo dalla fusione tra BPU Banca Scpa e Banca Lombarda Spa. Nel 2015 l'istituto di credito, fino ad allora appartenente alla categoria delle banche popolari, si trasforma in Società per Azioni e riorganizza l'articolazione societaria con l'incorporazione di Banca Popolare di Bergamo, Banco di Brescia, Banca Regionale Europea, Banca Commercio e Industria, Banca di Valle Camonica, Banca Popolare di Ancona, Banca Carime. Nel 2017 acquisisce e successivamente si fonde per incorporazione con Nuova Banca delle Marche, Nuova Banca dell'Etruria e del Lazio e Nuova Cassa di Risparmio di Chieti, arrivando a detenere una quota di mercato, al 30 giugno 2019, del 6,8% e diventando, al 31 dicembre 2019, quarta in Italia per numero di sportelli (1575 filiali). Prima della fusione con Intesa Sanpaolo, la banca si articolava in diverse divisioni, tra cui le più importanti:

- UBI Top Private Banking
- UBI Corporate & Investment Banking
- UBI Welfare
- UBI GTB
- UBI Leasing
- UBI Factor
- UBI Comunità
- IW Bank

3.3 La fusione Intesa Sanpaolo – UBI Banca

Il 12 aprile 2021, a seguito dell’Offerta pubblica di scambio su UBI promossa da Intesa Sanpaolo nel mese di febbraio 2020, trasformatasi poi in Offerta pubblica di acquisto e di scambio, si è completata la fusione per incorporazione delle due società. “*Gli aderenti hanno ricevuto 17 azioni Intesa Sanpaolo ogni 10 azioni UBI Banca consegnate in sede di offerta e 0,57 centesimi di euro per ogni titolo portato in adesione.*”²⁷

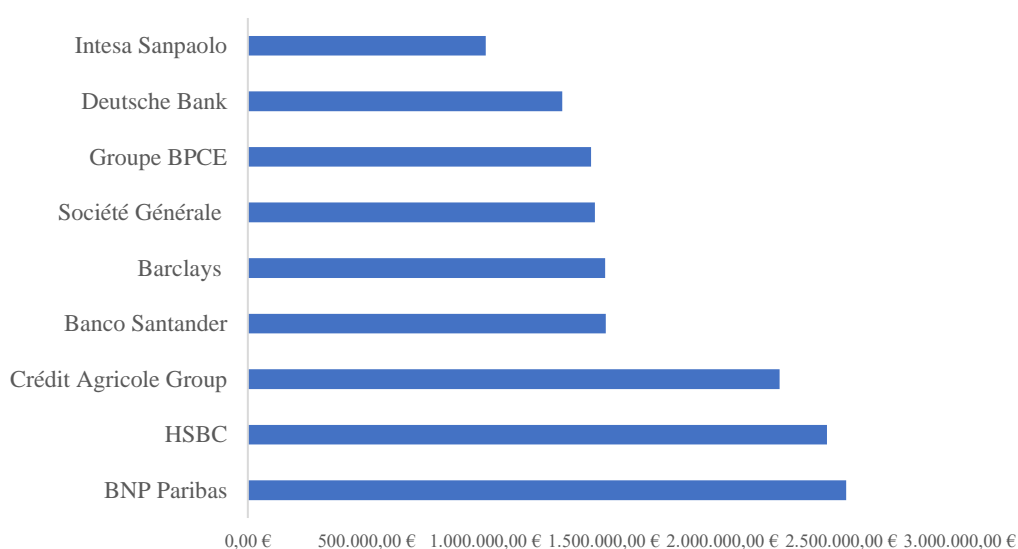
L’operazione è stata effettuata a seguito dell’ottenimento delle autorizzazioni della Banca Centrale Europea, della Banca d’Italia, dell’IVASS, della CONSOB e dell’Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, di cui l’ultima arrivata solo il 16 luglio 2020, dopo l’accettazione da parte di Intesa Sanpaolo della cessione di 549 sportelli bancari. Tali sportelli sono stati ceduti a BPER Banca con un accordo vincolante stipulato a febbraio 2020, condizionato al successo dell’Offerta pubblica di acquisto e di scambio.

Per facilitare il processo di integrazione, la scelta di Intesa Sanpaolo è ricaduta su una banca caratterizzata dalla stessa cultura e valori aziendali e, soprattutto, da un modello di *business* molto simile. Questo avrebbe consentito alla società di realizzare, secondo le stime degli analisti che hanno seguito Intesa Sanpaolo durante l’operazione, delle sinergie annuali pari a circa 730 milioni di euro, di cui il 70% di esse appartenenti alla categoria delle sinergie di costo.

Come emerge dal *Grafico 3.1*, la nuova entità così formatasi è diventata una delle realtà più importanti del panorama bancario europeo, consolidando la propria posizione di *leader* nel mercato italiano.

Grafico 3.1

Assets delle maggiori banche europee (in milioni di €)



Fonte: Elaborazione dati di S&P Global Market Intelligence e analisi dati di bilancio 31.12.2020 di Société Générale, Groupe BPCE, Deutsche Bank, Intesa Sanpaolo

Nelle successive pagine sarà analizzata nel dettaglio la fusione tra i due istituti di credito, al fine di verificare se gli obiettivi prefissati da Intesa Sanpaolo sono stati o meno raggiunti.

²⁷ Intesa Sanpaolo, *Cronistoria dell’offerta agli azionisti di UBI Banca*

3.4 La valutazione di UBI Banca

Al fine di valutare UBI Banca, *“l’offerente ha utilizzato un approccio valutativo basato su metodologie di mercato, in linea con quanto previsto dalla miglior prassi valutativa a livello nazionale e internazionale;”*²⁸ tra di esse, il metodo delle quotazioni di borsa, utilizzato come metodologia principale di valutazione, e il *Dividend Discount Model* nella variante *Excess Capital*, utilizzato come metodologia di controllo. Per le valutazioni, Intesa Sanpaolo si è appoggiata a Mediobanca, che ha agito come *lead financial advisor*, e a J.P. Morgan, Morgan Stanley, UBS ed Equita. Dall’altro lato, invece, UBI Banca è stata assistita da Goldman Sachs e Credit Suisse.

Nella proposta iniziale formulata da Intesa Sanpaolo, l’offerta a UBI Banca era pari a 4,86 miliardi di euro²⁹, a fronte di una capitalizzazione in borsa pari, al 14 febbraio 2020, a 3,45 miliardi di euro. Dall’analisi del bilancio consolidato di UBI, risulta che il patrimonio netto della banca, al 31 dicembre 2019, ammontava a 9,55 miliardi di euro. Pertanto, il multiplo P/BV di UBI era uguale a 0,36x. Esaminando questi valori, appare chiaro perché la fusione rappresentava una condizione vantaggiosa per gli azionisti di entrambe le banche: per gli azionisti di UBI, perché si vendeva una società del valore di 3,45 miliardi di euro ad un prezzo di 4,86 miliardi di euro; nel caso degli azionisti di Intesa, perché ad un costo di 4,86 miliardi di euro si otteneva una banca con un patrimonio netto di 9,55 miliardi di euro.

A fine luglio 2020 l’offerta si è conclusa con il 90,2% di adesioni da parte degli azionisti e ciò ha consentito ad Intesa di deliberare all’assemblea straordinaria di UBI la fusione tra le due banche.

Successivamente, ad ottobre, dopo aver ottenuto il 100% delle azioni, Intesa Sanpaolo ha provveduto al *delisting* del titolo UBI dalla Borsa italiana.

Secondo il bilancio consolidato 2020 di Intesa Sanpaolo, *“il confronto tra il costo dell’aggregazione complessivo e il patrimonio netto consolidato di UBI Banca, al netto delle attività intangibili iscritte a seguito di precedenti PPA, espresso al fair value alla data di acquisizione e considerando la minusvalenza registrata sulle filiali in via di dismissione, determina un negative goodwill di 2,505 milioni.”*³⁰

Tale *badwill*, dietro indicazione della *Guide on the supervisory approach to consolidation in the banking sector* della Banca Centrale Europea, non è stato distribuito tramite dividendi agli azionisti, ma utilizzato per aumentare la sostenibilità del modello di *business* della nuova entità formatasi.

A seguito della proposta di offerta e della possibile fusione con UBI banca, come si nota dal *Grafico 3.2*, il valore del titolo di Intesa ha continuato il suo *trend* crescente fino a toccare il suo massimo storico. Successivamente, il clima di incertezza, causato dall’accertamento dei primi casi di Coronavirus sul territorio italiano, ha portato nel giro di poco più di un mese a una rapida discesa del suo valore (da 2,6 euro a 1,4 euro). Le grandi dimensioni di Intesa Sanpaolo hanno poi permesso alla banca di affrontare al meglio lo *shock* pandemico e ciò ha generato nuova fiducia nei confronti del titolo da parte degli investitori. Recentemente, il

²⁸ Morrow Sodali, *Documento di offerta Intesa Sanpaolo*, 2020

²⁹ 10 azioni di UBI per 17 azioni ordinarie di Intesa Sanpaolo. Il premio risultante corrispondeva quindi al 27,6% del valore in borsa di UBI al 14.02.2020. Tale premio è salito al 44,7% a luglio, quando sono stati offerti agli azionisti di UBI ulteriori 0,57 euro *cash* per ogni azione. Intesa Sanpaolo, *Offerta pubblica di scambio volontaria*, 2020

³⁰ Intesa Sanpaolo, *Bilancio consolidato 2020*

valore del titolo, però, ha subito una nuova contrazione a causa della guerra in Ucraina e della grande esposizione della banca nei confronti della Russia.

Grafico 3.2



Fonte: Borsa Italiana, Titolo Intesa Sanpaolo

3.5 Analisi dati 2018-2019-2020-2021

3.5.1 Cost/Income, dipendenti, sportelli e innovazione tecnologica

Uno degli indicatori più utilizzati per valutare l'efficienza delle banche è il *Cost/Income ratio*. Tanto più basso è il suo valore, tanto maggiore sarà la capacità dell'intermediario creditizio di coprire i costi tramite la generazione di fatturato. È evidente che tale indice sarà minore per gli istituti di maggiori dimensioni, poiché, come è stato già anticipato nel secondo capitolo, questi sono in grado di ridurre il costo medio totale aumentando il volume della produzione.

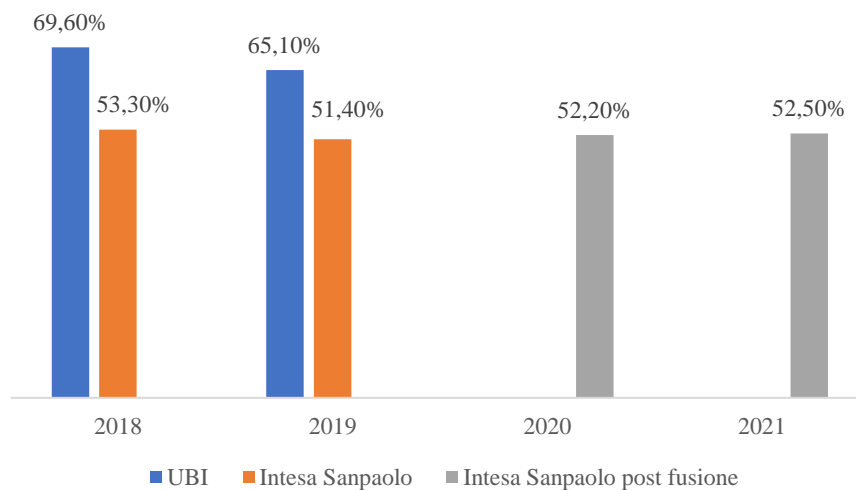
Ciò risulta molto chiaro dal *Grafico 3.3*, che, confrontando i dati di UBI e Intesa Sanpaolo negli anni 2018-2019, evidenzia la netta differenza dell'indicatore tra i due istituti.

Intesa Sanpaolo, grazie alle maggiori dimensioni, manifesta una netta differenza di efficienza rispetto a UBI, mostrando un *Cost/Income ratio* inferiore, rispettivamente, di circa 16 e 14 punti percentuali nel 2018 e 2019. È chiaro che, dopo la fusione che ha determinato l'inglobamento di una realtà molto meno efficiente e la concomitante crisi del settore bancario causata dalla pandemia COVID-19, l'indice di Intesa ha subito un lieve aumento. Nonostante ciò, rispetto al valore medio di riferimento, pari al 64% per gli istituti di maggiori dimensioni, risultante da un'analisi di KPMG³¹ condotta nel 2020 su un campione di 14 gruppi bancari italiani, rappresentanti circa il 70% del totale attivo consolidato, il *ratio* di Intesa Sanpaolo risulta ancora di gran lunga migliore. Questo risultato è stato conseguito grazie alla costante riduzione strutturale dei costi operativi (-1,1% rispetto al 2020) da parte dell'istituto di credito.

³¹ Giuliano Cicioni (KPMG), *Bilanci dei gruppi bancari italiani: trend e prospettive*, 2020

Grafico 3.3

Cost/Income



Fonte: dati di bilancio 2018-2019-2020-2021

Tale riduzione è stata resa possibile grazie al massiccio investimento in innovazioni tecnologiche e al *trend* decrescente del numero di dipendenti e sportelli bancari. I dati presenti nel *Grafico 3.4* mostrano un calo del personale pari al 13,3% e una diminuzione del numero di sportelli pari al 32,2% nel corso di soli tre anni.

Inoltre, come esplicitato nel Piano di Impresa 2022-2025 di Intesa Sanpaolo, all'interno del quale sono previsti investimenti in sviluppo tecnologico pari a 5 miliardi di euro, l'istituto di credito punta a *“rafforzare le proposte omnicanale della Banca e diventare leader in Europa in termini di efficienza operativa. Per farlo, sarà creata una nuova banca digitale (denominata isybank) e si continuerà ad investire fortemente in tecnologia, anche attraverso partnership con top fintech e player di intelligenza artificiale”*.³²

Gli investimenti tecnologici risultano sempre più realizzabili grazie soprattutto alla fusione con UBI, che ha determinato un forte abbassamento del costo medio dell'innovazione grazie all'introduzione di un'ampia gamma di prodotti e servizi gestibili da remoto, in risposta all'emergenza pandemica.

Tra di essi i più importanti sono: la digitalizzazione dei contratti e l'adozione dell'identità digitale per la sottoscrizione degli stessi, il rilascio di diversi strumenti di pagamento digitali, tra cui *Samsung Pay* o il servizio *Wearable*, la possibilità per aziende *retail* di richiedere finanziamenti a breve termine in modo completamente digitale e l'introduzione dell'applicazione *Investo* per la gestione dei fondi comuni.

Tali innovazioni hanno prodotto un sostanziale miglioramento dell'offerta, generando numerosi benefici per la clientela.

³² Intesa Sanpaolo, *Piano di Impresa 2022-2025: costruire la banca del futuro*

Grafico 3.4

Trend dipendenti e sportelli
2018*-2019*-2020-2021

*Per il 2018 e il 2019 è stata presa la somma dei valori delle due banche



Fonte: elaborazione propria su dati di bilancio 2018-2019-2020-2021

3.5.2 ROE, ROA e MIN

Secondo il Rapporto sulla stabilità finanziaria pubblicato da Banca d'Italia nel novembre 2021, *“negli ultimi sei mesi le aspettative degli analisti sugli utili delle banche italiane e dell'area dell'euro hanno continuato a migliorare: a novembre i profitti attesi a tre anni in rapporto al capitale e alle riserve (return on equity, ROE) si sono collocati su valori rispettivamente pari a 7,2 e 8,4 per cento, in linea con quanto osservato prima dell'emergenza pandemica.”*³³

Come è stato già evidenziato nel capitolo 2, il ROE rappresenta il più importante indicatore utilizzato per valutare la *performance* di una banca, poiché ciò che conta maggiormente per gli azionisti è l'utile netto che l'istituto di credito riesce a generare a favore del capitale proprio.

Dal Grafico 3.5 si evince chiaramente come istituti di maggiori dimensioni solitamente riescano a generare risultati migliori rispetto a banche di minori dimensioni. Confrontando i dati del 2018 e del 2019 di Intesa Sanpaolo e UBI, è possibile confermare quanto esposto, dal momento che il ROE di Intesa risulta notevolmente superiore rispetto a quello di UBI Banca. Successivamente, nel 2020 il ROE di Intesa Sanpaolo ha subito una grande riduzione rispetto ai valori degli anni precedenti. La debole *performance* della banca è attribuibile alla pandemia COVID-19, che ha determinato un abbassamento generale del ROE di tutti gli istituti di credito. Tale indice si è comunque attestato a un valore maggiore rispetto al 3,9% del campione studiato da KPMG, nell'analisi menzionata nel precedente paragrafo.

Nel 2021, grazie all'integrazione tra i modelli delle due banche e alla realizzazione di sinergie, l'utile netto di Intesa si è attestato a circa 4,2 miliardi di euro, segnando una crescita del 19,4% rispetto all'anno 2020 e determinando un ROE, pari al 7,6%, leggermente superiore al valore medio italiano descritto a inizio paragrafo. Inoltre, approfondendo l'andamento dei valori dei tassi di interesse sui crediti erogati dalle banche,

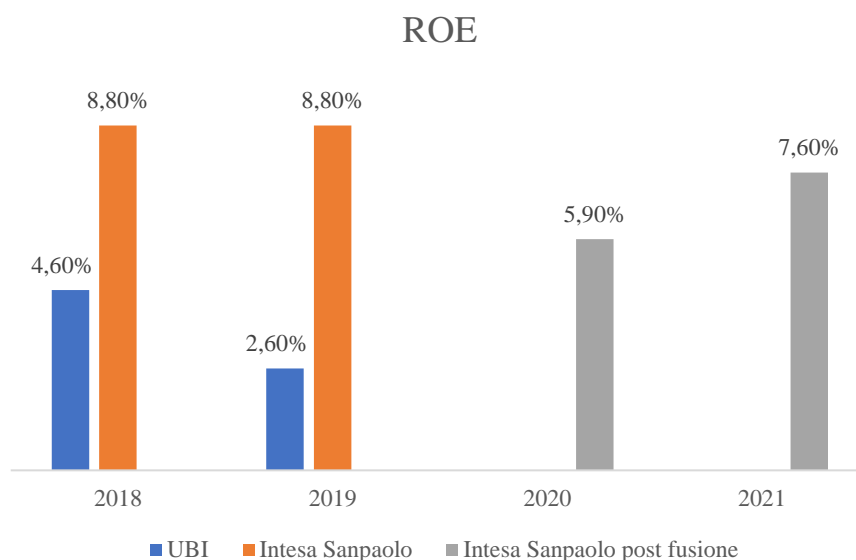
³³ Banca d'Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, Novembre 2021

risulta come questi nel corso del 2021 siano rimasti in linea con i valori degli anni precedenti. Ciò significa che la banca è stata la protagonista principale del miglioramento della propria *performance*.

È importante evidenziare, però, come anche *l'equity multiplier* della banca abbia subito un aumento rispetto all'anno precedente, passando da 18 a 19,5.

Da questi risultati emerge chiaramente come la fusione tra i due istituti di credito sia stata un grande successo, visto che ha portato alla nascita di un vero e proprio *leader* nel panorama bancario non solo italiano, ma anche europeo.

Grafico 3.5

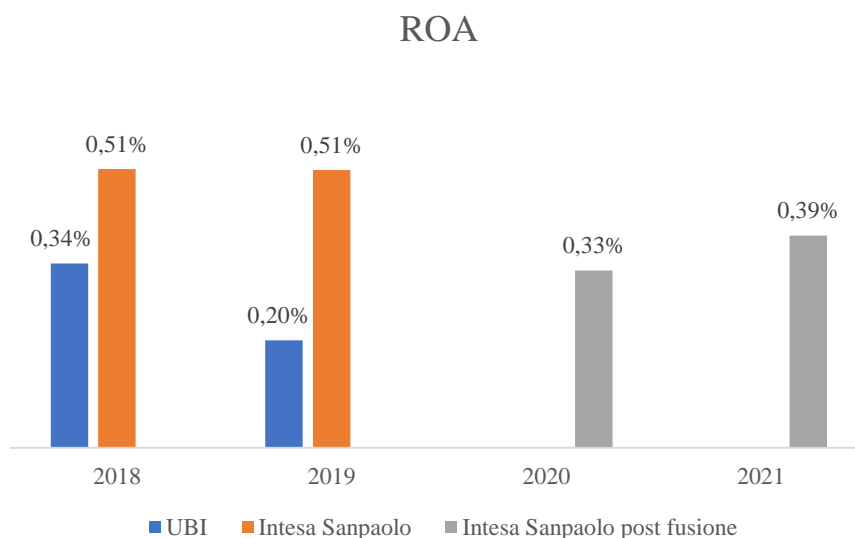


Fonte: dati di bilancio 2018-2019-2020-2021

Una buona analisi della *performance* deve necessariamente tener conto anche delle dimensioni della banca ed è dunque fondamentale l'utilizzo combinato del *ROE* con il *ROA*. Tale indice consente di valutare se la gestione delle attività bancarie è stata efficiente, rapportando il valore del risultato netto a quello delle attività detenute.

Dal *Grafico 3.6* emerge come il valore attuale dell'indice, pari allo 0,39%, è ancora inferiore allo 0,51% del periodo pre-pandemico. Pertanto, i risultati economici raggiunti da Intesa Sanpaolo nel 2021, seppur formidabili, sono suscettibili ancora di un grande margine di miglioramento, che potrà essere ottenuto sfruttando in maniera migliore le risorse societarie. Rispetto al 2020, infatti, il *ROA* ha subito solo un lieve aumento, passando dallo 0,33% allo 0,39%. Analizzando con maggiore dettaglio l'indice, tramite una sua scomposizione in *AU* e in *NPM*, si nota come il suo incremento sia stato determinato quasi totalmente dalla forte crescita dell'utile netto. Il *Net Profit Margin* rispetto al 2020 è stato, infatti, contraddistinto da una crescita pari a circa il 3%, passando dal 17,23% al 20,13%, mentre l'*Asset utilization* è stato caratterizzato solo da un aumento marginale di valore, inferiore allo 0,1%. Ciò evidenzia, ancora una volta, la fondamentale importanza dell'integrazione delle risorse post-fusione per la realizzazione delle sinergie desiderate. Generando maggiori ricavi operativi per ogni euro di attività iscritta nello stato patrimoniale, si otterrebbe un aumento importante dell'*AU* e conseguentemente un incremento del *ROE*.

Grafico 3.6

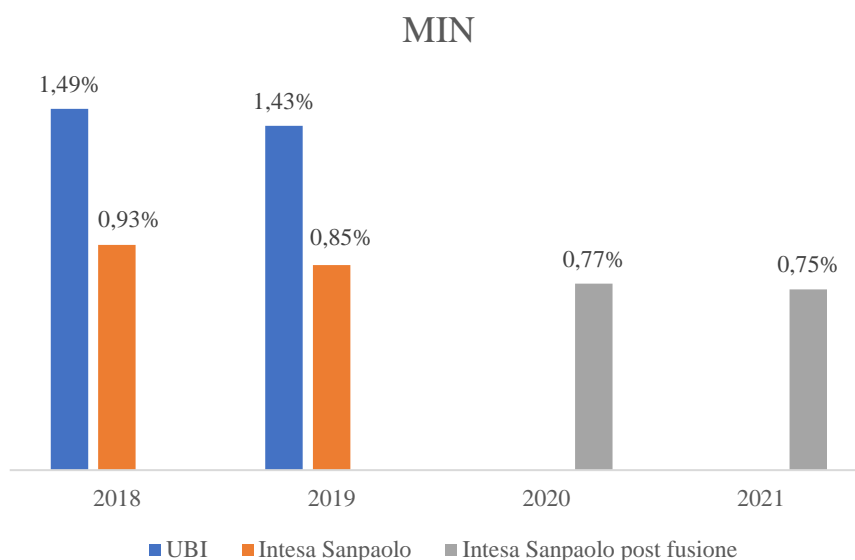


Fonte: dati di bilancio 2018-2019-2020-2021

È importante evidenziare, però, come l'incremento del *ROE* nel 2021 non sia stato determinato dalla crescita del margine di interesse. Infatti, analizzando i dati del bilancio consolidato di Intesa Sanpaolo per il 2021, si può osservare una crescita pari a solo 261 milioni di euro del margine di interesse rispetto al valore registrato nel 2020, a causa dei bassi tassi di interesse corrisposti sulle attività bancarie. Per tale motivo, come risulta dal *Grafico 3.7*, il margine di interesse netto è rimasto in linea con il valore del 2020.

Ciò che in realtà ha portato alla grande crescita dell'utile netto è stata la conferma del *trend* crescente delle commissioni nette e delle attività e passività finanziarie di pertinenza delle imprese di assicurazione ai sensi dello IAS 39, che hanno registrato, rispettivamente, un progresso di 1,4 miliardi di euro e di 1,2 miliardi di euro, segnando sempre di più il passaggio della banca verso un modello di *business* incentrato sulle commissioni e sull'attività assicurativa.

Grafico 3.7



Fonte: elaborazione propria su dati di bilancio 2018-2019-2020-2021

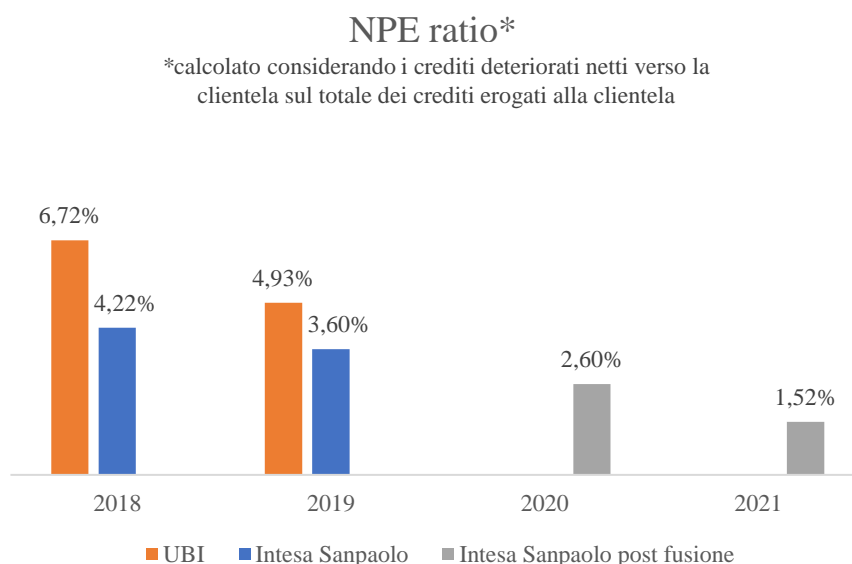
3.5.3 NPE, Tier 1 ratio e Common Equity Tier 1 ratio

Secondo il Piano di Impresa 2022-2025, Intesa Sanpaolo “*perseguirà una strategia strutturale di de-risking con l’ambizione di diventare una Zero-NPL Bank.*”³⁴ Tale strategia è stata già avviata negli anni precedenti e si sta dimostrando sempre più vincente. Rispetto ai valori medi dei *competitor*, l’indice di Intesa Sanpaolo risulta il più basso tra tutti. Come è evidenziato dal *Grafico 3.8*, nel 2018 i *NPE ratio* di Intesa e UBI erano pari, rispettivamente, al 4,22% e al 6,72%. Il valore dell’indice ha subito un costante decremento, che lo ha portato, al termine dell’esercizio 2021, ad attestarsi all’1,52%, segnando dal 2017 una riduzione complessiva di crediti deteriorati lordi di circa 37 miliardi di euro.

Risulta importante sottolineare che il *ratio* non ha subito incrementi neanche a seguito della crisi pandemica COVID-19. Ciò è stato possibile, in parte, grazie agli straordinari aiuti pubblici che sono stati riconosciuti agli intermediari creditizi, tra cui la moratoria e le garanzie pubbliche sui crediti concessi.

Inoltre, le grandi dimensioni di Intesa Sanpaolo, che consentono di sfruttare la leva delle economie di scala, unite alla gestione esterna degli *NPE*, garantiscono alla banca la possibilità di gestire efficacemente a livello interno i crediti deteriorati. In questo modo, non si verifica una svendita di tali crediti.

Grafico 3.8



Fonte: elaborazione propria su dati di bilancio 2018-2019-2020-2021

Come si può rilevare dal *Grafico 3.9* e dal *Grafico 3.10*, la fusione tra i due intermediari ha determinato anche un aumento della solidità patrimoniale.

Nel 2021 il *Tier 1 ratio*³⁵ e il *Common Equity Tier 1 ratio*³⁶ si sono attestati, rispettivamente, a valori del 16,4% e del 14,5%, valori ben al di sopra delle soglie fissate dalla BCE per il 2021³⁷ del 14,9% e del 10,5%. Dall’analisi menzionata nel paragrafo 3.3.1, emerge la tendenza generale delle banche all’incremento di tali coefficienti patrimoniali, il che evidenzia una sempre maggiore robustezza degli intermediari creditizi e un

³⁴ Intesa Sanpaolo, *Piano di Impresa 2022-2025: costruire la banca del futuro*

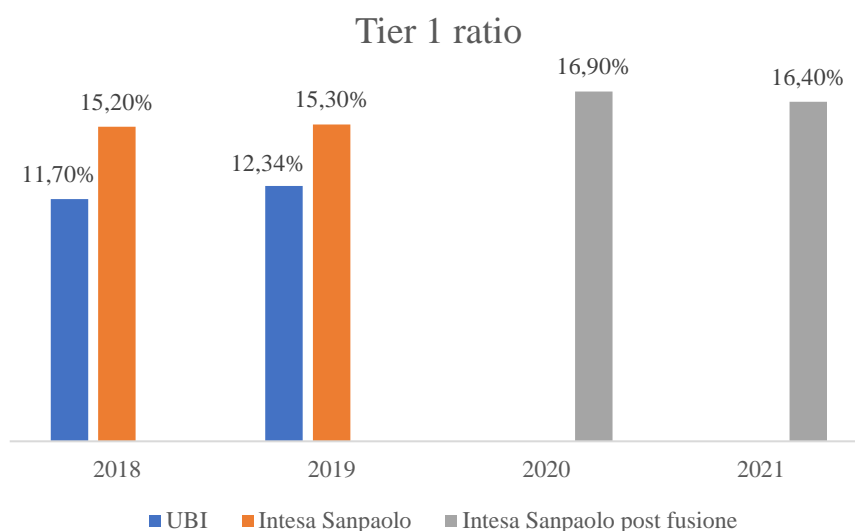
³⁵ Calcolato come rapporto tra Tier 1 capital, che comprende il CET1 e l’AT1, e Attività di rischio ponderate

³⁶ Calcolato come rapporto tra Common Equity Tier 1 capital e Attività di rischio ponderate

³⁷ Nel 2022 la BCE ha richiesto un aumento del valore del CET1 al 10,6% (dal 10,5%) e del Tier1 al 15,1% (dal 14,9%)

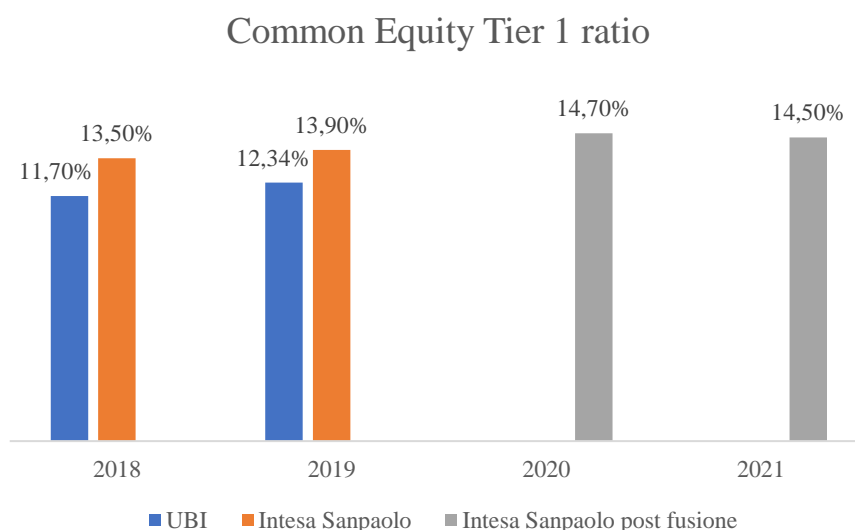
livello qualitativo degli attivi decisamente migliore rispetto agli anni passati.

Grafico 3.9



Fonte: dati di bilancio 2018-2019-2020-2021

Grafico 3.10



Fonte: dati di bilancio 2018-2019-2020-2021

I valori di questi coefficienti hanno così consentito a Intesa Sanpaolo di tornare a distribuire un generoso dividendo per l'esercizio 2020 dopo il blocco forzoso generale imposto dalla BCE per l'anno 2019, volto a salvaguardare la capacità delle banche di assorbire le perdite.

Inoltre, a seguito degli importanti risultati raggiunti nell'esercizio 2021, nel maggio 2022 saranno distribuiti agli azionisti 1,5 miliardi di euro sotto forma di dividendi, equivalenti a 0,0789 euro per azione, ed è stato proposto un *buyback* pari a 3,4 miliardi di euro, subordinato all'approvazione da parte della Banca Centrale Europea. Tale operazione porterà sicuramente un beneficio agli azionisti, dal momento che spingerà il prezzo del titolo verso l'alto.

3.6 Aumento di concentrazione e rischi per la clientela

Nonostante la cessione di 549 sportelli a BPER Banca, nel 2020 l'indice di *Herfindahl-Hirschman*, calcolato come sommatoria dei valori al quadrato delle quote di mercato detenute da ciascuna banca, è stato contraddistinto da un aumento di 32 punti rispetto all'anno precedente, passando da 643 a 675. Anche la quota di mercato detenuta dai cinque maggiori istituti di credito ha subito un incremento, passando dal 47,9% al 49,3%³⁸.

Finora sono stati affrontati solo gli aspetti positivi determinati dall'aumento di concentrazione nel mondo bancario, fra i quali emergono l'efficientamento dei costi, l'aumento dell'utile netto, la maggiore solidità patrimoniale e la gestione efficiente dei crediti deteriorati. Questi aspetti rappresentano sicuramente dei benefici anche per la clientela, poiché permettono ad essa di contare su istituti più solidi e in grado di offrire servizi migliori a costi più contenuti. Un aumento spropositato della concorrenza, però, potrebbe portare anche a conseguenze negative, prima fra tutte l'abuso del potere di mercato da parte degli istituti più importanti. Pertanto, nell'ottica delle future fusioni e acquisizioni, l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato avrà un ruolo fondamentale, poiché, da un lato dovrà cercare di evitare pericolosi aumenti di concentrazione del settore, ma dall'altro non disincentivare questo tipo di operazioni, rendendole troppo onerose per le banche.

3.7 Le previsioni di Intesa Sanpaolo per il 2025

Il successo di una fusione o acquisizione è difficile da valutare nel breve periodo, poiché spesso per essere realizzate le sinergie richiedono un lungo processo di integrazione *post-operazione*.

A tale scopo è utile commentare le previsioni per l'anno 2025 contenute nel piano d'impresa 2022-2025 di Intesa Sanpaolo e riportate nella *Tabella 3.1*.

Secondo le stime, rispetto all'anno 2021, i proventi operativi netti cresceranno sino ad arrivare a 22,8 miliardi di euro con un *CAGR* del 2,3%, segnando una crescita di oltre 2 miliardi di euro in 4 anni, mentre i costi operativi subiranno una riduzione di 300 milioni di euro. Ciò determinerà un ulteriore efficientamento della banca, portando il *Cost/Income ratio* ad un valore del 46,4%.

Il risultato netto che ne conseguirà sarà pari a 6,5 miliardi di euro e segnerà un incremento di valore di oltre 2,3 miliardi di euro rispetto all'anno 2021, con un *CAGR* dell'11,8%. Da tutto ciò deriverà un notevole aumento del *ROE*, pari al 4,2%, che porterà tale indice ad attestarsi a un valore pari all'11,8%.

La maggior parte di questi risultati si otterrà grazie alla Divisione Banca dei Territori, dal momento che la quasi totalità delle sinergie sarà sviluppata in questa Divisione. Analizzando nel dettaglio i dati della Banca dei Territori, il *Cost/Income ratio* passerà dal valore del 72,3% a quello del 59,8% e ciò sarà il frutto di una forte riduzione dei costi operativi e dell'aumento di 1,1 miliardi di euro dei proventi operativi netti. Per tale motivo, circa la metà della crescita del risultato netto (1,1 miliardi di euro) sarà generata da questa Divisione. Inoltre, a causa della forte spinta inflazionistica globale dell'ultimo periodo, la BCE molto probabilmente entro la fine dell'anno seguirà la strada già percorsa dalla FED, rialzando i tassi d'interesse. Ciò, secondo il piano

³⁸ Si veda al riguardo ECB, *EU structural financial indicators*, 2021

d'impresa 2022-2025 di Intesa Sanpaolo, porterà a un'ulteriore crescita degli interessi netti di circa 1 miliardo di euro per ogni aumento dei tassi di 50 punti base ma, ai fini del presente elaborato, il cui scopo è quello di analizzare la fusione tra i due istituti di credito, non si terrà conto di questo dato, poiché risulterebbe fuorviante considerare i risultati di politiche monetarie delle Banche Centrali.

Tabella 3.1

	2025E (€ miliardi)	CAGR '21E-'25E (%)
Proventi operativi netti	22,8	+2,3
Costi operativi	10,6	(0,8)
Cost/Income ratio	46,4%	Δ (6,1) pp
Risultato netto	6,5	+11,8
ROE³⁹	11,8%	Δ 4,2 pp

Fonte: Intesa Sanpaolo, Piano d'impresa 2022-2025

“L'insieme degli obiettivi di Piano porterà Intesa Sanpaolo a poter essere considerato uno dei migliori investimenti per gli Azionisti, sia nel breve sia nel medio-lungo termine, grazie alla creazione e distribuzione di valore sostenibile: >€22mld distribuiti agli Azionisti per il periodo 2021-2025 (payout ratio annuale del 70%, combinato con un addizionale buyback), di cui >€6,6mld già nel 2022 e con i dividendi cash in crescita di anno in anno.”⁴⁰

Se tali risultati dovessero essere confermati, a seguito anche dell'analisi condotta nei precedenti paragrafi, la fusione tra Intesa Sanpaolo e UBI Banca potrà essere considerata tra i più straordinari successi di M&A nel mondo bancario.

Questa previsione, però, non tiene conto delle problematiche che insorgeranno a seguito del conflitto tra Russia e Ucraina. Intesa Sanpaolo, infatti, risulta essere tra le banche europee con maggiore esposizione nel territorio russo e se la guerra si protrarrà ancora a lungo si verificheranno gravissime conseguenze economico-finanziarie.

³⁹ Il ROE è stato stimato personalmente considerando il capitale proprio della banca del 2021 e il risultato netto previsto per il 2025

⁴⁰ Intesa Sanpaolo, Piano d'impresa 2022-2025

Conclusione

Questo elaborato è focalizzato sul fenomeno delle operazioni di fusione e acquisizione nel settore bancario e ha evidenziato il suo intensificarsi negli ultimi anni. In Italia tale fenomeno ha iniziato a manifestarsi solo a partire dagli anni Novanta del secolo scorso, a seguito della pubblicazione della legge Amato – Carli, che ha disciplinato la trasformazione delle banche da enti pubblici a enti privati. Ad oggi, come evidenziato dall'esplosione del numero di *deals* chiusi nell'ultimo periodo, le operazioni straordinarie risultano l'opzione strategica più utilizzata dalle imprese per perseguire il proprio percorso di crescita, perché all'interno di settori ormai caratterizzati da un elevato grado di maturità rappresentano, rispetto alla crescita organica, l'alternativa che permette di raggiungere in modo più tempestivo gli obiettivi prefissati. Dalla *Tabella 1.1* analizzata nel primo capitolo è emerso come la maggior parte del valore totale di questo tipo di operazioni sia ormai riconducibile al settore dei servizi finanziari, in particolare a quello bancario, incoraggiato dalla Banca Centrale Europea e motivato prevalentemente dalla possibilità di sfruttare le economie di scala derivanti dal raggiungimento di un'elevata dimensione aziendale in grado di portare alla riduzione dei costi e al miglioramento dell'efficienza.

Come testimoniato dai dati analizzati nel capitolo precedente, la fusione con UBI Banca ha determinato un forte miglioramento delle *performance* e della solidità patrimoniale per Intesa Sanpaolo, consentendo alla banca di affrontare al meglio le insidie legate all'attuale situazione economica mondiale. Come già osservato, la banca è riuscita a consolidare il *Tier 1 ratio* e il *Common Equity Tier 1 ratio* e, secondo le proprie stime, nel corso dei prossimi anni continuerà a diminuire sempre di più i costi operativi, grazie allo sfruttamento delle grandi economie di scala e delle sinergie realizzate, e a incrementare ulteriormente il proprio risultato netto, portandolo entro il 2025 a oltre 6,5 miliardi di euro. Il raggiungimento di tali obiettivi è subordinato a un'efficace integrazione organizzativa e ad una proficua comunicazione tra le risorse umane dell'organico della nuova entità formatasi e risulta tanto più semplice quanto più le imprese coinvolte nella fusione si somigliano. È proprio per tale motivo che la scelta di Intesa Sanpaolo è ricaduta su una banca caratterizzata dalla stessa cultura e valori aziendali e, soprattutto, da un modello di *business* molto simile.

La fusione tra i due istituti di credito ha quindi consolidato la posizione di *leader* di Intesa Sanpaolo nel panorama bancario italiano e ha favorito la formulazione di diverse proposte di acquisto e fusione tra gli intermediari bancari italiani, spingendo ulteriormente la concentrazione di un settore che è stato già caratterizzato dall'aumento del valore dell'indice di *Herfindahl-Hirschman* da 452 nel 2016 a 675 nel 2020.⁴¹ Tra queste proposte, molte sono state incoraggiate dagli incentivi fiscali per le fusioni tra imprese che, introdotti nel 2020 per facilitare il salvataggio di Monte dei Paschi di Siena, consentono di trasformare le imposte differite attive in crediti fiscali, computabili nel *Common Equity Tier 1*, nel limite massimo di 500 milioni o del 2% degli *assets* del soggetto minore o conferito.

⁴¹ Si veda al riguardo ECB, *EU structural financial indicators*, 2021

Da quanto esposto nel terzo capitolo, risulta evidente che le banche che saranno coinvolte come *target* in un'acquisizione o fusione saranno più probabilmente quelle caratterizzate da un basso livello del *ROA*, dal momento che una banca con un *ROA* già elevato ha una possibilità inferiore di realizzare ulteriori guadagni rispetto a una banca con un *ROA* più basso, che presenta invece interessanti potenzialità di crescita. UBI Banca, infatti, risultava avere nel 2019 un *ROA* pari allo 0,2% ed è anche per tale motivo che Intesa Sanpaolo ha manifestato grande interesse per l'istituto di credito bergamasco.

Mentre l'operazione di rilevamento, da parte di BPER Banca, della partecipazione di controllo detenuta dal Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi e dallo Schema Volontario di Intervento del FITD su Carige⁴² procede indisturbata verso il suo completamento, nel mese di aprile 2022 il *risiko* bancario si è nuovamente acceso, a seguito dell'acquisizione del 9,2% delle azioni di Banco BPM da parte del gruppo francese Crédit Agricole, il che fa presagire, nell'arco dei prossimi mesi, la formulazione di un'offerta pubblica di acquisto nei confronti di BPM, similmente a quanto avvenuto con Creval. A pesare su questa operazione, però, è l'incognita legata al possibile utilizzo del *golden power* da parte dello Stato per la tutela del settore bancario, inserito all'interno del perimetro dei settori strategici del Paese a partire dall'aprile 2020.

In questa situazione sarà importante analizzare la risposta di Unicredit, istituto accostato più volte a Banco BPM nell'ultimo periodo per una possibile operazione straordinaria che sembrava essere molto vicina, ma adesso allontanata a causa di Crédit Agricole. Per tale motivo, Unicredit rimane ancora il candidato principale per la rilevazione di Monte dei Paschi di Siena, non appena l'istituto verrà ricapitalizzato, nonostante le trattative tra i due intermediari siano state momentaneamente interrotte. In alternativa, se la banca vorrà comunque crescere per linee esterne, dovrà cercare di realizzare operazioni di *M&A* con istituti fuori dai confini nazionali.

Tali operazioni risultano molto complicate a causa della difficoltà nell'integrazione post operazione tra istituti di credito con limitata integrazione finanziaria; per questo motivo, il più delle volte non hanno determinato alcun miglioramento dell'efficienza e della redditività delle banche coinvolte.

La principale barriera alle fusioni *cross-border* è costituita dalle differenze presenti nel diritto civile e nel diritto commerciale dei vari Paesi. Infatti, la maggior parte dei prodotti bancari sono costituiti da contratti e pertanto sono regolati dal quadro normativo nazionale.

Sarà, pertanto, fondamentale un'ulteriore armonizzazione del quadro normativo e regolatorio e il completamento dell'Unione Bancaria Europea, mediante la realizzazione di un sistema unificato di garanzia dei depositanti, altrimenti continueranno ad esistere tanti mercati bancari quanti sono i diversi quadri legali e non sarà possibile realizzare fusioni e acquisizioni transfrontaliere in grado di permettere alle banche europee di competere con i colossi americani.

Le operazioni di fusione e acquisizione possono rappresentare delle opportunità per gli istituti di credito per stare al passo con il cambiamento e superare le insidie legate all'attuale contesto economico mondiale, che minaccia fortemente la salute bancaria.

⁴² BPER ha sottoscritto un contratto di acquisizione dell'80% di Carige dal FITD e dallo SVI del FITD nel febbraio del 2022 che consentirà alla banca di rilevare la partecipazione al corrispettivo di 1 euro

“Le fusioni societarie se ben pianificate, possono non solo aiutare le banche a ridurre i costi, investire di più nella trasformazione digitale e, in ultima analisi, dare nuovo impulso alla redditività, ma contribuiscono anche a eliminare la capacità in eccesso nel sistema bancario, eredità del periodo precedente la grande crisi Finanziaria.”⁴³

⁴³ Andrea Enria, *intervento alla Commissione per l'economia del Parlamento Europeo*, 2021

Bibliografia

- A.Carretta, P.Schwizer, *Le fusioni in banca. Gestire l'integrazione per creare valore. Esperienze di successo e leve manageriali*, Bancaria Editrice, 2008
- Andrea Resti, *Le fusioni bancarie. La lezione dell'esperienza*, Bancaria Editrice, 2006
- Antonella Brozzetti, *Concentrazione bancaria: da mito a incubo?*, Pacini Editore, 2011
- Daniela Caterino, *Concentrazione e attività bancaria*, Giuffrè Editore, 2004
- Fabio Panetta, *Il sistema bancario italiano negli anni novanta*, Il mulino Editore, 2004
- Franco Fontana e Matteo Caroli, *Economia e gestione delle imprese*, McGraw-Hill Editore, 2017
- F. Mishkin, S. Eakins e E.Beccalli, *Istituzioni e mercati finanziari*, Pearson Editore, 2019
- G.Fiori e R.Tiscini, *Economia aziendale*, Egea Editore, 2017
- John Lipczynski, John O.Wilson e John Goddard, *Economia industrial. Concorrenza, strategie e politiche pubbliche*, Pearson Editore, 2016
- Lucio Potito, *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, G. Giappichelli Editore, 2016
- M. Rosaria Napolitano, *La gestione dei processi di acquisizione e fusione di imprese*, Angeli Editore, 2003
- Michele Rutigliano, *L'analisi del bilancio delle banche*, Egea Editore, 2012
- Paolo Mottura, *Banche strategie, organizzazione e concentrazioni*, Egea Editore, 2007

Sitografia

ABI Lab, *Intervista al dott. Pierfrancesco Gaggi, Presidente ABI Lab*, 2020

<https://www.abilab.it/-/approfondimento/banche-investimenti-digitale>

AIFI, *Guida processo M&A, Come valutare, acquisire e cedere un'azienda*, 2012

<http://www.meneghini.it/GuidaMA2012.pdf.pdf>

Andrea Enria, *intervento alla Commissione per l'economia del Parlamento Europeo*, 2021

<https://www.ilsole24ore.com/art/enria-ma-banche-migliorare-redditivita-ADV6CQSB>

Banca d'Italia, *Canale Fintech*

<https://www.bancaditalia.it/compiti/sispaga-mercati/fintech/index.html>

Banca d'Italia, *Comunicato stampa 10 febbraio 2022*

<https://www.bancaditalia.it/media/bce-comunicati/documenti/2022/ssm.pr220210.it.pdf>

Banca d'Italia, *Economies of scale revisited: evidence from Italian banks*, 2020

https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2020-0568/QEF_568_20.pdf

Banca d'Italia, *Indagine Fintech nel sistema finanziario italiano*, 2019

https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/analisi-sistema/approfondimenti-banche-int/Allegato_2_Indagine_Fintech.pdf

Banca d'Italia, *Non-performing loans: the market, the rules and a stronger system*, 2018

https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2018/en-Angelini-09102018.pdf?language_id=1

Banca d'Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, Novembre 2021

https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/rapporto-stabilita/2021-2/RSF_2-2021.pdf

Banca d'Italia, *Relazione annuale 1991*

https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/1991/rel91_tot.pdf

Banca d'Italia, *Relazione annuale 2020*

https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2020/rel_2020.pdf

Banca Ifis, *Mercato delle transazioni NPL e industria del servicing*, 2021

https://www.bancaifis.it/app/uploads/2021/01/MW_NPL_Gennaio21_ITA.pdf

BCG, *Post-Merger Integration*

<https://www.bcg.com/it-it/capabilities/mergers-acquisitions-transactions-pmi/post-merger-integration>

Borsa Italiana, *Leverage Buy Out*

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/leveragebuyout.htm>

Borsa Italiana, *Titolo Intesa Sanpaolo*

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/azioni/scheda/IT0000072618.html?lang=it>

Christensen, Alton, Rising and Waldeck, *The Big Idea: The New M&A Playbook*, HBR, 2011

<https://hbr.org/2011/03/the-big-idea-the-new-ma-playbook>

Comma 1-2, art.16 legge 287/90

<https://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:stato:legge:1990;287>

EBF, *Banking in Europe: EBF Facts & Figures 2021*

<https://www.ebf.eu/wp-content/uploads/2022/01/FINAL-Banking-in-Europe-EBF-Facts-and-Figures-2021.-11-January-2022.pdf>

ECB , *EU structural financial indicators*, 2021

https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210526_annex~b5ce7a6554.it.pdf

ECB, *Guide on the supervisory approach to consolidation in the banking sector*, 2020

<https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.guideconsolidation2101~fb6f871dc2.en.pdf>

Enciclopedia Treccani, *Fusione*

https://www.treccani.it/enciclopedia/fusione_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/#:~:text=fusione%20In%20economia%2C%20finanza%20e,in%20un%20unico%20soggetto%20giuridico.&text=pu%C3%B2%20essere%20preferita%20all'acquisizione,esborsare%20grandi%20quantit%C3%A0%20di%20denaro

https://www.treccani.it/enciclopedia/fusione_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/#:~:text=fusione%20In%20economia%2C%20finanza%20e,in%20un%20unico%20soggetto%20giuridico.&text=pu%C3%B2%20essere%20preferita%20all'acquisizione,esborsare%20grandi%20quantit%C3%A0%20di%20denaro

Enciclopedia Treccani, *OPA*

https://www.treccani.it/enciclopedia/opa_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/

Enciclopedia Treccani, *Testo Unico Bancario*

https://www.treccani.it/enciclopedia/tub_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/

EY, *M&A in Italia Review 2020 e Preview 2021 Considerazioni sui trend di investimento in Italia, tra limiti strutturali e opportunità*, 2021

https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/it_it/news/2021/february/ey-analisi-ma2020-review-2021.pdf

G.Latorre (KPMG), *Will optimism prevail in the new reality*, 2021

<https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/xx/pdf/2021/07/global-banking-m-and-a-trends-2021-web.pdf>

Giuliano Cicioni (KPMG), *Bilanci dei gruppi bancari italiani: trend e prospettive*, 2020

https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/it/pdf/2021/07/KPMG_Bilanci-gruppi-bancari-italiani-2021.pdf?__hstc=160160738.816236007ad594a922ee5cc85d013caf.1646567833353.1646567833353.1646567833353.1646567833353.1646567833353&__hssc=160160738.1.1646567833353&__hsfp=2450341825

Glossario Banco BPM, *Pay out*

<https://www.bancobpm.it/magazine/glossario/pay-out/>

Intesa Sanpaolo, *Bilancio consolidato 2018*

https://group.intesasanpaolo.com/content/dam/portalgroup/repository-documenti/investor-relations/bilanci-relazioni-it/2018/BILANCI_2018_DEFINITIVO%20POST%20ASSEMBLEA_Ricercabile.pdf

Intesa Sanpaolo, *Bilancio consolidato 2019*

https://group.intesasanpaolo.com/content/dam/portalgroup/repository-documenti/investor-relations/bilanci-relazioni-it/2019/20200430_BILANCI_2019_Def_it.pdf

Intesa Sanpaolo, *Bilancio consolidato 2020*

https://group.intesasanpaolo.com/content/dam/portalgroup/repository-documenti/investor-relations/bilanci-relazioni-it/2020/20210428_Bilanci_2020_DEF_it.pdf

Intesa Sanpaolo, *Bilancio consolidato 2021*

https://group.intesasanpaolo.com/content/dam/portalgroup/repository-documenti/investor-relations/bilanci-relazioni-it/2021/Bilanci_2021.pdf

Intesa Sanpaolo, *Cronistoria dell'offerta agli azionisti di UBI Banca*

<https://group.intesasanpaolo.com/it/sala-stampa/news/il-mondo-di-intesa-sanpaolo/2020/opas-ubi-cronistoria>

Intesa Sanpaolo, *Offerta pubblica di scambio volontaria*, 2020

https://group.intesasanpaolo.com/content/dam/portalgroup/repository-documenti/investor-relations/Contenuti/RISORSE/Documenti%20PDF/ubi/20200217_102_it.pdf

Intesa Sanpaolo, *Piano d'impresa 2022-2025*

https://group.intesasanpaolo.com/content/dam/portalgroup/repository-documenti/investor-relations/presentazioni-it/2022/Piano%20di%20Impresa_2022-2025_IT.pdf

Intesa Sanpaolo, *Piano di Impresa 2022-2025: costruire la banca del futuro*

<https://group.intesasanpaolo.com/it/sala-stampa/news/il-mondo-di-intesa-sanpaolo/2022/nuovo-piano-di-impresa-2022-2025>

Intesa Sanpaolo, *Profilo*

<https://group.intesasanpaolo.com/it/chi-siamo/profilo>

Intesa Sanpaolo, *Storia*

<https://group.intesasanpaolo.com/it/chi-siamo/storia>

KPMG, *NonPerforming Loan in Italia. Trend in atto e prospettive future*, 2018

<https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/it/pdf/2018/07/I-Non-Performing-Loan-in-Italia-2018.pdf>

Le fondazioni bancarie: ricostruzione normativa (profili soggettivi)

<https://leg16.camera.it/561?appro=421>

Luigi Guatri, *Opinione indipendente sulla congruità del rapporto di cambio proposto nella fusione per incorporazione di Banca Popolare di Spoleto S.p.A. in Banco di Desio e della Brianza S.p.A.*, 2018

https://www.bancodesio.it/sites/archivio-bpspoleto/files/docs/allegato_al_documento_informativo_-_parere_prof._marco_villani.pdf

Maurizio Cenni, *Trasformazioni del sistema creditizio, Pubblicazione 1994 sulla Legge Amato*

<https://mauriziocenni.files.wordpress.com/2018/05/trasformazioni-del-sistema-creditizio.pdf>

McKinsey & Company, *A blueprint for M&A success*, 2020

<https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/a-blueprint-for-m-and-a-success>

Morrow Sodali, *Documento di offerta Intesa Sanpaolo*, 2020

<https://morrow sodali-transactions.com/attachments/1593190862-Documento%20di%20Offerta.pdf>

Morya Longo, *Banche, fusioni più che dimezzate rispetto al 2007*

<https://st.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2016-09-25/banche-fusioni-piu-che-dimezzate-rispetto-2007-105830.shtml?uuid=ADf8xYQB>

OIC 4, *Fusione e scissione*, 2007

https://www.fondazioneoic.eu/wp-content/uploads/2011/02/2007-01-24_OIC-4_Fusione-e-scissione.pdf

Paolo Boccardelli, *Too big to gain? Chi guadagna dalle fusioni nel settore bancario*, 2020

<https://businessschool.luiss.it/news/fusioni-banche-boccardelli/>

Pwc, *ECB seems to pave the way for European banking consolidation*, 2020

<https://www.pwc.com/it/it/publications/assets/docs/pwc-ecb-pave-way-european-banking-consolidation.pdf>

Santiago Carbó Valverde and Francisco Rodríguez Fernández, *Consolidation in the EU banking sector: Scope and timing*

<http://www.sefofuncas.com/pdf/Carbo%209-6.pdf>

S&P Global, *Europe's 50 largest banks by assets*, 2021

<https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/research/europes-50-largest-banks-by-assets-2021>

UBI Banca, *Bilancio consolidato 2018*

https://archivio.ubibanca.it/contenuti/RigAlle/Gruppo%20UBI%20Banca_Bilancio%20consolidato%20al%2031%20dicembre%2020184.pdf

UBI Banca, *Bilancio consolidato 2019*

https://archivio.ubibanca.it/contenuti/RigAlle/Gruppo%20UBI%20Banca_Bilancio%20consolidato%20al%2031%20dicembre%2020197.pdf