

M&A e Performance:
Il ruolo delle similarità strategiche nel settore
bancario europeo

Prof. Paolo Boccardelli

RELATORE

Prof. Luigi Ferraris

CORRELATORE

Lorenzo Paggi
MATR. 718551

CANDIDATO

Ringraziamenti:

Sommario

INTRODUZIONE	1
1.DEFINIZIONI TEORICHE SU FUSIONI ED ACQUISIZIONI.....	8
1.1.FUSIONI ED ACQUISIZIONI	8
1.1.1.FUSIONI	9
1.1.2.ACQUISIZIONI	11
1.2.FASI DI UN M&A	15
1.2.1.SELEZIONE	16
1.2.2.VALUTAZIONE	17
1.2.3.NEGOZIAZIONE.....	19
1.2.4.INTEGRAZIONE	20
1.3.M&A PER OTTENERE UN VANTAGGIO COMPETITIVO	22
1.3.1.SINERGIE	23
1.3.2.SINERGIE OPERATIVE	23
1.3.3.SINERGIE FINANZIARIE	25
1.3.4.SINERGIE MANAGERIALI.....	26
1.4.VANTAGGI E SVANTAGGI DELLE M&A	27
1.4.1.I VANTAGGI	28
1.4.2.GLI SVANTAGGI	29
2.STRATEGIC FIT E PERFORMANCE	33
2.1.VARIABILI STRATEGICHE.....	37
2.2.DEFINIZIONE DI SIMILARITA' STRATEGICA	40
3.M&A NEL SETTORE BANCARIO.....	42
3.1.IL CONSOLIDAMENTO DELLE BANCHE EUROPEE.....	42
3.1.1.IL PROCESSO DI CONSOLIDAMENTO EUROPEO IN NUMERI.....	45
3.2.STRATEGIE DI CRESCITA	47
3.3.PRINCIPALI MOTIVAZIONI PER INTRAPRENDERE UNA M&A IN AMBITO BANCARIO	49
3.3.1.MOTIVAZIONI ECONOMICHE	49
3.3.2.MOTIVAZIONI NON ECONOMICHE.....	51
4.METODOLOGIA.....	53
4.1.DATI	53
4.2.MODELLO MATEMATICO	56
4.3.VARIABILI	58
4.3.1.VARIABILI DI CONTROLLO	59
4.3.2.VARIABILI STRATEGICHE.....	61
5.RISULTATI	67
5.1.PRESENTAZIONE DEI RISULTATI DERIVANTE DALL'ANALISI DEL DATABASE	67
6.DISSIONI.....	76
6.1.DISSIONE DEI RISULTATI	77
CONCLUSIONI	83
BIBLIOGRAFIA.....	86
SITOGRAFIA	90
ABSTRACT.....	91

INTRODUZIONE

Negli ultimi decenni il fenomeno delle fusioni e acquisizioni (Mergers and Acquisitions, M&A) si è sviluppato molto ad ondate all'interno di diversi settori. Le attività di M&A sono infatti, una delle possibili soluzioni che si presentano all'impresa per affrontare cambiamenti del mercato, come ad esempio sopravvivere in momenti di crisi oppure semplicemente competere in mercati sempre più complessi.

In generale queste ondate di M&A sono state favorite dalla globalizzazione dei mercati, dalla deregolamentazione e dalla corsa al progresso tecnologico. La globalizzazione dei mercati ha infatti richiesto alle aziende una dimensione considerevole per poter rimanere sul mercato e competere con successo sfruttando tutti i vantaggi dell'essere "grandi" (Luigi Riva, 2021)¹. C'è stato però anche l'intervento del regolatore che con un cambio di rotta, soprattutto in alcuni mercati (come ad esempio quello bancario), ha incentivato lo sviluppo di fusioni ed acquisizioni, ne sono esempio la possibilità data alle banche acquirenti di portare a patrimonio il badwill della banca target o la possibilità

¹ Luigi Riva (2021). *L'obbligo della crescita per competere con successo*. Il sole 24 ore, https://www.ilsole24ore.com/art/1-obbligo-crescita-competere-successo-ADQgA0y?refresh_ce=1

introdotta dal Governo italiano per le società che hanno approvato un'operazione di fusione nel 2021 di trasformare fino al 2% del patrimonio target in crediti d'imposta (Boccardelli, 2020)². Infine, anche la corsa al progresso tecnologico ha dato una spinta a queste operazioni, poiché richiedendo sempre maggiori capitali ha “obbligato” le imprese ad unirsi per condividere gli sforzi. Si è passati così a considerare queste operazioni di natura “straordinaria” eventi ricorrenti nella vita delle imprese.

Data l'importanza di tali operazioni, non bisogna stupirsi se le M&A, e soprattutto i loro effetti, siano da anni oggetto di studio. Tuttavia, la letteratura non è concorde sulla riuscita di queste concentrazioni e ancora oggi le conclusioni dei vari studi portano a risultati eterogenei. Non a caso, Dennis Mueller, uno dei più importanti studiosi sull'argomento, ha dichiarato “No topic in Industrial Organisation generates as much disagreement as mergers” (Mueller, 1989)³. Questo perché ogni M&A è diversa dalle altre, si hanno diverse attività economiche, diversi bidder

² Paolo Boccardelli (2020). Too big to gain? Chi guadagna dalle fusioni nel settore bancario. Repubblica Affari & Finanza

³ Mueller D.C. (1989). Mergers: causes, effects and policies. International Journal of Industrial Organization, Vol. 7, Issue 1, p. 1,

(acquirenti), diversi target (acquisiti), diversi tipi di operazioni (orizzontali, verticali o conglomerali), diverse modalità di fusione (amichevole o ostile), diverse forme di finanziamento (cash, scambio di azioni, risorse prese a prestito) e soprattutto diversi managers i quali possono influenzare molto i risultati dell'operazione in base alla loro capacità di gestire il processo di concentrazione dell'impresa. Queste argomentazioni sono valide per le imprese di ogni settore, indipendentemente dalla posizione geografica o dall'anno della fusione. Sono valide quindi anche per il settore creditizio europeo, "il quale a partire dall'inizio degli anni Novanta, [...] ha conosciuto un processo di concentrazione che non ha precedenti nel secondo dopoguerra. Deregolamentazione finanziaria, progresso tecnologico e crescente integrazione tra i mercati sono le principali determinanti della fase di aggregazione tra aziende bancarie." (Corrado Passera, 2009)⁴. Dal 1999

⁴ Corrado Passera (2009). *Il processo di concentrazione del sistema bancario*. Treccani.it: "Il progressivo abbattimento delle barriere fisiche e regolamentari ha accresciuto il grado di concorrenza e la contendibilità degli assetti proprietari, e ha spinto le istituzioni finanziarie ad ampliare la gamma dei servizi proposti a famiglie e imprese. Il progresso tecnologico ha avuto un ruolo fondamentale nella riduzione dei costi e nel miglioramento dei servizi offerti. L'innovazione nelle telecomunicazioni e nell'elaborazione elettronica dei dati, insieme alla diffusione di Internet, ha facilitato i flussi informativi tra banche e clienti e tra banca e banca, contribuendo a velocizzare le operazioni e a ridurre i costi dei servizi. L'uso intenso dell'ICT e dei canali distributivi diretti richiede tuttavia consistenti e continui investimenti e, di conseguenza, un aumento dei costi fissi. Il progresso tecnologico accentua l'importanza delle economie di scala nella produzione di servizi finanziari. Le aggregazioni rappresentano quindi un'opportunità per migliorare l'efficienza e il processo di creazione di valore"

al 2021 il numero di banche dell'Unione Europea (UE) si è ridotto del 2,0% medio annuo, passando da quasi 8900 a poco meno di 5300 (-40,5%), secondo i dati della BCE (Banca Centrale Europea) ⁵, ma nonostante la riduzione del numero di istituzioni creditizie, il totale delle attività del settore bancario nella UE ha continuato a crescere a tassi significativi.

Ma queste aggregazioni, come influenzano le performance delle banche? Portano ad una maggiore redditività, oppure i maggiori livelli di complessità portano ad un'erosione delle performance? La similarità tra gli istituti incide sulle performance post-M&A? Analizzando gli studi effettuati sulle M&A nel settore bancario possiamo notare come questi si concentrino principalmente sugli USA e la maggior parte evidenziano risultati contrastanti o negativi. Ad esempio, analizzando gli studi effettuati con un approccio Market Performance (si rimanda al capitolo 4 per la definizione), si evince come tali aggregazioni generino risultati positivi solo per gli azionisti della banca target, a spese di quelli della banca Bidder (Beitel P. & Schiereck D. , 2006)⁶.

⁵ Fonte dati: Statistical Data Warehouse, European Central Bank, <https://sdw.ecb.europa.eu>

⁶ Beitel P. & Schiereck D. (2006). *Value creation of domestic and cross-border M&A in the European Banking market*. ICFAI Journal of Mergers & Acquisitions, 3, 7-29.

La mia ricerca è partita dalle precedenti domande ed ha esaminato il recente processo di consolidamento del settore bancario europeo. Ponendo l'attenzione su tale processo, si è cercato di comprendere se la similarità strategica, tra le banche coinvolte in un'operazione di fusione e acquisizione, potesse influenzare le performance. Il lavoro si è quindi concentrato sulla correlazione tra le performance post-M&A e la similarità di alcuni elementi strategici delle banche. In altre parole, al termine della ricerca sarà chiaro quali elementi strategici devono condividere le banche coinvolte in un'M&A al fine di generare maggiori performance.

Da un'analisi generale relativa alle attività di M&A si passerà all'analisi del concetto di "Strategic fit" per poi giungere allo studio empirico delle performance post-M&A delle banche europee. L'elaborato è strutturato in cinque parti: la letteratura, la metodologia, i risultati, la discussione ed infine le conclusioni.

Nel primo capitolo verrà fornita una panoramica sulle operazioni di M&A. Si partirà dalla definizione di fusione e acquisizione, per poi analizzare le varie fasi di cui si compongono tali operazioni. Infine, si presenteranno le diverse fonti di sinergie realizzabili con un'M&A ed in

ultimo si elencheranno i vantaggi e gli svantaggi di intraprendere tali operazioni.

Nel secondo capitolo verrà discusso il concetto di Strategic Fit, fornendo una definizione dello stesso e presentando diversi studi di Corporate Strategies. Infine, si fornirà una definizione del concetto di similarità strategica.

Nel terzo capitolo, vista l'importanza che hanno assunto le M&A per le banche di tutto il mondo, si tratteranno le fusioni e acquisizioni in ambito bancario. Si descriverà quindi il processo di consolidamento del settore bancario europeo, le diverse strategie di crescita per un istituto bancario ed infine le motivazioni economiche ed extraeconomiche che spingono il management ad intraprendere la strada di un'M&A.

Nel quarto capitolo si entrerà nel vivo della ricerca, con una prima descrizione del processo di ricerca, selezione ed elaborazione dei dati, seguita da una dettagliata spiegazione del modello matematico utilizzato ed una descrizione di ogni singola variabile contenuta nel modello.

Nel quinto capitolo si presenteranno i risultati della ricerca, partendo dalle Analisi Descrittive, proseguendo con la Matrice di Correlazione delle variabili e concludendo con l'Analisi di Regressione.

Nel sesto ed ultimo capitolo si procederà a discutere i risultati, evidenziando se le variabili strategiche impattano sulle performance ed in che modo.

1.DEFINIZIONI TEORICHE SU FUSIONI ED ACQUISIZIONI

In questo capitolo verranno fornite le nozioni teoriche su “fusioni” ed “acquisizioni” necessarie per la comprensione del lavoro. Dopo aver passato in rassegna le diverse tipologie di fusioni ed acquisizioni, verranno descritte le principali fasi che caratterizzano un’operazione di M&A, per passare poi all’analisi delle diverse fonti di sinergie, che spingono i manager ad intraprendere questi “percorsi”. In ultimo si elencheranno i vantaggi e gli svantaggi di un’operazione di M&A ed i fattori critici per il successo dell’operazione.

Al termine di questo capitolo si avranno quindi le nozioni teoriche sufficienti a comprendere meglio il resto del lavoro.

1.1.FUSIONI ED ACQUISIZIONI

Le fusioni e le acquisizioni sono operazioni di finanza straordinaria che modificano l’assetto proprietario di due o più aziende con diverse finalità, per esempio, creare nuove sinergie ed economie di scala, crescere per linee esterne, rilanciare l’attività, aumentare la competitività nel mercato di riferimento, diversificare il business. Nel corso degli anni le differenze tra queste due operazioni sono andate man mano ad assottigliarsi, tant’è che ad oggi vengono utilizzate all’unisono. In questa

parte del lavoro approfondiremo queste due fattispecie così da portare maggior chiarezza sulle loro caratteristiche.

1.1.1.FUSIONI

La fusione può essere definita come “un’operazione di compenetrazione di imprese, di regola in forma societaria, realizzata attraverso un processo di unificazione di una pluralità di entità in una sola. Si ha fusione propria quando due o più società ne costituiscono una nuova; si ha fusione per incorporazione quando una o più società vengono incorporate in una società preesistente” (Treccani, 2022)⁷.

Dalla definizione scaturiscono quindi due modalità di fusione:

Fusione propria (o per unione) o fusione mediante costituzione di una nuova società: in questo caso le società coinvolte nell’operazione vengono sciolte ed i loro patrimoni vengono assorbiti nella nuova società costituita ad hoc. In questo caso si genera quindi un nuovo soggetto giuridico (nuova società) distinto dalle due o più società partecipanti alla fusione (società fuse), che invece cesseranno di esistere.

Fusione per incorporazione o per assorbimento: si realizza con il trasferimento del patrimonio delle società incorporate (le quali

⁷ Fusione di società, Treccani.it <https://www.treccani.it/enciclopedia/fusione-di-societa/>

smettono di esistere) nella società incorporante, che inoltre subentra in tutti i loro rapporti giuridici. Quello della fusione per incorporazione è il fenomeno maggiormente praticato nelle realtà aziendali giacché, oltre a importare minori oneri dal punto di vista fiscale e tributario, consente di mantenere in vita le posizioni ricoperte dalle società incorporate, sul mercato di riferimento. Le fusioni per incorporazione (Lipczynski J., Wilson J., Goddard J, 2016)⁸, dal punto di vista della filiera produttiva, possono a loro volta distinguersi in base ai collegamenti tra le società coinvolte in:

- Fusione verticale: si ha quando le imprese coinvolte operano in fasi differenti della filiera produttiva. Lo scopo di tali fusioni è quello di ridurre i costi, assicurarsi le forniture (soprattutto se strategiche), migliorare l'efficienza produttiva.
- Fusione orizzontale: si ha quando le imprese coinvolte realizzano gli stessi prodotti/servizi. Le imprese partecipanti, quindi, appartengono allo stesso settore e sono tra loro competitor. Gli obiettivi principali di tali fusioni sono: riduzione di costi, realizzazione di economie di scale,

⁸ Lipczynski J., Wilson J., Goddard J. (2016) *Economia industriale. Concorrenza, strategie e politiche pubbliche*. Pearson, pp. 265 e ss.

riduzione della concorrenza all'interno del mercato ed infine se la fusione avviene tra imprese presenti in paesi diversi vi è anche la possibilità di espandersi geograficamente. Questo tipo di fusione attira molto l'attenzione delle agenzie di concorrenza (antitrust), poiché determinate fusioni potrebbero portare ad un netto calo della concorrenza all'interno di un mercato, il quale potrebbe tradursi in abusi di potere a danno dei consumatori.⁹

- Fusione conglomerale: si ha quando le imprese coinvolte appartengono a settori non correlati e quindi offrono prodotti/servizi differenti. Gli obiettivi di tali fusioni sono: diversificare i prodotti/servizi offerti, entrare in nuovi paesi ed entrare in nuovi settori.

1.1.2.ACQUISIZIONI

L'acquisizione è “un'operazione di finanza straordinaria mediante la quale un'impresa (bidder o acquirer) diventa proprietaria di una

⁹ Per maggiori informazioni riguardanti le normative antitrust (Legge 10 ottobre 1990 n. 287) e ai meccanismi che regolano l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato si rimanda al sito: <https://www.agcm.it/chi-siamo/normativa/legge-10-ottobre-1990-n-287-norme-per-la-tutela-della-concorrenza-e-del-mercato>

partecipazione di controllo in un'altra (target). In funzione delle partecipazioni acquisite si possono distinguere: partecipazioni totalitarie (che prevedono l'acquisizione della totalità delle attività aziendali), di maggioranza (nel caso in cui le partecipazioni acquisite superino il 50% del capitale sociale della target), oppure, partecipazioni non di maggioranza, ma che garantiscono comunque il controllo sulla partecipata (è il caso delle società ad azionariato diffuso). Un'acquisizione, inoltre, può essere amichevole o ostile, a seconda della percezione della direzione e dei dipendenti dell'impresa acquisita. Mentre nel caso di transazioni amichevoli, le imprese cooperano nella stesura dell'accordo, nel caso di acquisizioni ostili l'impresa oggetto dell'acquisizione è contraria a tale transazione oppure non viene informata a priori dell'offerta di acquisizione”¹⁰.

Le modalità più frequentemente utilizzate per realizzare operazioni di acquisizione sono:

- L'acquisizione tout court
- L'offerta pubblica di acquisto (OPA)
- Il leverage buy out (LBO)

¹⁰ Acquisizione, Treccani.it
https://www.treccani.it/enciclopedia/acquisizione_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/

L'acquisizione tout court si ha quando si trasferisce la proprietà di una partecipazione di controllo da un'impresa venditrice (target) ad un'altra (bidder). Tale operazione solitamente avviene all'esterno del mercato borsistico e prevale il pagamento in denaro, anche se può essere effettuato mediante una quota della società bidder.

Per offerta pubblica di acquisto (OPA), “si intende ogni offerta, invito ad offrire o messaggio promozionale finalizzato all'acquisto in denaro di un determinato numero di azioni (o altri prodotti finanziari) di una qualsiasi società. Qualora l'acquisto venga realizzato consegnando, a titolo di corrispettivo, altri prodotti finanziari, l'offerta pubblica viene definita di scambio. Il soggetto che lancia un'offerta pubblica di acquisto o di scambio deve effettuare preventivamente un'apposita comunicazione alla Consob (l'Autorità indipendente che vigila sui mercati italiani) allegando un documento, destinato alla successiva pubblicazione, contenente le informazioni necessarie per consentire al pubblico di formarsi un giudizio sull'OPA stessa.”¹¹

L'OPA è quindi un'operazione di acquisizione realizzata in borsa da qualsiasi soggetto (anche privato) e tale meccanismo viene disciplinato dagli artt. 91 – 112 del Testo Unico delle disposizioni in materia di

¹¹ FTA Online News (2018) OPA: significato, funzionamento e nuove soglie, Borsaitaliana.it <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/opa.htm>

intermediazione finanziaria (TUF), D.lgs. 24 febbraio 1998, n.58 e da alcune norme della Consob¹².

Il leverage buyout (LBO, acquisito a leva) consiste nell'acquisto di un'azienda da parte di un investitore o un gruppo di investitori che finanziano l'acquisizione con denaro preso a prestito (facendo quindi leva con il debito)¹³.

I soggetti acquirenti (spesso gli stessi amministratori) costituiscono una società per azioni veicolo (new company) con modesto capitale sociale, che ottiene un prestito (di regola da una banca), utilizzato nell'acquisto di azioni dell'impresa target. Una volta ottenuto il controllo di quest'ultima, viene deliberata la fusione per incorporazione tra le due imprese e l'indebitamento della newco viene trasferito anche sull'impresa acquisita, la quale, oltre a sostenerlo, riesce anche a trarne vantaggi fiscali. Infatti, il finanziamento richiesto verrà ripagato con gli utili futuri della società target incorporata e/o con la vendita di parte delle attività di quest'ultima (Montalenti P., 1991)¹⁴.

¹² Per maggiori informazioni si veda Testo Unico della Finanza, Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, www.consob.it <https://www.consob.it/web/area-pubblica/tuf-e-regolamenti-consob>

¹³ Leveraged Buy Out, Ilsole24ore.com <https://st.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/100-parole/Economia/L/lbo-leveraged-buy-out.shtml>

¹⁴ Montalenti P. (1991). Il leveraged buyout, Giuffré Ed., pp. 18 e ss.

1.2.FASI DI UN M&A

Le operazioni di M&A, come già sottolineato nei precedenti paragrafi, sono effettuate dalle società per crescere in modo più veloce e perseguire le proprie strategie. Ovviamente tali strategie di crescita oltre ad offrire forti vantaggi alle società, implicano anche importanti rischi e difficoltà, che possono sorgere nelle diverse fasi in cui si sviluppa l'operazione. Dunque, per riuscire a prevenire e limitare questi rischi è molto importante avere ben chiare le diverse fasi del processo di acquisizione e le loro caratteristiche (tempi, persone coinvolte, compiti, obiettivi e finalità).

Le acquisizioni seguono generalmente un processo per stadi che può essere diviso in quattro fasi principali:

- Selezione
- Valutazione
- Negoziazione
- Integrazione

Nella realtà la divisione tra queste quattro fasi va intesa solo da un punto di vista concettuale, in quanto la realizzazione di un progetto di acquisizione è determinata dalla continua interazione e sovrapporsi delle diverse fasi, dalla preventiva analisi strategica aziendale e dalla capitalizzazione del valore generato attraverso l'integrazione.

1.2.1.SELEZIONE

La prima fase del processo di acquisizione riguarda la “selezione”, la quale consiste in diverse attività di analisi strategica antecedenti la fase di valutazione. Tra le attività che rientrano in questa analisi abbiamo:

- L'impostazione strategica dell'operazione, che consiste nell'analisi del settore di riferimento, nel riconoscimento delle aree di debolezza dell'impresa e nella ricerca delle possibili sinergie conseguibili attraverso l'acquisizione. Da un punto di vista strategico è importante che le aziende coinvolte nell'acquisizione possano condividere con successo le competenze acquisite nei rispettivi business e quindi soffermarsi sull'analisi strategica dei settori coinvolti prima di identificare le società “interessanti” è di fondamentale importanza.
- La definizione degli obiettivi dell'acquisizione e l'identificazione del profilo ideale dell'impresa target. Questa attività oltre a definire alcune caratteristiche dell'operazione (timing, quantificazione dell'investimento complessivo, prezzo massimo di offerta, modalità di finanziamento ecc.), definisce anche le caratteristiche del target ideale come ad esempio la dimensione, il

settore specifico, l'area geografica in cui deve operare, le competenze, le risorse ed il know-how che deve possedere.

Obiettivo di tale fase è quindi quello di individuare un numero di candidati potenziali, in modo tale da poter effettuare un'analisi comparativa tra le aziende selezionate. In questo modo sarà più semplice analizzare quali aziende posseggano un "fit" migliore per poter condividere risorse e sviluppare sinergie. A questo punto è necessario fissare dei criteri di eliminazione delle candidate non prioritarie che possano permettere di giungere all'identificazione della società target che sarà oggetto della strategia di acquisizione.

1.2.2.VALUTAZIONE

Successivamente alla fase di selezione, si passa a quella di valutazione della società obiettivo individuata. Con questa seconda fase si procede all'effettiva valutazione della società con l'obiettivo di stimare un valore generale attribuibile ad essa. Tale valutazione tiene conto di:

Elementi caratteristici dell'impresa, quali ad esempio la posizione competitiva, la quota di mercato, le risorse, le tecnologie ed il know-how posseduto, la tipologia, stato e qualità degli impianti ed infine il valore delle immobilizzazioni immateriali di proprietà (ad esempio: costi di impianto, ampliamento e sviluppo, brevetti industriali, diritti d'uso di

opere d'ingegno, concessioni, licenze e marchi, costi di avviamento, ecc.)¹⁵.

Analisi della situazione patrimoniale e delle performance economico-finanziarie (sia storiche che riguardanti le prospettive future).

Infine, in questa fase vengono analizzate anche le modalità di finanziamento ¹⁶ e di strutturazione dell'intera operazione (così da tener conto sia dei riflessi sulla struttura finanziaria dell'acquirente, sia degli impatti che i flussi monetari hanno sul piano finanziario dell'operazione), nonché eventuali interventi di cessione di attività non strategiche per l'acquirente, di ristrutturazione del passivo o di ricapitalizzazione della target, in modo da poter valutare la convenienza complessiva dell'investimento. ¹⁷ Così facendo la valutazione tiene conto sia del valore oggettivo dell'azienda (calcolato tramite metodi di valutazione) sia del valore soggettivo (calcolato in base alla quantificazione delle possibili sinergie realizzabili tra impresa acquirente e target). L'insieme dei "valori" fin qui ottenuti, permette all'acquirente di poter stimare un

¹⁵ Art. 2424 Cod. Civile

¹⁶ Come accennato nel paragrafo "Acquisizioni", le alternative possono riguardare: pagamento in denaro (cash o dilazionato nel tempo), in titoli oppure si può optare per un'operazione di Leverage Buy Out (LBO)

¹⁷ Fta Online News, (2008) L'Acquisizione d'impresa. Borsaitaliana.it, <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/acquisizione-impresa.htm>

range di prezzo attorno al quale avviare la negoziazione. Si avviano quindi i primi contatti tra le società ed il rapporto tra le parti viene formalizzato attraverso una lettera di confidenzialità (Confidentiality Agreement), con la quale le parti coinvolte si tutelano da eventuali comportamenti o dall'utilizzo distorto delle informazioni fornite.

1.2.3.NEGOZIAZIONE

Definita la struttura dell'operazione si formalizza un accordo preliminare, il quale può avere forme e contenuti diversi. Il più comune consiste nella redazione tra le parti di una lettera di intenti a seguito della quale il rischio di interruzione della trattativa si riduce notevolmente. Con questo documento vengono definiti in maniera esplicita e inequivocabile i punti condivisi nelle fasi precedenti, come i criteri di determinazione del prezzo, le modalità di pagamento e i tempi entro i quali completare l'operazione. Inoltre, la lettera d'intenti assume ancor più importanza in quanto rappresenta lo strumento legale con cui vengono preventivamente fissati i criteri per lo svolgimento della negoziazione. Questa ha formalmente inizio con il processo di due diligence. "L'analisi riguarda una serie di aspetti che incidono sulla redditività, sulla solidità e quindi sul valore dell'azienda e può essere suddivisa in due macro categorie: il business audit, cioè l'esame sistematico di tutti gli aspetti inerenti

l'attività tipica dell'impresa, e la due diligence contabile, fiscale, legale.”¹⁸ Il business audit riguarda i rischi, le strategie di mercato, l'organizzazione, il management e gli aspetti operativi delle diverse aree aziendali. La due diligence contabile, fiscale e legale, invece, viene effettuata da revisori contabili e da legali specializzati, con l'obiettivo di verificare la veridicità delle informazioni e dei valori contabili forniti dal venditore. Ovviamente, il risultato di tale attività può incidere pesantemente sul calcolo del valore attribuibile all'impresa target, qual ora risultino importanti gap tra i valori elaborati dai legali e quelli forniti dalla venditrice.

1.2.4.INTEGRAZIONE

Nella fase finale della due diligence con la definizione degli aspetti economici, gestionali e legali ottenuti dalla negoziazione si arriva alla chiusura del contratto definitivo (closing) e alla formulazione del contratto di compravendita. Tale contratto, oltre al prezzo, contiene anche altri aspetti della negoziazione come: le garanzie fornite alla società venditrice ed i patti parasociali (ovvero documenti ufficiali che

¹⁸ Ibidem

regolano: il comportamento dei soci, la definizione degli assetti proprietari o il governo della società ¹⁹).

Anche se la compravendita in questo modo si può considerare conclusa formalmente, prosegue l'impegno dell'acquirente e del venditore (qualora rimanga socio) nelle attività di integrazione post-acquisizione. Queste ultime rivestono un ruolo fondamentale per il successo dell'operazione nel lungo periodo. Infatti, nonostante l'acquisizione "su carta" possa portare ad importanti sinergie, con il conseguente raggiungimento di un vantaggio competitivo, nella realtà tale valore può essere eroso da una mala gestione post-integrazione da parte del management. Per ovviare a queste problematiche, è importante che il management identifichi anticipatamente: le diverse culture all'interno delle due aziende, le possibili barriere all'integrazione ed i vantaggi e gli svantaggi che l'integrazione comporterà. In generale un management con un ampio bagaglio di esperienze riguardanti le M&A avrà maggiori possibilità di gestire bene l'integrazione post-acquisizione. (Caroli, 2020)²⁰

Il momento dell'integrazione tra le due società non va considerato come una fase successiva e distaccata rispetto alle fasi precedenti, poiché è solo

¹⁹ Art. 2341 bis Cod. Civile

²⁰ Caroli (2020). Gestione delle imprese internazionali. IV edizione. McGraw-Hill Education

conoscendo i problemi legati alle diversità culturali ed organizzative tra le due società che il management può stimare accuratamente le sinergie effettivamente raggiungibili post-operazione (Schinelotto Marco & Pegoraro Alessandro, 2009)²¹.

1.3.M&A PER OTTENERE UN VANTAGGIO COMPETITIVO

Come visto nei precedenti paragrafi le ragioni che spingono le società ad intraprendere operazioni di M&A sono legate alla possibilità di ottenere risorse e competenze specifiche e sfruttarle tramite la realizzazione di sinergie al fine di acquisire un vantaggio competitivo²². Le fonti di sinergie derivanti da queste operazioni possono essere diverse ed in questo paragrafo, dopo aver dato una rapida spiegazione del concetto di “sinergia”, andremo ad analizzare le principali.

²¹ Schinelotto Marco & Pegoraro Alessandro (2009) *Le operazioni di M&A come strumento di vantaggio competitivo*, RiViSTA n.3, pag. 19 e ss.
<https://sistemassociati.it/wp-content/uploads/2009.01.30-Articolo-Le-operazioni-di-MA-come-strumento-di-vantaggio-competitivo.pdf>

²² Il vantaggio competitivo è il risultato di una strategia che permette a una determinata impresa di occupare e mantenere una posizione favorevole (vantaggiosa) nel mercato in cui opera grazie al possesso combinato di alcune competenze e risorse; questo comporterà una redditività più elevata di quella dei concorrenti. Tale vantaggio competitivo si materializza nella capacità dell'impresa di creare valore per il mercato superiore sia a quello creato dai concorrenti sia al costo sostenuto per crearlo.

1.3.1.SINERGIE

Si ha una sinergia quando la cooperazione tra due o più imprese (o rami di impresa) porta ad un risultato maggiore rispetto alla somma dei risultati ottenuti singolarmente dalle due società. Tale effetto può derivare, dallo sfruttamento di nuove competenze e risorse acquisite dall'impresa a seguito di un'operazione straordinaria (ad esempio una M&A), o semplicemente dall'impiego di risorse aziendali già esistenti che, applicate a nuovi progetti ed attività, ne consentano un'utilizzazione più efficiente (Fontana F., Boccardelli P., 2015)²³.

$$V(AB) > V(A) + V(B)$$

1.3.2.SINERGIE OPERATIVE

Le sinergie operative permettono alle aziende di incrementare il loro reddito operativo a partire dagli asset esistenti. Possono essere classificate in 4 categorie:

- Economie di scala: si ha una riduzione del costo di produzione unitario all'aumentare del numero di beni prodotti. Questo aumento produttivo permette di spalmare i costi fissi (i quali non

²³ Fontana F., Boccardelli P. (2015) *Corporate strategy: una prospettiva organizzativa e finanziaria per la crescita*. U. Hoepli

variano al variare delle quantità prodotte) e di diminuire alcuni costi variabili (stringendo accordi commerciali migliori con i fornitori)

- Economie di scopo: si ha un minor costo della produzione totale, derivante dalla produzione congiunta di prodotti diversi che però utilizzano gli stessi fattori produttivi (ad esempio, stesse risorse, stesso know-how o stessi impianti). Sono quindi quantificabili analizzando la riduzione dei costi totali di produzione congiunta dei due (o più) beni, rispetto alla somma dei costi totali di produzione disgiunta dei due beni.
- Economie di apprendimento: si ha un minor costo della produzione unitaria, derivante dall'esperienza posseduta dall'impresa. L'esperienza permette un miglior svolgimento delle attività, una riduzione dei loro tempi e di eventuali sprechi, una facilitazione dei processi, nonché la capacità di scegliere e coordinare tra loro le risorse produttive in modo più vantaggioso ed anche un migliore coordinamento tra i lavoratori.²⁴
- Economie di integrazione verticale: si hanno nel caso specifico di fusioni verticali (vedi paragrafo 1.1.1), ovvero quando due imprese

²⁴ Economie di apprendimento, una fonte di vantaggio per l'impresa (2010), Marchegianonline.net, https://www.marchegianonline.net/appro/appro_733.htm

che occupano posizioni distinte nella filiera produttiva si fondono, per ottenere il maggior controllo possibile sul processo produttivo. Ciò porta ad una riduzione dei costi di transazione, ad una più semplice programmazione negli acquisti e ad una riduzione del rischio di approvvigionamento sul mercato delle risorse scarse.

1.3.3.SINERGIE FINANZIARIE

Le sinergie finanziarie si possono concretizzare, sotto forma di maggiori flussi di cassa e/o di un minore costo del capitale, a seguito ad esempio di una fusione. I casi che rientrano in questa tipologia sono i seguenti:

- Fusione tra un'impresa con liquidità in eccesso ed una con progetti ad alto rendimento, questo caso è tipico delle fusioni tra grandi aziende e start-up
- Aumento della capacità di indebitamento: dato dalla consolidazione di due società che porta ad una combinazione di utili e flussi di cassa più alti e stabili. Inoltre, tramite una fusione con una società meno indebitata, l'impresa può aumentare il leverage (o leva finanziaria). Questi elementi portano quindi anche ad una riduzione del costo del capitale
- Benefici fiscali: possono sorgere dalla combinazione delle due situazioni fiscali delle imprese oggetto di M&A. Ad esempio nel

caso di un incremento degli ammortamenti, o dall'utilizzo delle perdite di una società per ridurre l'imposizione fiscale

- **Diversificazione:** si ha anche una diversificazione del rischio creditizio, mediante una diversificazione della raccolta e degli impieghi in diversi mercati. Ciò avviene principalmente per le società non quotate o ad azionariato concentrato, poiché per quelle quotate la diversificazione è ottenibile a costi inferiori e con più semplicità dall'investitore.²⁵

1.3.4.SINERGIE MANAGERIALI

Le sinergie manageriali scaturiscono da un divario nelle competenze possedute dal management della società bidder ed il management della società target. Molto spesso, infatti, il management può decidere di intraprendere la via dell'M&A poiché scorge all'interno di un'altra società una inefficiente gestione da parte del suo management. Si apre quindi la possibilità per l'impresa bidder di acquisire la target e gestirla in modo più efficiente, sfruttando le competenze professionali possedute dal management. Nella maggior parte dei casi tali sinergie si generano quando vi sono delle inefficienze nella società target, ovvero quando ci

²⁵ L'importanza delle sinergie nella valutazione d'azienda (2017), Infovaluation.it, <http://www.infovaluation.it/it/blog/item?id=18>

sono opportunità non sfruttate, oppure qual ora ci fossero costi in eccesso da tagliare (Fontana F., Boccardelli P., 2015)²⁶.

1.4.VANTAGGI E SVANTAGGI DELLE M&A

Si sono fin qui descritte le principali caratteristiche delle M&A, fino ad arrivare alle diverse fonti delle sinergie. È importante ora analizzare in modo più dettagliato i vantaggi e soprattutto gli svantaggi di queste operazioni straordinarie. Molti manager decidono di intraprendere la via delle M&A facendosi abbagliare dagli elementi vantaggiosi che risaltano a prima vista, senza però tenere conto delle caratteristiche negative di queste operazioni. È quindi molto importante che il management abbia un quadro ben chiaro di quali siano i vantaggi e gli svantaggi di intraprendere un'operazione di M&A, poiché sono proprio questi ultimi che se non gestiti correttamente potrebbero portare ad un fallimento dell'operazione con una remissione per la società bidder ed i suoi stakeholder.

²⁶ Fontana F., Boccardelli P. (2015) *Corporate strategy: una prospettiva organizzativa e finanziaria per la crescita*. U. Hoepli

1.4.1.I VANTAGGI

In questo paragrafo andremo a riassumere in ordine i vantaggi che abbiamo in parte già visto nella descrizione delle sinergie. Infatti, la gran parte dei vantaggi deriva proprio dalla creazione di valore che può essere generata attraverso l'instaurazione di sinergie tra le due o più imprese partecipanti alla M&A. Tra i vantaggi abbiamo:

- **Velocità di crescita:** riguarda in generale tutte le M&A e rispetto ad una crescita per linee interne con queste operazioni straordinarie le imprese crescono più velocemente, raggiungendo più in fretta gli obiettivi programmati (ad esempio il possesso di determinate risorse o competenze, o semplicemente una maggiore dimensione) e accelerando l'inserimento in nuovi mercati e/o settori.
- **Riduzione dei costi di produzione e maggiore efficienza:** con lo sfruttamento delle varie tipologie di economie (di scala, di scopo, di apprendimento, di integrazione) l'impresa ottiene una riduzione del costo di produzione ed un aumento del livello di efficienza.
- **Riduzione del costo del capitale:** tale riduzione avviene per due motivi. Il primo comprende una maggior quantità di "garanzie" che la società può fornire ai suoi creditori rispetto alla situazione pre-M&A, il secondo invece è dato dalla potenziale riduzione del

rischio operativo che consente alla nuova entità di ottenere prestiti a tassi inferiori.

- Riduzione dell'imposizione fiscale: si ha questo vantaggio quando la società risultante sfrutta delle quote di ammortamento più elevate o la posizione fiscale della target (magari a seguito di uno o più anni chiusi in perdita) per ridurre il suo carico fiscale.
- Riduzione della concorrenza e aumento quota di mercato: si ha questo vantaggio specialmente nella M&A orizzontali, ovvero quando due competitor si uniscono. Ciò genera un aumento della quota di mercato ed una riduzione della concorrenza nello stesso.

1.4.2.GLI SVANTAGGI

Dopo aver analizzato l'insieme delle sinergie e dei conseguenti vantaggi ottenibili con le operazioni di M&A, è ora il momento di elencare i possibili rischi in cui possono incappare i manager delle società acquirenti. È molto importante tener conto di questi "svantaggi" poiché se erroneamente considerati possono portare ad un fallimento dell'operazione nel breve o nel lungo termine. Tra le difficoltà generalmente riscontrate dai manager abbiamo:

- Errata stima della società target: tale errore può avvenire nella fase di valutazione (vedi paragrafo "Valutazione"), ovvero quando il

management analizza le caratteristiche della target. L'errore può riguardare sia la valutazione "oggettiva" (quindi l'analisi degli elementi caratteristici dell'impresa da acquisire) sia la valutazione "soggettiva" (ovvero la stima delle possibili sinergie generabili con l'incorporazione). In questi casi quindi il management stabilisce un range di prezzo da proporre nelle negoziazioni più alto di quello che l'impresa target effettivamente meriterebbe, il che potrebbe portare ad un annullamento del valore delle potenziali sinergie generabili.

- Costo elevato dell'operazione: sono diversi i casi in cui si presenta questa difficoltà. Il primo riguarda tutte quelle acquisizioni ritenute ostili dalle società target, le quali per difendersi dalle società acquirenti attuano diverse strategie (ad esempio, Poison Pill, Golden Parachute, Macaroni defense, ecc.). L'insieme di tali strategie portano ad una svalutazione degli asset dell'impresa e la rendono meno appetibile agli occhi degli investitori. Un altro caso che porta ad un eccessivo costo dell'operazione riguarda la cosiddetta "Maledizione del vincitore" secondo la quale, l'eccessiva attenzione nei confronti dell'obiettivo fa sì che si scateni una battaglia al rialzo che finisce con la definizione di un prezzo di acquisto maggiore rispetto all'effettivo valore,

rischiando così di annullare il potenziale valore creabile (Fontana F., Boccardelli P., 2015)²⁷.

- Difficoltà di gestione: a seguito dell'unione, la società risultante avrà dimensioni nettamente maggiori le quali comporteranno anche maggiori difficoltà di gestione in termini amministrativi, organizzati e finanziari.
- Difficoltà di integrazione: come abbiamo visto nel paragrafo inerente le fasi di un'M&A, successivamente alla selezione, valutazione e negoziazione abbiamo l'ultima fase di integrazione. Quest'ultimo passaggio è molto importante, in quanto se non correttamente pianificato può portare all'erosione del valore stimato nelle altre fasi. Sarà la capacità del management a fare la differenza nelle integrazioni post-fusione, definendo un programma chiaro e preciso di coordinamento e integrazione delle due realtà aziendali. Molto spesso il management non è in grado di definire anticipatamente quali siano gli attriti, i punti di debolezza o le barriere all'integrazione (come, ad esempio, le differenze culturali all'interno delle due società) e questo porta ad una inefficiente gestione dell'integrazione, con possibili risvolti

²⁷ Fontana F., Boccardelli P. (2015) *Corporate strategy: una prospettiva organizzativa e finanziaria per la crescita*. U. Hoepli

negativi capaci di annullare la creazione di sinergie precedentemente ricercate dall'operazione (Caroli Matteo Giuliano, 2020)²⁸.

²⁸ Caroli Matteo Giuliano (2020). Gestione delle imprese internazionali. IV edizione. McGraw-Hill Education

2. STRATEGIC FIT E PERFORMANCE

L'obiettivo di questo progetto è quello di analizzare come può influire, sulle performance post-M&A, la similarità tra le due banche coinvolte. È quindi fondamentale in questo capitolo introdurre il concetto di Strategic Fit (o fit strategico), per comprendere meglio i passaggi successivi. Una prima definizione di strategic fit può essere ripresa da Robert M. Grant secondo cui “Lo strategic fit esprime il grado con cui un'impresa combina le sue risorse e competenze con le opportunità dell'ambiente esterno. [...] Lo strategic fit è collegato alla resource-based-view dell'impresa la quale suggerisce che la chiave per la profittabilità non risiede solo nel posizionamento o nella scelta del settore, ma anche in un'analisi interna che punta ad utilizzare le risorse e le competenze in possesso in maniera unica. La combinazione unica di tali risorse e competenze, se sfruttata nel giusto modo può trasformarsi in un vantaggio competitivo per l'impresa” (Grant, Robert M., 1998)²⁹. Secondo tale definizione, il fit strategico descrive l'impresa ed il suo posizionamento nell'ambiente esterno e può essere quindi utile per valutare eventuali opportunità di M&A. Rimane ora da capire come e

²⁹ Grant, Robert M. (1998) "*Analyzing resources and capabilities*". Contemporary Strategy Analysis: Concepts, Techniques, Applications (3rd ed.). pp. 105–140

perché il fit strategico può influire sulle performance post-M&A. Gli studiosi di Corporate Strategies hanno da sempre riconosciuto come lo strategic fit tra partner coinvolti in M&A (quindi la loro similarità) sia un fattore critico nel determinare il successo o il fallimento dell'accordo. Nella valutazione di un'M&A, per l'impresa bidder è importante prendere in considerazione le scelte strategiche pianificate dall'impresa target, ma soprattutto deve valutare come tali scelte possano combinarsi con la sua strategia. In molti casi, infatti, la diversità dei due piani strategici può portare ad una erosione del valore.

Sono stati effettuati molti studi riguardanti l'impatto delle M&A sulle performance, ma possiamo affermare che la letteratura non sia in completo accordo sulle conclusioni. Possiamo dividere tali risultati in tre diversi gruppi: gli studi che sostengono che le M&A portano ad un deterioramento delle performance, quelli che invece sostengono che portano ad un miglioramento delle performance, ed infine quelli che non riscontrano un cambiamento. Per quanto riguarda il primo gruppo, la maggior parte delle ricerche è stata effettuata negli USA ed ha utilizzato il metodo "Market Performance"³⁰ per analizzare la variazione delle performance. Tali studi mostrano come nelle fusioni tra banche,

³⁰ Per la definizione del metodo "Market Performance" si rimanda al capitolo "Metodologia"

differenze strategiche in termini di paese o prodotto offerto possano erodere il valore per gli azionisti (Houston, J.H. & Ryngaert, M., 1994)³¹. Confermando questa tesi De Long afferma che solo le imprese bidder che ricercano una similarità sia di prodotto che geografica riescono a creare valore (DeLong, G., 2001)³². Nel secondo gruppo sono ricompresi i lavori di Healy, Palepu, Ruback (Healy, P.J., Palepu, K.G., Ruback, R.S., 1992)³³ e Switzer (Switzer, J.A., 1996)³⁴. Mentre i primi però non forniscono una precisa motivazione sulle cause che portano ad un aumento dei livelli di performance post-M&A, Switzer giustifica tale aumento con le sinergie ed i benefici da esse derivanti. Infine, possiamo inserire nell'ultimo gruppo Deng e Elyasiani, i quali hanno invece dimostrato come una diversificazione geografica porti ad effetti insignificanti sulla creazione di valore ma allo stesso tempo tale diversificazione permette di ridurre significativamente il rischio bancario (Deng, E.m & Elyasiani, E., 2005)³⁵. In questo modo Deng e Elyasiani

³¹ Houston, J.H. & Ryngaert, M. (1994). *The overall gains from large bank mergers*. Journal of Banking and Finance, pag. 1155-1176

³² DeLong, G. (2001). *Stockholder gains from focusing versus diversifying bank mergers*. Journal of financial economics, pag. 221-252

³³ Healy, P.J., Palepu, K.G., Ruback, R.S. (1992). *Does corporate performance improve after mergers?* Journal of Financial Economics 31, 135-175

³⁴ Switzer, J.A. (1996). *Evidence on real gains in corporate acquisitions*. Journal of Economics and Business 48, 443-460

³⁵ Deng, E.m & Elyasiani, E. (2005). *Geographic diversification and BHC return and risk performance*. Temple University Working Paper, 1-35

hanno fornito una motivazione “valida” al consolidamento tra banche, evidenziando come spesso mirino ad una riduzione dei rischi e non ad un aumento del valore bancario.

In ultimo è utile riportare i risultati del lavoro di Markides, il quale ha analizzato il mercato americano degli anni Ottanta, sottolineando come le imprese che riducevano il loro grado di diversificazione attraverso una rifocalizzazione sulle attività core ottenevano significativi miglioramenti nel valore di mercato, giustificando questo con una riduzione del beneficio marginale ed un aumento dei costi marginali associati alla diversificazione. In altre parole, secondo Markides, le imprese che si allontanano dal loro core business diversificandosi, vedranno i loro profitti marginali diminuire e aumentare i costi marginali (Markides, C., 1992)³⁶.

Come si può notare, ci sono molti studi riguardanti le M&A ed il concetto di Strategic Fit, ognuno dei quali va ad analizzare diverse sfaccettature delle imprese e dei loro mercati. Tali risultati però non permettono di trarre nessuna conclusione certa, è interessante quindi approfondire questi studi, in modo da comprendere meglio la relazione tra similarità e performance post fusione. La domanda a cui si vuole rispondere con

³⁶ Markides, C. (1992). *Consequences of corporate refocusing: Ex Ante evidence*. The Academy of Management Journal, 35, 398-412

questo lavoro è “Come variano le performance al variare della similarità tra due banche coinvolte in un’operazione di M&A?”. Nello specifico sarà interessante analizzare il grado di correlazione tra le performance e la similarità di alcune caratteristiche delle banche, per comprendere meglio quali sono le variabili fondamentali che il management della banca bidder deve valutare pre-fusione al fine di giungere a performance superiori.

Nel prossimo paragrafo si descriveranno le variabili strategiche, analizzate dagli studi sulle performance e si vedrà che impatto hanno sulla variazione delle performance.

2.1.VARIABILI STRATEGICHE

Partiamo con l’analizzare la similarità del business tra l’impresa Bidder e quella Target. Diversi studi, come ad esempio quello di Healy (Healy, P.J., Palepu, K.G., Ruback, R.S., 1992)³⁷ o di Heron e Lie (Heron, R and Lie, E., 2002)³⁸ hanno evidenziato una riduzione delle performance nel caso in cui le due controparti operino in settori differenti, motivando tali risultati con l’emergere di problemi legati all’integrazione di due realtà completamente differenti. Risultati opposti sono stati presentati da Ghosh

³⁷ Healy, P.J., Palepu, K.G., Ruback, R.S. (1992). *Does corporate performance improve after mergers?* Journal of Financial Economics 31, 135-175

³⁸ Heron, R and Lie, E. (2002). *Operating performance and the method of payment in takeovers.* Journal of Financial and Quantitative Analysis 37, 137-156

(Ghosh, A., 2001)³⁹, il quale afferma che differenze di settore tra le due controparti generano maggiori performance post-M&A.

Un'altra variabile da analizzare è il livello di liquidità e anche in questo caso i risultati sono misti. Teoricamente un più alto livello di liquidità dovrebbe portare a performance inferiori, data l'onerosità e l'inefficienza di tale gestione da parte del management. Tale tesi è sostenuta anche dai lavori di Harford (Harford, J., 1999)⁴⁰ e Jensen (Jensen, M., 1986)⁴¹. Viceversa, Martynova (Marina Martynova, Sjoerd Oosting, Luc Renneboog, 2006)⁴² riscontra performance migliori per le entità con riserve liquide maggiori.

Un altro elemento importante da analizzare riguarda la grandezza dell'impresa Target, infatti, se da un lato acquisire un Target di grandi dimensioni può portare a sinergie e ad economie maggiori, dall'altro, ciò può comportare difficoltà di integrazione tra le due controparti. Gli studi di Switzer (Switzer, J.A., 1996)⁴³ e di Linn (Linn, S.C. and Switzer, J.A.,

³⁹ Ghosh, A. (2001). *Does operating performance really improve following corporate acquisitions?* Journal of Corporate Finance 7, 151-178

⁴⁰ Harford, J. (1999). Corporate cash reserves and acquisitions. Journal of Finance 54, 1969-1998

⁴¹ Jensen, M., 1986, "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers.," American Economic Review 76, 323-329

⁴² Marina Martynova, Sjoerd Oosting, Luc Renneboog, 2006, The long term operating performance of european merger and acquisition, Working paper European Corporate Governance Institute

⁴³ Switzer, J.A. (1996). Evidence on real gains in corporate acquisitions. Journal of Economics and Business 48, 443-460

2001)⁴⁴ supportano la prima tesi, quindi quella di puntare a Target più grandi, mentre invece altri studi come quelli di Clark e Ofek (Clark, K. and Ofek, E., 1994)⁴⁵ sostengono il contrario. Infine l'ultimo aspetto analizzato, anch'esso soggetto alle difficoltà di integrazione post-M&A, è la nazionalità del Target. Infatti, se è vero che un Target di altra nazionalità può portare vantaggi in termini di espansione del business all'estero, è anche vero che l'integrazione con un'impresa estera risulta più complessa per via delle norme e culture differenti. Così mentre Altunbas e Marques (Altunbas, Y., Marques, D., 2008)⁴⁶ confermano performance maggiori per operazioni cross-border (con Target esteri), Moeller, Schlingemann e Stulz (Moeller, S., Schlingemann, F. and Stulz, R., 2004)⁴⁷ evidenziano risultati inferiori per le M&A cross-border.

⁴⁴ Linn, S.C. and Switzer, J.A. (2001). Are cash acquisitions associated with better postcombination operating performance than stock acquisitions? *Journal of Banking and Finance* 6, 1113-1138

⁴⁵ Clark, K. and Ofek, E. (1994). *Mergers as a means of restructuring distressed firms: an empirical investigation*. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 29, 541-566

⁴⁶ Altunbas, Y., Marques, D. (2008) *Mergers and Acquisitions and bank performance in Europe: The role of strategic similarities*, *Journal of Economics and Business*, 204-222

⁴⁷ Moeller, S., Schlingemann, F. and Stulz, R. (2004) *Firm Size and the Gains from Acquisitions*. *Journal of Financial Economics*, 73, 201-228

2.2.DEFINIZIONE DI SIMILARITA' STRATEGICA

Dopo aver analizzato il concetto di Strategic Fit ed esposto i diversi studi sull'argomento, è ora necessario definire il significato di similarità strategica che utilizzeremo nei prossimi capitoli. In generale ogni impresa imposta le sue finalità ed i suoi obiettivi in base ad una strategia predeterminata, ed è quindi possibile distinguere le imprese sulla base delle diverse strategie a breve e lungo termine. Per analizzare tali strategie perseguite dalle imprese e per verificarne la similarità, studiosi dell'argomento hanno usato dei modelli di allocazione delle risorse come indicatori delle strategie stesse. Ad esempio, imprese che hanno adottato una strategia di costi efficienti solitamente hanno livelli di spese operative rapportate al totale degli attivi inferiori rispetto ad altre imprese (Dess, G. G., & Davis, P.S., 1984)⁴⁸. Adottando tali modelli, considereremo strategicamente simili due imprese che hanno un modello di allocazione delle risorse simile, misurato attraverso l'utilizzo delle loro poste contabili. Prima di passare all'analisi vera e propria, nel prossimo

⁴⁸ Dess, G. G., & Davis, P.S. (1984). *Porter's generic strategies as determinants of strategic group membership and organizational performance*. *Academy of Management Journal*, 27, 467-488

capitolo, si analizzeranno le M&A specificatamente nel settore bancario europeo.

3.M&A NEL SETTORE BANCARIO

Nei precedenti capitoli abbiamo fornito un quadro completo sul fenomeno delle operazioni di M&A e sul concetto di Strategic Fit. In questo terzo capitolo, andremo invece ad analizzare il settore bancario e dopo una prima analisi dei fattori che hanno dato il via al processo di consolidamento partito negli anni Novanta all'interno del settore, passeremo in rassegna le possibili strategie di crescita ed i drivers principali che spingono le banche ad aggregarsi. Alla fine di questo capitolo si avrà quindi un'idea chiara sul consolidamento all'interno del settore e su come questo aiuti le banche nei vari momenti (di sviluppo o di crisi) della loro vita.

3.1.IL CONSOLIDAMENTO DELLE BANCHE EUROPEE

A partire dagli anni Novanta si è assistito ad un mutamento del settore bancario europeo, il quale è stato caratterizzato da un processo di consolidamento che non si è interrotto neanche nei periodi caratterizzati da gravi crisi finanziarie. Le motivazioni che hanno dato vita a questo processo sono diverse, ma le più importanti riguardano:

- La globalizzazione
- La deregolamentazione finanziaria

- L'innovazione tecnologica
- Integrazione dei mercati europei e introduzione della moneta unica

La globalizzazione è l'elemento chiave che ha posto le basi per lo sviluppo di tale processo di consolidamento, infatti, ha permesso di rimuovere le barriere fisiche tra i diversi paesi e con tali rimozioni si è assistito ad una crescente integrazione dei mercati europei, consolidata poi con l'introduzione della moneta unica (la quale ha portato ad una riduzione del costo del credito e ad un aumento della concorrenza). Si è assistito poi ad una deregolamentazione nel settore bancario a livello mondiale con l'alleggerimento di vincoli normativi. Per quanto riguarda il caso specifico europeo, lo scopo di tali rimozioni era quello di armonizzare i mercati e liberalizzare il settore creditizio. Infine, abbiamo il progresso tecnologico, il quale ha avuto un ruolo primario nella riduzione dei costi, nel miglioramento e nell'ampliamento dei servizi offerti. "L'innovazione nelle telecomunicazioni e nell'elaborazione elettronica dei dati, insieme alla diffusione di Internet, ha facilitato i flussi informativi tra banche e clienti e tra banca e banca, contribuendo a velocizzare le operazioni e a ridurre i costi dei servizi. L'enorme sviluppo dell'ICT (Information and Communication Technology) ha consentito la creazione di nuovi canali distributivi attraverso cui le banche possono fornire una vasta scelta di servizi informativi e dispositivi, raggiungendo

in modo diretto la propria clientela”⁴⁹. L’adozione di tali tecnologie però richiede importanti investimenti, con un relativo aumento dei costi fissi più facilmente sostenibile da banche medio grandi. Ne consegue che l’utilizzo di economie di scala nella produzione di servizi finanziari risulta imprescindibile, così come la necessità per le banche di aggregarsi.

Dagli anni Novanta quindi, in Europa, con la rimozione di barriere fisiche e normative, con l’integrazione dei mercati, con l’adozione di tecnologie sempre più avanzate e con l’ampliamento della gamma dei servizi offerti si è assistito ad un innalzamento del grado di concorrenza, la quale ha spinto le istituzioni finanziarie ad aumentare la propria dimensione ed efficienza, rendendo quindi il processo di consolidamento “obbligatorio”.

La concentrazione del settore ha assunto intensità diverse a seconda dei singoli paesi, del loro livello di concorrenza e di frammentazione. È possibile però ritrovare un comune denominatore tra tutti i paesi e riguarda le fasi delle operazioni di consolidamento. In un primo momento, tale processo di aggregazione, si rivolge principalmente al mercato nazionale (soprattutto dove vi è un’elevata frammentazione) e

⁴⁹ Passera C. (2009). *Il processo di concentrazione del sistema bancario*, Treccani.it

solo dopo aver raggiunto un'adeguata stabilità e dimensione per competere internazionalmente, le banche iniziano a guardare al di fuori dei confini nazionali. Infatti, se nelle M&A nazionali (o domestiche) si ricercano economie di scala legate ai costi e razionalizzazione delle funzioni amministrative, in quelle cross-border le banche ricercano nuove fonti di crescita e diversificazione dei ricavi.

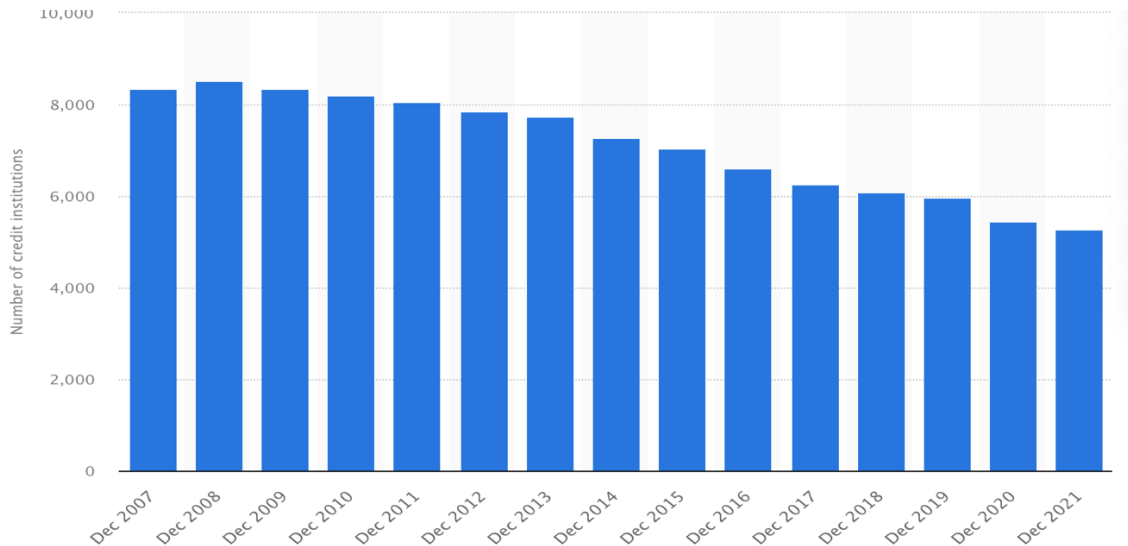
3.1.1.IL PROCESSO DI CONSOLIDAMENTO EUROPEO IN NUMERI

Dal 1999 al 2021 il numero di banche dell'Unione Europea (UE) si è ridotto del 2,0% medio annuo, passando da quasi 8900 a poco meno di 5300 (-40,5%), secondo i dati della BCE (Banca Centrale Europea)⁵⁰, ma nonostante la riduzione del numero di istituzioni creditizie, il totale delle attività del settore bancario nella UE ha continuato a crescere a tassi

⁵⁰ Fonte dati: Statistical Data Warehouse, European Central Bank, <https://sdw.ecb.europa.eu>

significativi a testimonianza del fatto che la dimensione media delle banche è aumentata.

Figura A: Istituzioni creditizie dal 2007 al 2021



Fonte: www.statista.com

Il ricorso ad operazioni di M&A ha trasformato quindi la struttura del mercato bancario europeo, caratterizzato ora da un minor numero di istituti con dimensioni e quote di mercato maggiori, che a loro volta hanno portato ad una maggiore concentrazione dello stesso. E' quindi importante sottolineare come tale consolidamento abbia permesso alle banche di ottenere buone performance reddituali e soprattutto di resistere nei periodi di crisi poiche gli istituti più deboli sono stati acquisiti da quelli più solidi, evitando quindi il fallimento di molte piccole banche.

3.2.STRATEGIE DI CRESCITA

Nei precedenti paragrafi abbiamo visto che per competere in mercati sempre più concentrati e per sopravvivere nei momenti di crisi, le banche hanno bisogno di stabilità e dimensioni importanti. Per raggiungere tali dimensioni le banche hanno a disposizione due diverse strategie: la crescita per linee interne o la crescita per linee esterne.

La scelta deve essere effettuata tenendo in considerazione gli obiettivi della banca, poiché entrambe le strategie sono caratterizzate da rischi e benefici.

La crescita per linee interne, può realizzarsi con un ampliamento della rete distributiva o semplicemente con un aumento del numero di prodotti/servizi offerti dalla banca. È quindi un approccio strategico che punta ad aumentare le vendite ed i ricavi senza ricorrere ad accordi esterni. Con questa strategia si ha sicuramente un corretto dimensionamento degli investimenti, evita la duplicazione di strutture, si ha il mantenimento della compagine societaria, si ha un processo decisionale più semplice ed agevole ma tra gli svantaggi abbiamo una crescita lenta.

La crescita per linee esterne può avvenire tramite accordi di cooperazione e collaborazione (alleanze strategiche, joint ventures) con le quali la banca conserva la sua autonomia giuridica, oppure tramite operazione di

concentrazione come le fusioni ed acquisizioni. Con tali strategie la banca riesce a superare barriere all'ingresso e ad accedere ad innovazioni e competenze disponibili sul mercato, ottenere economie di scala, diversificare "la produzione", creare sinergie (riduzione di costi, sinergie distributive), ad avere effetti positivi sull'immagine, a sfruttare vantaggi finanziari e fiscali ed infine essendo molto veloce ad avere un risparmio su costi e tempi nell'acquisizione di quote di mercato. Ovviamente, anche tale strategia comporta dei rischi ma se valutati anticipatamente possono essere evitati (G. Costa, P. Gubitta, 2004)⁵¹.

Dal Novanta ad oggi, la creazione di valore per gli azionisti e la realizzazione di strutture più solide atte a tenere testa alla competizione europea e internazionale hanno indotto gli istituti di credito a mettere in atto soprattutto strategie di crescita dimensionale per linee esterne. Le operazioni di fusione e acquisizione rappresentano quindi la forma principale con la quale si è attuato il consolidamento bancario negli ultimi anni.

⁵¹ G. Costa, P. Gubitta (2004) *Organizzazione Aziendale. Mercati, gerarchie e convenzioni*, McGraw-Hill

3.3.PRINCIPALI MOTIVAZIONI PER INTRAPRENDERE UNA M&A IN AMBITO BANCARIO

Dopo aver visto come le operazioni di M&A abbiano modificato la struttura del settore bancario, andiamo ora a vedere quali sono le motivazioni principali che hanno spinto le banche ad intraprendere queste strade. Per semplicità dividiamo le motivazioni in economiche e non economiche. Le prime sono legate alla creazione di valore per gli shareholders e puntano quindi ad una maggiore efficienza, rafforzamento del potere di mercato e alla diversificazione dei rischi. Le seconde invece, come vedremo non sono legate agli interessi della società e degli azionisti, bensì a quelli del management.

3.3.1.MOTIVAZIONI ECONOMICHE

Le motivazioni economiche che spingono il management di una banca ad intraprendere un'operazione di M&A puntano ad incrementare il valore della banca e sono quindi effettuate nell'interesse degli azionisti. La prima motivazione economica riguarda il raggiungimento di un miglior livello di efficienza, così da essere più competitivi sul mercato. Il concetto di efficienza è molto importante per una società, in quanto sottolinea la capacità della stessa di raggiungere gli obiettivi pianificati nel modo più economico possibile. È quindi attraverso le operazioni di

M&A che le banche ricercano una diminuzione dei costi tramite l'ottenimento di economie di scala e di scopo, l'eliminazione di funzioni comuni e quindi il ridimensionamento del personale (ad esempio razionalizzando le reti di sportelli o le funzioni amministrative). In sintesi, si cerca quindi di giungere ad un rapporto Costi/Fatturato più basso e per ottenere tali risultati è fondamentale una corretta valutazione dell'operazione ed una gestione professionale da parte del management.

La seconda motivazione economica riguarda il potere di mercato. Molto spesso l'obiettivo che spinge le banche ad aggregarsi riguarda la possibilità di migliorare la loro posizione nel mercato, in quanto con un minor numero di banche ed un aumento della quota di mercato posseduta, si avrà un conseguente aumento dei ricavi. Inoltre, in determinate situazioni di competizione serrata, effettuare fusioni o acquisizioni non è una scelta, e per evitare di essere inglobati dai concorrenti più potenti l'unica possibilità è acquisire a sua volta altre società. Infine, l'ultimo motivo che elenchiamo riguarda la diversificazione dei rischi. Le banche aggregandosi avranno la possibilità di diversificare i rischi, sia dal punto di vista dei prodotti/servizi forniti, sia da quello del mercato geografico occupato. Attraverso l'M&A le banche avranno modo, di ampliare il portafoglio dei prodotti e servizi forniti comprendendo quelli dell'bidder e del target, di ampliare il portafoglio dei clienti posseduti ed infine di

diversificare l'area geografica in cui operare, e per tutti questi motivi la componente di rischio generale si ridurrà.

È bene sottolineare come queste motivazioni hanno un peso diverso nella scelta in base al tipo di M&A, ovvero se riguarda due banche dello stesso paese (M&A nazionali), o se riguarda banche di paesi diversi (M&A cross-border). Mentre nelle M&A nazionali le motivazioni legate ad una maggiore efficienza hanno un peso maggiore, nelle cross-border gli obiettivi principali della banca sono quelli di crescere dimensionalmente, di acquisire una posizione strategica su altri mercati e di diversificare i rischi.

3.3.2.MOTIVAZIONI NON ECONOMICHE

A volte le motivazioni che spingono il management ad intraprendere la strada delle M&A non sono economiche e non riflettono a pieno gli interessi della proprietà (degli azionisti). In alcuni casi, infatti, il management persegue soltanto un interesse personale guidato generalmente da una più alta remunerazione, da una più bassa possibilità di fallimento o semplicemente da un maggior prestigio (siamo di fronte al problema dell'agenzia). In generale, tali comportamenti possono essere evitati (o quanto meno limitati) con una corretta pianificazione delle politiche di remunerazione del management. Per scongiurare questi rischi è

importante che la remunerazione (o parte di essa) sia legata alla performance aziendale e non alla dimensione (Fontana F., Boccardelli P., 2015)⁵².

⁵² Fontana F., Boccardelli P. (2015) *Corporate strategy: una prospettiva organizzativa e finanziaria per la crescita*. U. Hoepli

4.METODOLOGIA

Inquadrato il contesto teorico, possiamo ora entrare nel vivo dell'analisi svolta. Nello specifico in questo capitolo si descriveranno i vari passaggi della ricerca, selezione e dell'elaborazione dei dati. Successivamente si passerà all'analisi del modello matematico e delle rispettive variabili che lo compongono, utilizzati per lo svolgimento dell'analisi.

4.1.DATI

La ricerca si basa su dati estratti dai database Zephyr e Bank Focus di Moody's Analytics, tra ottobre 2021 e maggio 2022. Zephyr⁵³ è un database internazionale contenente le informazioni riguardanti le M&A di tutte le società, indipendentemente dal settore. Bank Focus⁵⁴ è invece un database contenente report dettagliati e standardizzati di 46.600 banche ed istituzioni finanziarie di tutto il mondo. Il dataset iniziale consiste in più di 15.000 osservazioni di 500 M&A europee avvenute tra il 2009 ed il 2020. Tali dati sono poi stati "puliti" in base alle esigenze del progetto, arrivando così a definire un campione finale di 103 M&A avvenute tra il 2012 ed il 2019.

⁵³ <https://login.bvdinfo.com/R0/ZephyrNeo>

⁵⁴ <https://login.bvdinfo.com/R0/BankFocus>

Per prima cosa, sul database Zephyr, sono stati raccolti i dati riguardanti le M&A nel settore bancario nell'arco temporale che va dal 2009 al 2021. Successivamente, su Bank Focus, per ogni singola banca oggetto di M&A, sono stati raccolti dati contabili utili alla creazione delle diverse variabili. Ovviamente, per alcune banche non erano presenti tutti i dati necessari e per questo motivo si è proceduto ad eliminare dal database le M&A per cui almeno una parte coinvolta non avesse tutti i dati richiesti. Si è proceduto poi alla creazione delle diverse variabili ed all'analisi di similarità per ogni coppia di banche. A questo punto, si era formato un campione contenente la variabile dipendente, le variabili di controllo e le similarità, tra Bidder e Target, delle variabili strategiche per ogni M&A avvenuta nel settore bancario europeo tra il 2012 ed il 2019. Si è quindi utilizzato tale campione per svolgere le analisi: descrittive, di correlazione e di regressione (che si presenteranno nel prossimo capitolo) con il programma Stata⁵⁵.

Prima di procedere con la descrizione del modello matematico utilizzato, è importante informare il lettore sull'approccio utilizzato per studiare gli effetti delle M&A sul valore aziendale. Esistono due approcci differenti:

⁵⁵ <https://www.stata.com>

- Approccio ***market performance***: analizza come il valore dei titoli azionari delle parti coinvolte nell'operazione di M&A varia nei giorni prima e dopo l'annuncio. Questo approccio si pone l'obiettivo di verificare se l'annuncio dell'operazione crea valore per gli azionisti delle banche coinvolte. Gli studiosi che sostengono questo approccio hanno cercato di dimostrare come un aumento del prezzo dei titoli nei giorni vicini all'annuncio possa spiegare la creazione di valore associata all'operazione di M&A. In realtà la maggior parte degli studi ha portato a risultati misti o completamente contrastanti questa tesi (Beitel, P., Schiereck, D., 2006)⁵⁶.
- Approccio ***operating performance***: basato su indicatori derivanti dal bilancio o su caratteristiche operative delle società coinvolte. Si pone l'obiettivo di analizzare, attraverso l'utilizzo degli indicatori di redditività (ROE, Capital/Asset, Cost/Income ecc.) e grandezze legate al rischio (Loan loss provision/ Total loans) o ai tassi di interesse (Net interest margin), la variazione delle performance post-M&A.

⁵⁶ Beitel, P., Schiereck, D. (2006). *Value creation of domestic and cross-border M&A in the European Banking market*. ICFAI Journal of Mergers and Acquisitions, 3, 7-29.

Per lo svolgimento dell'analisi empirica è stato utilizzato questo secondo approccio, poiché ritenuto più idoneo ad evidenziare le cause nel cambiamento delle performance post-M&A. (Ramaswamy, 1997)⁵⁷

4.2.MODELLO MATEMATICO

Al fine di analizzare la relazione esistente tra la variabile dipendente (performance) e quelle indipendenti, e verificare quali fattori condizionano questa relazione, è stato ripreso il modello matematico utilizzato da Ramaswamy (Ramaswamy, K., 1997)⁵⁸, con il quale si analizza l'impatto delle M&A sulle performance in base alla similarità esistente tra impresa target e bidder. Il modello si basa sulla relazione tra i cambiamenti di performance pre e post fusione ed una serie di variabili di controllo e strategiche.

$$\sum_{i=1}^N \Delta ROE_i = \sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^3 x_{i,j} + \sum_{i=1}^N \sum_{k=1}^{11} SI_{i,k}$$

⁵⁷ Ramaswamy, K. (1997). *The performance impact of strategic similarity in horizontal mergers: evidence from the US banking industry*. *Academy of Management Journal*, 40, 697-715

⁵⁸ Ibidem

Come è possibile vedere dall'equazione, la variabile dipendente scelta è la variazione delle performance (ΔROE), misurata come la differenza tra il ROE della banca Bidder post-M&A (2 anni dopo l'operazione) ed il ROE pesato tra Bidder e Target pre-M&A. Nella parte di destra invece, troviamo le variabili indipendenti che influenzano le performance. È possibile distinguere tali variabili in due tipologie:

- Variabili di controllo ($x_{i,j}$): Country GDP, Bidder Performance e Relative Size
- Similarità delle variabili strategiche ($SI_{i,k}$)

Per lo svolgimento dell'analisi di similarità, come nel modello di Ramaswamy, è stato utilizzato un indicatore (SI_{ik}) all'interno della quale sono state poste le variabili strategiche per ogni M&A.

$$SI_{ik} = \sqrt{(X_{Bik} - X_{Tik})^2}$$

Con tale equazione, si indica la similarità tra la banca Bidder (X_B) e quella Target (X_T) per la k-esima variabile strategica della i-esima fusione.

4.3.VARIABILI

Per lo svolgimento delle analisi sono state utilizzate diverse variabili (sintetizzate nella Tabella 4.1), nei prossimi paragrafi il lettore avrà modo di comprenderle meglio, grazie ad un'accurata descrizione.

Tabella 4.1: Variabili utilizzate

VARIABILE	TIPOLOGIA
Δ ROE	Dipendente
Country GDP	Controllo
Bidder Performance	Controllo
Relative Size	Controllo
Diversity of Earnings	Indipendente
Off Balance Sheet Activity	Indipendente
Credit Risk	Indipendente
Deposit Activity	Indipendente
Loan Ratio	Indipendente
Efficiency	Indipendente
Capitalisation	Indipendente
Liquidity	Indipendente
Other Expenses (TECH)	Indipendente
NPL Ratio	Indipendente
Tasso di Migrazione	Indipendente

4.3.1.VARIABILI DI CONTROLLO

Nel modello sono state utilizzate tre diverse variabili di controllo (Tabella 4.2), che possono aiutare a spiegare la variazione delle performance.

VARIABILE	OPERAZIONALIZZAZIONE
Country GDP	PIL paese
Bidder Performance	ROE Bidder pre M&A
Relative Size	Total Asset Target / Total Asset Bidder

Tabella 4.2: Variabili di Controllo - Operazionalizzazione

La prima è il PIL del paese in cui ha sede la banca (**Country GDP**), questa variabile è stata utilizzata per analizzare se la crescita economica all'interno del paese nell'anno della fusione ha influenzato la variazione delle performance. I dati per questa variabile sono stati presi dal sito The world bank ⁵⁹.

La seconda variabile di controllo riguarda le performance pre-operazione della banca Bidder (**Bidder Performance**), creata recuperando i dati del ROE del Bidder pre-M&A. Da questa variabile ci si aspetta che un elevato livello di profittabilità del Bidder prima dell'operazione, porti ad

⁵⁹ <https://www.worldbank.org/en/home>

una diminuzione delle performance nel breve termine. Contrariamente, Bidder con un basso livello di profittabilità cercheranno di migliorare tale aspetto, aumentando le performance. Possiamo quindi aspettarci una relazione negativa tra la variabile Bidder Performance e ΔROE .

L'ultima variabile di controllo utilizzata analizza la relazione delle dimensioni tra la banca Bidder e Target (*Relative Size*). È calcolata rapportando i Total Asset della banca Target ai Total Asset della banca Bidder. La relazione di questa variabile con il ΔROE è ambigua, poiché dipende dagli obiettivi preposti dal management per l'M&A. Nel caso in cui il management punti ad imporre una ristrutturazione dei costi e realizzare un risparmio in termini di costi (ad esempio con economie di scala), è meglio ricercare una banca Target con dimensioni inferiori a cui è più semplice imporre decisioni e ci si aspetterà una correlazione negativa tra la variabile Relative Size e la performance (ΔROE). Invece, nel caso in cui l'obiettivo primario del management sia quello di aumentare i ricavi (ampliando ad esempio il portafoglio prodotti), è meglio puntare a Target con dimensioni più importanti e quindi in questo secondo caso si avrà una relazione positiva tra Relative Size e ΔROE (Altubans, Y. & Marques, D., 2008)⁶⁰.

⁶⁰ Altubans, Y. & Marques, D. (2008) *Mergers and Acquisitions and bank performance in Europe: The role of strategic similarities*. Journal of Economics and Business, 204-222

4.3.2.VARIABILI STRATEGICHE

Per misurare le similarità strategiche delle banche coinvolte nelle M&A sono state create diverse variabili (Tabella 4.3), ed ora le andremo a studiare singolarmente.

VARIABILE	OPERAZIONALIZZAZIONE
Diversity of Earnings	Other Operational Income / Total Asset
Off Balance Sheet Activity	Off Balance Sheet Items / Total Asset
Credit Risk	Loans Loss Provisions / Net Interest Revenue
Deposit Activity	Loans / Deposits
Loan Ratio	Loans / Total Asset
Efficiency	Cost to Income Ratio
Capitalisation	Equity / Total Asset
Liquidity	Liquid Assets / Total Customer Deposits
Other Expenses (TECH)	Other Operational Expenses / Total Asset
NPL Ratio	NPL / Loans
Tasso di Migrazione	$(NPL_{t-1} - NPL_{t0}) / Loans_{t0}$

Tabella 4.3: Variabili Strategiche – Operazionalizzazione

Le prime due variabili da analizzare insieme sono la *Diversity of Earnings* e la *Off Balance Sheet Activity*. La prima punta ad analizzare la strategia di diversificazione degli utili, ovvero pone l'accento sulle fonti di reddito che differiscono dai ricavi provenienti dagli interessi netti e si calcola rapportando "Altri ricavi operativi" sulle attività totali. La seconda variabile invece, analizza il peso della attività "fuori bilancio" sulle Attività Totali⁶¹. Nel caso in cui non ci siano grandi difficoltà nell'integrazione tra i due partner coinvolti nella M&A, da entrambe queste variabili ci si aspetta una correlazione positiva con le performance, poiché tali dissimilarità possono dare accesso ad innovazioni finanziarie e nuove fonti di reddito (Harrison, 1991)⁶².

Ci sono poi tre variabili da analizzare insieme, le quali esaminano i profili di rischio di credito della banca e il rapporto prestiti/depositi e sono la *Credit Risk*, la *Deposit Activity* e la *Loan Ratio*. La strategia del rischio di credito è misurata con il rapporto tra livello degli accantonamenti per le perdite sui crediti ed i ricavi da interessi netti, ed analizza quindi il

⁶¹ Art 112 TUIR – Operazioni fuori bilancio: Si considerano operazioni "fuori bilancio": a) i contratti di compravendita non ancora regolati, a pronti o a termine, di titoli e valute; b) i contratti derivati con titolo sottostante; c) i contratti derivati su valute; d) i contratti derivati senza titolo sottostante collegati a tassi di interesse, a indici o ad altre attività.

⁶² Harrison, J.S. (1991). *Synergies and post-acquisition performance: Difference versus similarities in resource allocations*. Journal of Management, 173-190.

peso degli accantonamenti per perdite sui crediti rispetto ai ricavi generati dagli interessi. La variabile Deposit Activity è calcolata invece rapportando i prestiti ai depositi, e solitamente è utilizzata per analizzare la liquidità di una banca. Nel caso in cui il rapporto fosse troppo alto significherebbe che la banca potrebbe non disporre di liquidità sufficiente per coprire eventuali imprevisti, viceversa in caso di rapporto troppo basso la banca potrebbe non guadagnare quanto potrebbe. In ultimo, la variabile Loan Ratio si ha rapportando i prestiti al totale delle attività, questa variabile analizza quindi il peso dei prestiti sulle attività totali. Anche per queste tre variabili ci si aspetta una relazione ambigua con le performance, in quanto il *ROE* può variare a seconda dell'obiettivo preposto per l'M&A. Nel caso in cui l'obiettivo sia quello di creare economie di scala o un'integrazione dei costi, ci si aspetterà una relazione negativa tra queste variabili ed il ΔROE , poiché grandi differenze sotto il profilo della strategia del rischio o della qualità degli asset possono portare a difficoltà nell'integrazione e ad elevati costi di gestione della stessa. Contrariamente, se l'obiettivo dell'M&A è quello di ampliare il portafoglio prodotti o ridurre il profilo di rischio di una delle due banche, ci si aspetterà una relazione positiva (Demsetz, R. & Strahan, R., 1997)⁶³.

⁶³ Demsetz, R. & Strahan, R. (1997). *Diversification, size and risk at bank holding companies*. Journal of Money Credit and Banking, 29, 300-313

Passiamo ora ad analizzare la variabile che esamina il controllo dei costi, ovvero la variabile *Efficiency*. È calcolata attraverso il Cost to Income Ratio o CIR (quindi rapportando i costi alle entrate). La relazione che ci si aspetta tra questa variabile ed il ΔROE , almeno nel breve termine, è negativa poiché l'unione di due banche con strategie di costi differenti potrebbe portare a difficoltà di integrazione e quindi ad una riduzione delle performance. L'unione di due banche efficienti e con strategie di costi simili invece, potrebbe portare ad un miglioramento delle performance grazie allo sfruttamento di economie di scala e scopo derivanti dall'operazione.

La variabile *Capitalisation* o Capital Adequacy Level misura il livello del capitale proprio rispetto alle attività totali, ed è calcolata appunto con il rapporto tra Equity e Attività Totali. Negli anni questa variabile ha assunto un'importanza maggiore, in quanto il capitale di una banca è divenuto un punto focale per il regolatore. Per quanto riguarda la relazione di questa variabile con le performance, ci sono diversi punti di vista. Infatti, mentre Acharya (Acharya, S., 1988)⁶⁴ ritiene che un coefficiente patrimoniale più alto fornisca “informazioni” positive, e che quindi l'unione di due banche con strutture di capitali diverse porti a

⁶⁴ Acharya, S. (1988). *A generalised econometric model and test of signalling hypothesis with two discrete signals*. Journal of Finance, 43, 413-429.

maggiori performance (relazione positiva), Ross (Ross, S. A., 1977)⁶⁵ afferma l'opposto.

Un'altra variabile da analizzare riguarda la liquidità (**Liquidity**), ed è misurata attraverso il rapporto tra Attività Liquide ed il Totale dei Depositi. In questo caso ci si aspetta una relazione positiva con il ΔROE , poiché mantenere un elevato livello di liquidità comporta costi importanti; quindi, l'unione tra due banche con differenti gestioni della liquidità potrebbe portare ad un miglioramento generale dell'amministrazione della liquidità e quindi a migliori performance.

Una delle ultime variabili da analizzare è la **Other Expenses** (TECH), ovvero la variabile che permette di valutare i livelli di tecnologia e innovazione della banca. È misurata con il rapporto tra le "Altre spese operative" e le Attività Totali. Come nel caso della variabile Liquidity, una dissimilarità tra le due banche partecipanti alla M&A potrebbe portare ad un miglioramento del *ROE*, in quanto la banca con un livello di tecnologia e innovazione inferiore potrebbe giovare degli investimenti effettuati dalla controparte attraverso un ritorno in termini di economie di scala o scopo. Tali vantaggi potrebbero però essere vanificati nel caso in cui le differenze nelle strategie delle due parti siano molto importanti.

⁶⁵ Ross, S. A. (1977). *The determinants of financial structure: The incentive-signalling approach*. The Bell Journal of Applied Corporate Finance, 8, 23-40.

Non resta che analizzare le ultime due variabili insieme, si parla della variabile ***NPL Ratio*** (o Non Performing Loans Ratio) e la Migration Rate (o ***Tasso di migrazione***). Entrambe le variabili analizzano la gestione del credito in una banca. Mentre la variabile NPL Ratio tiene conto dei crediti già classificati “Deteriorati” ed è calcolata dal rapporto tra NPL e Prestiti, il Tasso di migrazione “riguarda la capacità della banca di gestire un prestito con segni di deterioramento, tentando di recuperarlo o cederlo prima che perda considerevole valore” (Boccardelli, P., Peruffo, E., Tsirkuleva, A., 2021)⁶⁶. Quest’ultima variabile è calcolata con il rapporto tra la variazione degli NPL negli anni t_{-1} e t_0 ed i Prestiti nell’anno t_0 . Anche per queste due variabili ci si aspetta una relazione positiva con le Performance, poiché in caso di dissimilarità le competenze della banca con un minor tasso di NPL (o con un maggior Tasso di Migrazione) possono essere trasferite alla controparte, generando un miglioramento delle performance.

⁶⁶ Boccardelli, P., Peruffo, E., Tsirkuleva, A. (2021). *Too Big to Gain? Quanto contano le dimensioni per la redditività delle banche europee*. Luiss Business School

5.RISULTATI

Descritto il modello matematico e le variabili utilizzate, passiamo ora ad analizzare i risultati ottenuti con Stata. Inizieremo presentando l'analisi descrittiva dei Bidder e dei Target, per passare alla Matrice di Correlazione e concludere poi con la presentazione dell'analisi di regressione.

5.1.PRESENTAZIONE DEI RISULTATI DERIVANTE DALL'ANALISI DEL DATABASE

Analizzando i dati in tabella 5.1 possiamo notare subito come in termini di dimensioni, misurate attraverso il logaritmo dei *Total Asset*, i Bidder risultino più grandi dei Target e naturalmente confrontando i dati dei Bidder pre e post M&A, possiamo confermare una crescita di “dimensioni” avvenuta appunto con l'operazione di fusione.

Tabella 5.1: Analisi Descrittiva

Analisi Descrittiva					
Bidder pre-M&A					
Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Diversity of earning	103	1.802	1.923	0.127	12.232
Off balance sheet activity	103	16.603	9.02	1.001	37.343
Credit risk	103	1.09	.598	.051	3.322
Deposit activity	103	1.059	.499	.138	3.535
Loan Ratio	103	55.101	17.7	1.201	88.699
Efficiency	103	60.759	17.334	12.14	92.946
Capitalisation	103	28.538	10.649	12.507	91.849

Liquidity	103	84.81	9.233	15.82	99.082
Other Expenses o TECH	103	.405	.07	0.01	1.115
NPL Ratio	103	8.057	6.577	.134	28.205
Tasso di migrazione	103	.062	.713	-1.858	5.888
Total Asset (log)	103	10.779	1.408	6.074	12.561
Bidder post-M&A					
Diversity of earning	103	1.797	2.344	0.091	11.239
Off balance sheet activity	103	18.332	10.341	1.533	48.67
Credit risk	103	1.261	.628	.156	2.851
Deposit activity	103	.992	.381	.078	2.814
Loan Ratio	103	54.698	17.587	1.204	88.822
Efficiency	103	59.329	15.301	14.036	89.071
Capitalisation	103	28.262	11.402	12.15	98.362
Liquidity	103	85.333	9.786	13.121	101.995
Other Expenses o TECH	103	.518	.083	.012	1.216
NPL Ratio	103	8.402	6.434	.205	30.103
Tasso di migrazione	103	.105	.931	-1.203	6.055
Total assets (log)	103	11.328	2.183	6.848	15.877
Target					
Diversity of earning	103	2.342	1.883	.109	11.182
Off balance sheet activity	103	14.241	8.376	1.001	32.282
Credit risk	103	2.285	.871	.936	5.079
Deposit activity	103	1.184	.794	.007	5.118
Loan Ratio	103	62.008	22.533	2.345	116.006
Efficiency	103	64.971	20.365	24.742	95.942
Capitalisation	103	9.538	4.783	2.196	34.226
Liquidity	103	90.123	11.746	18.221	105.774
Other Expenses o TECH	103	.911	.929	.013	1.738
NPL Ratio	103	9.001	6.774	.202	29.571
Tasso di migrazione	103	.219	1.043	-1.196	7.153
Total assets (log)	103	8.446	1.238	5.083	10.995

Per quanto riguarda la diversificazione delle fonti di reddito, analizzando la variabile *Diversity of earning*, possiamo notare un valore più alto per le banche Target rispetto a quelle Bidder e ciò quindi porta a concludere

che le prime siano maggiormente diversificate in termini di fonti di reddito rispetto alle seconde. Anche in termini di *Loan Ratio*, e quindi di rapporto tra i prestiti ed le attività totali, ritroviamo valori superiori nelle banche Target rispetto alle Bidder.

Le banche Target risultano anche avere un miglior profilo di rischio, in quanto analizzando la variabile *Credit Risk*, troviamo un valore più alto rispetto alle Bidder.

In termini di costi possiamo notare come le banche Bidder siano più attente e concentrate su strategie che puntino ad una maggiore efficienza, infatti per quanto riguarda la variabile *Efficiency* (misurata con il rapporto tra Costi Totali e Fatturato) troviamo valori medi più bassi per le Bidder rispetto alle banche Target.

Analizzando invece la variabile *Capitalisation*, possiamo notare una porzione minore di Equity, per le banche Target rispetto alle banche Bidder, sul totale delle attività.

In termini di investimenti in nuove tecnologie invece, le banche Target risultano avvantaggiate rispetto alle Bidder, evidenziando investimenti maggiori. Questo potrebbe spiegare in parte la scelta del management delle banche Bidder di indirizzare l'acquisizione verso questi Target, in quanto si ricorda che i benefit derivanti dagli investimenti in tecnologia effettuati da una banca possono essere facilmente trasferiti anche alla

controparte. In questo modo le Bidder potrebbero sfruttare le tecnologie delle Target senza doverle acquistare o sviluppare internamente.

Infine, per quanto riguarda la capacità di gestione di crediti con segni di deterioramento, possiamo notare come i valori della variabile *Tasso di Migrazione* per le Bidder siano inferiori, evidenziando una miglior capacità di gestione. Tale affermazione è verificabile anche paragonando i valori della variabile *NPL Ratio*, la quale sta appunto ad evidenziare la percentuale di crediti deteriorati rispetto ai prestiti effettuati. Per quest'ultima variabile, valori più alti corrispondono infatti a maggiori quantità di NPL (Non Performing Loans).

Abbiamo quindi un quadro generale formato da Bidder generalmente più grandi, più efficienti e con migliori capacità nella gestione e selezione dei crediti. Mentre invece, per quanto riguarda i Target, abbiamo banche più piccole, con migliori profili di rischio, con fonti di reddito più diversificate e con maggiori investimenti in tecnologie.

Tabella 5.2: Analisi Descrittiva di tutte le variabili

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Variabile dipendente					
Performance Change	206	2.283	8.828	-20.03	27.956
Variabili di controllo					
Relative Size	206	.102	.389	.001	1.088
Bidder Performance	206	7.174	6.687	-17.56	20.607
Country GDP	206	1.4	2.9	-10.8	8.5
Variabili strategiche					
Diversity of earning	206	.644	.027	0	.954
Off balance sheet activity	206	3.991	1.142	0	4.881
Credit risk	206	.877	.696	0	2.883
Deposit activity	206	.177	.105	0	1.326
Loan Ratio	206	5.205	2.17	0	7.729
Efficiency	206	4.874	1.191	0	8.371
Capitalisation	206	10.065	2.979	0	14.353
Liquidity	206	3.652	1.057	0	10.748
Other Expenses o TECH	206	.312	.098	0	.933
NPL Ratio	206	2.419	2.385	0	10.139
Tasso di migrazione	206	.175	.094	0	2.897

Nella Tabella 5.2 è possibile analizzare gli indici di similarità di ogni variabile. Risalta subito come vi sia un miglioramento della performance pari al 2,28% indicato dalla media della variabile *Performance Change*. Analizzando invece la variabile *Relative Size* possiamo confermare una differenza di dimensioni tra le banche Target e quelle Bidder, evidenziando come le prime siano circa il 10% delle seconde.

Nella Tabella 5.3 è possibile analizzare la Matrice di Correlazione delle diverse variabili. Come si può notare sono state eliminate le variabili *Deposit Activity*, *Efficiency* ed *NPL Ratio*, poiché risultavano altamente correlate rispettivamente con le variabili *Liquidity*, *Other Expenses* e *Tasso di Migrazione*. Quindi per evitare interferenze nell'analisi di regressione è stato deciso di eliminarle dal modello e come si può vedere la tabella risultante post-eliminazione risulta priva di variabili altamente correlate ($> 0,5$).

Tabella 5.3: Matrice di Correlazione

Matrice di Correlazione												
Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
(1) Performance Change	1.000											
(2) Relative Size	-0.005* (0.046)	1.000										
(3) Bidder Performance	-0.040* (0.035)	0.323* (0.000)	1.000									
(4) Country GDP	-0.020 (0.774)	-0.010 (0.886)	0.054 (0.444)	1.000								
(5) Diversity of Earning	0.033* (0.008)	0.482* (0.000)	0.179* (0.010)	0.062 (0.377)	1.000							
(6) Off Balance Sheet Act	-0.013 (0.848)	0.004 (0.952)	-0.112 (0.109)	0.014 (0.843)	0.016 (0.817)	1.000						
(7) Credit Risk	-0.306 (0.670)	0.038 (0.586)	-0.085 (0.224)	-0.055 (0.436)	0.106 (0.129)	-0.003 (0.971)	1.000					
(8) Loan Ratio	-0.047* (0.045)	-0.118 (0.091)	-0.215* (0.002)	0.017 (0.804)	0.091 (0.194)	-0.021 (0.762)	0.079 (0.262)	1.000				
(9) Capitalisation	-0.146 (0.137)	0.132 (0.060)	0.101 (0.149)	0.044 (0.527)	0.318* (0.000)	0.039 (0.577)	0.275* (0.000)	-0.009 (0.902)	1.000			
(10) Liquidity	0.035* (0.019)	0.186* (0.007)	-0.130 (0.062)	-0.014 (0.836)	0.161* (0.021)	0.005 (0.943)	-0.008 (0.907)	0.294* (0.000)	-0.015 (0.835)	1.000		
(11) Other Expenses	0.232* (0.001)	0.003 (0.961)	-0.009 (0.895)	0.120 (0.085)	0.297* (0.000)	-0.018 (0.802)	0.073 (0.296)	0.180* (0.010)	0.239* (0.001)	0.073 (0.294)	1.000	
(12) Tasso di Migrazione	0.644* (0.007)	-0.015 (0.834)	-0.054 (0.445)	-0.002 (0.973)	0.096 (0.171)	-0.010 (0.886)	0.132 (0.060)	-0.112 (0.110)	0.043 (0.539)	-0.035 (0.618)	-0.021 (0.765)	1.000

* shows significance at $p < 0.05$

In conclusione, presentiamo la Tabella 5.4 che ci permette di analizzare i risultati dell'analisi di regressione.

Tabella 5.4: Analisi di Regressione

Variable	Modello 1	Modello 2
Relative Size	-0.263* (0.043)	-0.179* (0.048)
Bidder Performance	-0.104* (0.041)	-0.267* (0.046)
Country GDP	-16.96 (0.801)	-53.17 (0.255)
Diversity of earnings		0.271** (0.006)
Off balance sheet activity		-0.031 (0.623)
Credit risk		-0.284 (0.768)
Loan Ratio		-0.128* (0.034)
Capitalisation		-0.488 (0.224)
Liquidity		0.106* (0.014)
Other Expenses o TECH		0.272*** (0.000)
Tasso di migrazione		0.288** (0.008)
Constant	3.116 (0.203)	10.58*** (0.000)
Observations	206	206
R^2	0.202	0.551

Note: p-values nelle parentesi: * $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$

La tabella illustra la reattività delle Performance post-M&A ad una serie di variabili di controllo nel Modello 1, mentre nel Modello 2 sono aggiunte anche le variabili strategiche e come è possibile vedere dal valore di R^2 , il modello 2 spiega meglio la variazione della variabile

dipendente (*Performance Change*). Per quanto riguarda le variabili di controllo possiamo vedere come *Relative Size* e *Bidder Performance* risultano correlate negativamente con le performance ed abbiano un livello di significatività $<0,05$. Entrambe le variabili rispettano le aspettative della letteratura, possiamo quindi affermare che l'acquisizione di un Target di maggiori dimensioni influenza le performance negativamente e la stessa cosa avviene nel caso in cui le performance del Bidder pre-M&A siano elevate. Rimanendo negli indicatori di controllo, la variabile *Country GDP* non può essere presa in considerazione in quanto il valore di p (tra parentesi) è più alto dello 0,05 e quindi non può essere ritenuto statisticamente significativo. Analizzando le variabili strategiche, possiamo notare come *Diversity of Earnings*, *Liquidity*, *Other Expenses* e *Tasso di Migrazione* siano statisticamente significative e correlate positivamente con le *Performance*, quindi all'aumentare delle differenze tra le due banche coinvolte aumenteranno le performance post-M&A. Queste quattro variabili confermano le aspettative della letteratura, evidenziando quindi una buona capacità dei manager di pianificare e portare a termine le integrazioni post-fusione tra le due banche (vedi capitolo "DISCUSSIONI"). Invece, le variabili *Loan Ratio*, *Off Balance Sheet Activity*, *Credit Risk* e *Capitalisation* risultano correlate negativamente

con le Performance, ma tra queste possiamo considerare soltanto la variabile Loan Ratio poiché le altre non rispettano i livelli di significatività imposti. Per quanto riguarda questa ultima variabile, le aspettative della letteratura sono “ambigue”, ovvero ci si aspetta risultati differenti in base agli obiettivi del management. In questo caso specifico, avendo una relazione negativa tra Performance e Loan Ratio, possiamo ipotizzare che gli obiettivi dei manager per le M&A analizzate, si focalizzino sulla creazione di economie di scala e razionalizzazione dei costi, poiché diverse strategie sotto il profilo della qualità degli asset possono portare ad elevati costi di gestione e di conseguenza ad una riduzione delle performance (confermata dalla relazione negativa tra Performance Change e Loan Ratio).

6.DISCUSSIONI

Il contributo che questo progetto vuole dare è quello di far chiarezza sulla variazione delle performance post Merger & Acquisition dovuta alle similarità strategiche delle banche coinvolte. Come visto nei precedenti capitoli, la letteratura ha ampiamente analizzato, da diversi punti di vista, gli effetti delle M&A sulle performance senza però giungere a risultati univoci. In questo lavoro si è voluto dare risalto al concetto di similarità e per analizzare tale caratteristica, sono state usate voci contabili delle banche con le quali sono stati creati diversi indicatori (Variabili di controllo e strategiche) che a loro volta sono stati “confrontati” per analizzarne la similarità. Una volta calcolata la similarità delle diverse variabili è stata posta in relazione con le performance ottenendo i risultati presentati nel precedente capitolo.

La domanda da cui parte il lavoro è “Come variano le performance al variare della similarità tra le due banche coinvolte in un’operazione di M&A?”. Ora, facendo riferimento ai risultati del precedente capitolo, andremo a rispondere a tale quesito, tenendo conto delle aspettative della letteratura e argomentando per ogni singola variabile l’influenza esercitata sulle performance post-operazione.

6.1.DISCUSSIONE DEI RISULTATI

Partendo dalle variabili di controllo, possiamo notare come soltanto la *Relative Size* e la *Bidder Performance* sono significative statisticamente e quindi considerabili. Per quanto riguarda la prima, si confermano le aspettative di Altubans & Marques (2008) poiché risulta correlata negativamente con le performance. Considerando che tale variabile è formata dal rapporto tra i Total Asset della banca Target e quelli della banca Bidder, i risultati evidenziano che l'acquisizione di un Target di maggiori dimensioni porta ad una riduzione delle performance post-M&A. Tali affermazioni potrebbero però dipendere dagli obiettivi del management, in quanto per aumentare i livelli di performance sarà meglio acquisire Target più piccoli qualora i manager puntino a realizzare economie di scala o razionalizzazione di costi e quindi nel caso in cui la Bidder debba imporre decisioni alla banca Target. Viceversa, nel caso in cui gli obiettivi del management comprendano l'aumento dei ricavi attraverso un ampliamento del portafoglio prodotti o una diversificazione di prodotto e/o mercato, sarà meglio puntare su Target di maggiori dimensioni. Solitamente è possibile mettere in evidenza tali differenze paragonando M&A domestiche ed M&A cross-border e visto che questo progetto non divide le operazioni per paese, sarebbe

interessante per i futuri lavori svolgere tali distinzioni per comprendere meglio la relazione tra dimensione del Target e performance.

Analizzando i risultati della variabile *Bidder Performance*, notiamo come anche questa sia correlata negativamente alle performance e quindi conferma le aspettative di Vennet (2002)⁶⁷. I risultati evidenziano come maggiori performance del Bidder precedenti alla M&A generino performance post-M&A peggiori. Tale affermazione è confermata anche da Ramaswamy (1997)⁶⁸, secondo cui almeno nei primi anni post-M&A vi è un bilanciamento tra i livelli di performance della banca Bidder e quelli della banca Target. Quindi maggiori saranno le performance del Bidder pre-M&A, maggiore sarà l'effetto dovuto al "bilanciamento" nei primi anni dall'operazione. A questo punto, è interessante rimandare a future ricerche il compito di analizzare se l'effetto di tale bilanciamento si riduce con il passare degli anni dalla M&A.

Passiamo ora ad analizzare i risultati delle variabili strategiche.

Analizzando i risultati della variabile *Diversity of Earnings*, possiamo confermare le aspettative di Harrison (1991) vista la relazione positiva

⁶⁷ Vennet, R. V. (2002) *Cross-border mergers in European Banking and bank efficiency*. Foreign direct investment in the real and financial sector of industrial countries, 295-315

⁶⁸ Ramaswamy, K. (1997) *The performance impact of strategic similarity in horizontal mergers: evidence from the U.S. banking industry*. Academy of management journal, 697-715

con le performance. Ricordiamo che tale variabile indica il peso degli “Altri ricavi operativi” rispetto ai “Total Asset”, ed evidenzia quindi la strategia di diversificazione dei ricavi. In questo caso, visti i risultati dell’analisi di regressione, maggiori sono le disuguaglianze tra le due banche nelle strategie di diversificazione dei ricavi e maggiori saranno le performance post M&A. È evidente, dunque, come l’unione di due banche con fonti di reddito differenti permetta alla banca risultante dalla M&A di giovare di tale varietà nelle fonti di reddito, permettendogli di sfruttarle a pieno per aumentare i livelli di performance.

Per quanto riguarda la variabile *Loan Ratio*, si riscontra una relazione negativa con le performance. Ciò indica che ad una maggiore disuguaglianza nella composizione degli asset consegue un minor livello di performance. Anche in questo caso, come per la variabile di controllo “Relative Size”, i risultati potrebbero dipendere dagli obiettivi del management. Ovvero, se l’obiettivo del management è quello di ricercare economie di scala ed un’integrazione dei costi, è normale riscontrare una relazione negativa tra la variabile e le performance, poiché grandi differenze nella composizione degli asset possono portare a difficoltà di integrazione tra le due realtà o a costi di gestione elevati, andando quindi ad erodere i benefici delle economie di scala.

Passiamo ora ad analizzare la variabile *Liquidity*, per cui troviamo una relazione positiva con le performance. Questa variabile indica il livello delle attività liquide della banca e ricordiamo che la gestione di elevati livelli di liquidità comporta costi importanti. I risultati ottenuti sono giustificati dal fatto che l'unione tra due banche con diverse strategie di gestione della liquidità porta ad un miglioramento dell'amministrazione complessiva della liquidità nella banca risultante post-M&A e di conseguenza ad un aumento dei livelli di performance.

Un'altra variabile interessante da commentare è la *Other Expenses*, ovvero la variabile che indica gli investimenti in tecnologia ed innovazione. Anche in questo caso ci troviamo di fronte ad una relazione positiva con le performance, quindi come nel caso delle *Liquidity*, una maggiore dissomiglianza nelle strategie di investimento porta ad un migliore livello di performance. Ciò è possibile in quanto gli investimenti in tecnologia ed innovazione portano generalmente a maggiori livelli di efficienza e performance e tali tecnologie ed innovazioni (nel caso di una M&A) possono essere trasferite alla controparte dell'operazione senza eccessive difficoltà (Harrison, Hall, Nargundkar, 1993)⁶⁹. Abbiamo quindi due realtà che si uniscono mettendo in comune tutti gli asset e tra

⁶⁹ Harrison, J. S., Hall, E. H., Nargundkar, R. (1993) *Resource allocation as an outcropping of strategic consistency: performance implications*. Academy of Management Journal, 1026-1051

questi anche le tecnologie acquistate, le quali permettono alla banca risultante post-M&A di aumentare i livelli di efficienza e performance. È importante sottolineare come in questo caso le banche con maggiori tassi di investimento in tecnologia ed innovazione siano proprio le Target (come è possibile vedere dalla Tabella 5.1 dell'Analisi descrittiva) e questo risultato potrebbe motivare la scelta del management delle banche Bidder di indirizzare l'acquisizione verso questi Target.

Infine, l'ultima variabile da analizzare è il *Tasso di migrazione*. Questa variabile indica la capacità della banca di gestire prestiti con segni di deterioramento e come possiamo vedere dalla Tabella 5.4 risulta correlata positivamente con le performance. Anche in questo caso, maggiori livelli di performance sono generati da maggiori dissimilarità tra le due banche nella gestione dei prestiti in deterioramento. Ciò avviene perché il Tasso di migrazione va concepito come una competenza interna alla banca che può essere trasferita alla controparte in caso di M&A. Come possiamo vedere dai risultati dell'Analisi descrittiva, le banche Bidder hanno un Tasso di Migrazione medio inferiore rispetto alle banche Target e ciò indica che le prime sono più efficienti nella gestione dei crediti in deterioramento rispetto alle seconde. Quindi a seguito dell'operazione di M&A tale abilità di gestione

dei crediti è estesa anche ai prestiti in deterioramento delle banche Target, generando livelli di performance complessivamente superiori.

Arrivati a questo punto è importante evidenziare la capacità dei manager nel pianificare ed attuare la fase di integrazione post-M&A. Come riportato nel capitolo “Metodologia”, la letteratura si aspettava una relazione positiva tra le variabili *Diversity of Earnings*, *Liquidity*, *Other Expenses* e *Tasso di migrazione* e le performance a patto che non si fossero presentate difficoltà nella fase di integrazione (post-M&A) capaci di erodere i risultati pianificati. Analizzando i risultati di queste variabili si può affermare che tali difficoltà di integrazione per le M&A analizzate non si sono presentate oppure, non hanno influenzato le performance post-operazione.

Possiamo ora presentare il quadro complessivo di questo lavoro. I risultati mostrano banche Bidder di grandi dimensioni acquisire Target più piccoli che investono molto in tecnologia ed innovazione. Al fine di aumentare le performance post-M&A il management delle banche Bidder deve orientarsi su partner che operano con strategie differenti in termini di diversificazione dei ricavi, di gestione della liquidità, di gestione dei crediti con segni di deterioramento e invece con strategie molto simili per quanto riguarda la composizione degli asset (Loan Ratio).

CONCLUSIONI

Con il presente capitolo, si conclude l'analisi relativa al ruolo delle similarità strategiche nelle M&A del settore bancario europeo ed alla loro relazione con le performance per le banche che hanno intrapreso tali operazioni. L'idea per questo progetto ha preso vita accettando l'invito promosso dai professori Paolo Boccardelli, Enzo Peruffo e Arina Tsirkuleva nel loro articolo "Too Big to Gain? Quanto contano le dimensioni per la redditività delle banche europee"⁷⁰. L'obiettivo principale era quello di individuare se e come la similarità tra le banche coinvolte in un'operazione di M&A potesse incidere sulle performance post-operazione.

Per far ciò è stato selezionato un campione di 500 M&A avvenute nel settore bancario europeo dal 2009 al 2020 e per ogni banca coinvolta sono state acquisite le relative informazioni contabili. In questo modo è stato possibile creare delle variabili che mi hanno permesso di analizzare la similarità tra le banche coinvolte, da diversi punti di vista.

⁷⁰ Boccardelli, P., Peruffo, E., Tsirkuleva, A. (2021). *Too Big to Gain? Quanto contano le dimensioni per la redditività delle banche europee*. Luiss Business School

I risultati derivanti dall'analisi descrittiva evidenziano un quadro generale formato da banche Bidder in media più grandi, più efficienti e con migliori capacità di selezione e gestione dei crediti che si uniscono a Target più piccoli, con fonti di reddito più diversificate e con maggiori investimenti in tecnologia ed innovazione. Contrariamente a quanto evidenziato dalla maggior parte degli studi effettuati negli USA, in Europa si può affermare che in media i livelli di performance post-M&A migliorano, dando quindi il merito a tali operazioni di creare valore.

Passando invece al cuore del progetto, attraverso l'analisi di regressione è stato possibile apprezzare la relazione tra le performance post-M&A e le diverse variabili strategiche. Per quanto riguarda le dimensioni del Target ideale, dall'analisi è possibile dedurre che il consolidamento con una controparte di dimensioni maggiori comporta una riduzione delle performance post-operazione in quanto sarà più complesso imporre decisioni, riguardanti ad esempio la razionalizzazione dei costi e delle posizioni lavorative, in ottica di una maggiore efficienza dei costi.

Analizzando i risultati sulle strategie di diversificazione dei ricavi, di gestione della liquidità, di investimento in tecnologia ed innovazione e le capacità di gestione dei crediti con segni di deterioramento, è possibile affermare che un maggior livello di dissimilarità in questi termini, per i due partner, porta a livelli di performance post-M&A maggiori.

Questi risultati evidenziano quindi come tali aspetti strategici influenzano positivamente le performance, ma arrivati a questo punto è bene ragionare anche sulle competenze del top management della banca Bidder, il quale deve essere in grado di gestire tali differenze prevedendo un processo di integrazione post-M&A delle due controparti. Come riportato nel paragrafo “Integrazione”, infatti, il processo integrativo delle due controparti è molto importante poiché deve essere pianificato anticipatamente per eliminare tutti i possibili attriti che potrebbero nascere dall’unificazione di due realtà inizialmente disgiunte e se tale fase dovesse fallire potrebbe erodere tutti i vantaggi che si erano ipotizzati e valutati precedentemente.

In conclusione, i risultati di questo semplice studio hanno evidenziato quali sono gli aspetti strategici di cui una banca deve tener conto, nella ricerca del Target ideale, al fine di generare livelli di performance post-M&A superiori.

BIBLIOGRAFIA

Acharya, S. (1988). *A generalised econometric model and test of signalling hypothesis with two discrete signals*. Journal of Finance, 43, 413-429.

Altubans, Y. & Marques, D. (2008) *Mergers and Acquisitions and bank performance in Europe: The role of strategic similarities*. Journal of Economics and Business, 204-222

Beitel P. & Schiereck D. (2006). *Value creation of domestic and cross-border M&A in the European Banking market*. ICFAI Journal of Mergers & Acquisitions, 3, 7-29.

Boccardelli, P., Peruffo, E., Tsirkuleva, A. (2021). *Too Big to Gain? Quanto contano le dimensioni per la redditività delle banche europee*. Luiss Business School

Caroli Matteo Giuliano (2020). *Gestione delle imprese internazionali*. IV edizione. McGraw-Hill Education

Clark, K. and Ofek, E. (1994). *Mergers as a means of restructuring distressed firms: an empirical investigation*. Journal of Financial and Quantitative Analysis 29, 541-566

DeLong, G. (2001). *Stockholder gains from focusing versus diversifying bank mergers*. Journal of financial economics, pag. 221-252

Demsetz, R. & Strahan, R. (1997). *Diversification, size and risk at bank holding companies*. Journal of Money Credit and Banking, 29, 300-313

Deng, E.m & Elyasiani, E. (2005). *Geographic diversification and BHC return and risk performance*. Temple University Working Paper, 1-35

- Dess, G. G., & Davis, P.S. (1984). Porter's generic strategies as determinants of strategic group membership and organizational performance. *Academy of Management Journal*, 27, 467-488
- Fontana F., Boccardelli P. (2015) *Corporate strategy: una prospettiva organizzativa e finanziaria per la crescita*. U. Hoepli
- G. Costa, P. Gubitta (2004) *Organizzazione Aziendale. Mercati, gerarchie e convenzioni*, McGraw-Hill
- Ghosh, A. (2001). *Does operating performance really improve following corporate acquisitions?* *Journal of Corporate Finance* 7, 151-178
- Grant, Robert M. (1998) "Analyzing resources and capabilities". *Contemporary Strategy Analysis: Concepts, Techniques, Applications* (3rd ed.). pp. 105–140
- Harford, J. (1999). Corporate cash reserves and acquisitions. *Journal of Finance* 54, 1969-1998
- Harrison, J. S., Hall, E. H., Nargundkar, R. (1993) *Resource allocation as an outcropping of strategic consistency: performance implications*. *Academy of Management Journal*, 1026-1051
- Harrison, J.S. (1991). *Synergies and post-acquisition performance: Difference versus similarities in resource allocations*. *Journal of Management*, 173-190.
- Healy, P.J., Palepu, K.G., Ruback, R.S. (1992). Does corporate performance improve after mergers? *Journal of Financial Economics* 31, 135-175
- Houston, J.H. & Ryngaert, M. (1994). *The overall gains from large bank mergers*. *Journal of Banking and Finance*, pag. 1155-1176

Jensen, M., 1986, "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers.," *American Economic Review* 76, 323-329

Linn, S.C. and Switzer, J.A. (2001). Are cash acquisitions associated with better postcombination operating performance than stock acquisitions? *Journal of Banking and Finance* 6, 1113-1138

Lipczynski J., Wilson J., Goddard J. (2016) *Economia industriale. Concorrenza, strategie e politiche pubbliche*. Pearson, pp. 265 e ss.
Luigi Riva (2021) *L'obbligo della crescita per competere con successo*. Il sole 24 ore

Marina Martynova, Sjoerd Oosting, Luc Renneboog, 2006, The long term operating performance of european merger and acquisition, Working paper European Corporate Governance Institute

Markides, C. (1992). *Consequences of corporate refocusing: Ex Ante evidence*. *The Academy of Management Journal*, 35, 398-412

Moeller, S., Schlingemann, F. and Stulz, R. (2004) Firm Size and the Gains from Acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 73, 201-228

Montalenti P. (1991). Il leveraged buyout, Giuffrè Ed., pp. 18 e ss

Mueller D.C. (1989). Mergers: causes, effects and policies. *International Journal of Industrial Organization*, Vol. 7, Issue 1, p. 1,

Paolo Boccardelli (2020). Too big to gain? Chi guadagna dalle fusioni nel settore bancario. *Repubblica Affari & Finanza*

Passera C. (2009). *Il processo di concentrazione del sistema bancario*, Treccani.it

Ramaswamy, K. (1997). *The performance impact of strategic similarity in horizontal mergers: evidence from the US banking industry*. *Academy of Management Journal*, 40, 697-715

Ross, S. A. (1977). *The determinants of financial structure: The incentive-signalling approach*. The Bell Journal of Applied Corporate Finance, 8, 23-40.

Schinelotto Marco & Pegoraro Alessandro (2009) *Le operazioni di M&A come strumento di vantaggio competitivo*, RiViSTA n.3, pag. 19 e ss

Switzer, J.A. (1996). *Evidence on real gains in corporate acquisitions*. Journal of Economics and Business 48, 443-460

Vennet, R. V. (2002) *Cross-border mergers in European Banking and bank efficiency*. Foreign direct investment in the real and financial sector of industrial countries, 295-315

SITOGRAFIA

<http://www.infovaluation.it/it/blog/item?id=18>
<https://login.bvdinfo.com/R0/BankFocus>
<https://login.bvdinfo.com/R0/ZephyrNeo>
<https://sdw.ecb.europa.eu>
<https://st.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/100-parole/Economia/L/lbo-leveraged-buy-out.shtml>
<https://www.agcm.it/chi-siamo/normativa/legge-10-ottobre-1990-n-287-norme-per-la-tutela-della-concorrenza-e-del-mercato>
<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/acquisizione-impresa.htm>
<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/opa.htm>
<https://www.consob.it/web/area-pubblica/tuf-e-regolamenti-consob>
https://www.ilsole24ore.com/art/l-obbligo-crescita-competere-successo-ADQgA0y?refresh_ce=1
https://www.marchegianonline.net/appro/appro_733.htm
<https://www.stata.com>
https://www.treccani.it/enciclopedia/acquisizione_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/
<https://www.treccani.it/enciclopedia/fusione-di-societa/>
<https://www.worldbank.org/en/home>

ABSTRACT

L'elaborato in questione fornisce un'analisi della relazione tra performance post-M&A e similarità per il settore bancario europeo. Il lavoro prende spunto dalla volontà di scoprire se e come il livello di similarità tra le banche coinvolte in un'operazione di M&A possa incidere sulle performance post-fusione. Pertanto, l'analisi è stata strutturata nel seguente modo.

Nel primo capitolo viene fornita una panoramica sulle operazioni di M&A. Si parte dalla definizione di fusione e acquisizione, per poi analizzare le varie fasi di cui si compongono tali operazioni. Successivamente, si presentano le diverse fonti di sinergie realizzabili con un'M&A ed in ultimo si descrivono i possibili vantaggi e gli svantaggi di intraprendere tali operazioni.

Nel secondo capitolo viene esaminato il concetto di Strategic Fit, fornendo una definizione dello stesso e presentando diversi studi di Corporate Strategies. Infine, si fornisce una definizione del concetto di similarità strategica, utilizzata poi per il resto dell'elaborato.

Nel terzo capitolo, vista l'importanza che hanno assunto le M&A per le banche di tutto il mondo, si trattano le fusioni e acquisizioni esclusivamente in ambito bancario. Si descrive quindi il processo di consolidamento del settore bancario europeo, le diverse strategie di crescita per un istituto bancario ed infine le motivazioni economiche ed extraeconomiche che spingono il management ad intraprendere la strada di un'M&A.

Nel quarto capitolo si entra nel vivo della ricerca, con una prima descrizione del processo di ricerca, selezione ed elaborazione dei dati,

seguita da una dettagliata spiegazione del modello matematico utilizzato ed una descrizione di ogni singola variabile contenuta nel modello.

Nel quinto capitolo si presentano i risultati della ricerca, partendo dalle Analisi Descrittive, proseguendo con la Matrice di Correlazione delle variabili e concludendo con l'Analisi di Regressione.

Nel sesto ed ultimo capitolo viene fornito un commento dei risultati con la letteratura a supporto, evidenziando se la similarità delle variabili strategiche impattano sulle performance ed in che modo.

Scendendo maggiormente nello specifico, il lavoro viene aperto con un'analisi delle fusioni e delle acquisizioni. Entrambe sono classificate come operazioni di finanza straordinaria e portano alla modifica dell'assetto proprietario di due o più aziende. Nel corso degli anni le differenze tra queste due operazioni sono andate man mano ad assottigliarsi, tant'è che oggi in molti casi vengono utilizzate all'unisono. Nella fusione si ha una compenetrazione di imprese e possiamo distinguere due principali modalità di fusione: la fusione propria (o per unione) e la fusione per incorporazione. Nel caso della fusione propria, le società coinvolte nell'operazione vengono sciolte ed i loro patrimoni vengono assorbiti da una nuova società costituita ad hoc, mentre nella fusione per incorporazione il patrimonio della società incorporata passa in quello della società incorporante, la quale subentra a tutti i rapporti giuridici. Rimanendo nel tema delle fusioni per incorporazione, è importante poi distinguere le operazioni in base al collegamento che sussiste tra le società coinvolte. Possiamo distinguere tra fusione verticale, ovvero quando le imprese operano in fasi differenti della filiera produttiva, fusione orizzontale, quando le due realtà realizzano gli stessi prodotti/servizi e sono tra loro competitor, e fusione conglomerale, quando le imprese coinvolte appartengono a settori non correlati ed

offrono prodotti/servizi differenti. Nel caso dell'acquisizione invece, un'impresa diventa proprietaria di una partecipazione di controllo di un'altra società. Tale partecipazione può essere definita totalitaria, nel caso preveda l'acquisizione della totalità delle attività aziendali, di maggioranza, qual ora la partecipazione superi il 50% del capitale sociale dell'impresa target, oppure di controllo, quando la partecipazione non è di maggioranza ma garantisce comunque il controllo sulla partecipata. Le modalità più frequenti per realizzare operazioni di acquisizione sono l'OPA (Offerta Pubblica di Acquisto), l'Acquisizione Tout Court e il Leverage Buy Out (LBO).

Passando all'analisi delle M&A, possiamo quindi affermare che tali operazioni portano alla creazione di una nuova entità formata dall'unione di due o più imprese o dall'acquisto di un'impresa da parte di un'altra. Sono operazioni attuate per giungere a diversi obiettivi, tra i quali una crescita della quota di mercato, lo sviluppo di tecnologie o semplicemente una diversificazione del rischio. Generalmente tali operazioni sono preferite rispetto ad una crescita organica (o interna) poiché sono più veloci, ma allo stesso tempo non bisogna sottovalutare i rischi e le difficoltà di tali operazioni, che possono sorgere nelle diverse fasi in cui si sviluppa l'operazione. Per riuscire a prevenire e limitare questi rischi è importante definire le diverse fasi dell'operazione e le loro caratteristiche. Si parte da una prima fase di selezione, in cui si definiscono gli obiettivi dell'operazione e le caratteristiche necessarie del Target da acquisire, si analizza il settore di riferimento e si individua quindi un ristretto numero di possibili Target. Si scartano poi le imprese "non prioritarie", ovvero quelle che non posseggono un "fit" adeguato con l'impresa Bidder, fino ad arrivare alla selezione del Target ideale. Si procede poi con la seconda fase di "Valutazione", volta appunto a

definire un valore idoneo della società Target. Tale valutazione tiene conto sia degli elementi caratteristici dell'impresa (posizione competitiva, quota di mercato, risorse, tecnologie, know-how ecc.), sia del valore "soggettivo" calcolato in base alla quantificazione delle possibili sinergie realizzabili tra impresa Bidder e Target. Questa fase permette all'acquirente di poter stimare un range di prezzo attorno al quale avviare la terza fase di "Negoziazione". A questo punto si avviano i primi contatti tra le società ed il rapporto tra le parti viene formalizzato attraverso una lettera di confidenzialità. Si procede quindi con la due diligence che riguarda "una serie di aspetti che incidono sulla redditività, sulla solidità e quindi sul valore dell'azienda e può essere suddivisa in due macro categorie: il business audit, cioè l'esame sistematico di tutti gli aspetti inerenti l'attività tipica dell'impresa, e la due diligence contabile, fiscale, legale". Nella fase finale della due diligence con la definizione degli aspetti economici, gestionali e legali ottenuti dalla negoziazione si arriva alla chiusura del contratto definitivo (closing) e alla formulazione del contratto di compravendita. Tale contratto, oltre al prezzo, contiene anche altri aspetti della negoziazione come: le garanzie fornite alla società venditrice ed i patti parasociali (ovvero documenti ufficiali che regolano: il comportamento dei soci, la definizione degli assetti proprietari o il governo della società). La compravendita a questo punto si può considerare conclusa, ma rimane l'ultima fase di "integrazione" post-acquisizione. Quest'ultimo passo riveste un ruolo molto importante per il successo dell'M&A, in quanto sebbene l'operazione "su carta" possa portare ad importanti sinergie, nella realtà tale valore può essere eroso da una mala gestione post-integrazione del management. Per scongiurare tali problematiche, è importante che il management identifichi anticipatamente le diverse culture all'interno delle due

aziende, le possibili barriere all'integrazione ed i vantaggi e svantaggi che l'integrazione porterà. Arrivati a questo punto è chiaro che le ragioni che spingono le società ad intraprendere operazioni di M&A sono legate alla possibilità di ottenere risorse e competenze specifiche e sfruttarle tramite la realizzazione di sinergie al fine di acquisire un vantaggio competitivo. Purtroppo, però, molti manager rimangono abbagliati dagli elementi vantaggiosi che risaltano a prima vista, senza tener conto delle caratteristiche "negative" di queste operazioni. È quindi molto importante che il management abbia un quadro ben chiaro di quali sono i vantaggi e gli svantaggi di intraprendere un'operazione di M&A, poiché proprio questi ultimi se non gestiti correttamente potrebbero portare ad un fallimento dell'operazione con una remissione per la società bidder ed i suoi stakeholder. Mentre i principali vantaggi riguardano la velocità di crescita rispetto alle linee interne, la riduzione dei costi di produzione e/o la maggiore efficienza, la riduzione del costo del capitale, la riduzione dell'imposizione fiscale e in alcuni casi la riduzione della concorrenza, è importante in questo caso concentrarsi sugli svantaggi. Tra le principali difficoltà generalmente riscontrate dai manager abbiamo, l'errata stima della società target nella fase di valutazione (sia nella valutazione degli elementi caratteristici dell'impresa, sia nella valutazione "soggettiva"), il costo elevato dell'operazione dovuto a diverse motivazioni quali ad esempio: una difesa da parte della società Target in caso di un'acquisizione ostile, oppure alla cosiddetta "Maledizione del vincitore" nei casi in cui un'eccessiva attenzione nei confronti dell'obiettivo porta ad una battaglia al rialzo che finisce con la definizione di un prezzo di acquisto maggiore rispetto all'effettivo valore. Tra le altre difficoltà riscontrate ci sono anche quelle dovute alla gestione, poiché la società risultante dalla M&A avrà dimensioni

nettamente maggiori le quali comporteranno anche maggiori difficoltà in termini amministrativi, organizzativi e finanziari, e quelle dovute all'integrazione in quanto l'unione di due società con diverse culture può portare ad attriti ed inefficienze.

Definite le M&A e le loro caratteristiche, è utile concentrarsi ora sul concetto di Strategic Fit per comprendere meglio i passaggi successivi. Una prima definizione può essere ripresa da Robert M. Grant secondo cui "Lo strategic fit esprime il grado con cui un'impresa combina le sue risorse e competenze con le opportunità dell'ambiente esterno. [...] Lo strategic fit è collegato alla resource-based-view dell'impresa la quale suggerisce che la chiave per la profittabilità non risiede solo nel posizionamento o nella scelta del settore, ma anche in un'analisi interna che punta ad utilizzare le risorse e le competenze in possesso in maniera unica. La combinazione unica di tali risorse e competenze, se sfruttata nel giusto modo può trasformarsi in un vantaggio competitivo per l'impresa". Secondo tale definizione, il fit strategico descrive l'impresa ed il suo posizionamento nell'ambiente esterno e può essere quindi utile per valutare eventuali opportunità di M&A. Rimane ora da capire se e come il fit strategico può influire sulle performance post-M&A. Gli studiosi di Corporate Strategies hanno da sempre riconosciuto la similarità, tra partner coinvolti in un M&A, come un fattore critico per il successo o il fallimento dell'operazione. Sono stati effettuati molti studi riguardanti l'impatto della M&A sulle performance, ma possiamo affermare che la letteratura non sia in completo accordo sulle conclusioni. Possiamo dividere tali risultati in tre diversi gruppi: gli studi che sostengono che le M&A portano ad un deterioramento delle performance, quelli che invece sostengono che portano ad un miglioramento delle performance, ed infine quelli che non riscontrano un

cambiamento. Il filo conduttore di questi tre diversi gruppi è proprio il grado di similarità tra le imprese coinvolte nelle M&A. Nel primo gruppo, composto dai lavori di Houston, Ryngaert e De Long, si riscontra un'erosione del valore per gli azionisti dovuto a differenze strategiche in termini di paese o prodotto offerto dalle banche coinvolte nell'operazione di M&A. Nel secondo gruppo, composto dai lavori di Healy, Palepu, Ruback e Switzer, si riscontra un aumento dei livelli di performance post-M&A, dovuto ai benefici derivanti dall'instaurazione di sinergie tra i partner simili strategicamente. Ed infine, il terzo gruppo, composto dai lavori di Deng e Elyasiani, afferma che con la diversificazione geografica non vi sono effetti significativi sulla creazione di valore. Come si può notare, ci sono molti studi riguardanti le M&A ed il concetto di Strategic Fit, ognuno dei quali va ad analizzare diverse sfaccettature delle imprese e dei loro mercati. Tali risultati però non permettono di trarre nessuna conclusione certa, è interessante quindi approfondire questi studi, in modo da comprendere meglio la relazione tra similarità e performance post fusione. Rimanendo sul concetto di similarità, è interessante analizzare singolarmente alcune caratteristiche strategiche, delle imprese coinvolte nelle M&A, al fine di evidenziare gli effetti che hanno sulle performance. Partendo dalla similarità del business tra Bidder e Target è possibile citare i lavori di Healy, Heron e Lie, i quali hanno evidenziato una riduzione delle performance nel caso in cui le due controparti operino in settori differenti, motivando tali risultati con l'emergere di problemi legati all'integrazione di due realtà completamente differenti. Un'altra caratteristica da analizzare riguarda il livello di liquidità, citando i lavori di Harford e Jensen, in un'impresa un più alto livello di liquidità dovrebbe portare a performance inferiori. Analizzando però il livello di similarità tra Bidder e Target per questa variabile, è possibile notare come

maggiore è la diversità tra le due entità, maggiori sono i livelli di performance post-fusione, poiché l'entità risultante dalla M&A sfrutterà le competenze gestionali che possiede (l'impresa con la percentuale di liquidità inferiore) per ridurre il livello di liquidità complessivo.

Un'altra variabile da tenere in considerazione riguarda la dimensione e la nazionalità dell'impresa Target. Se da un lato acquisire un Target di grandi dimensioni può portare a sinergie e ad economie maggiori, dall'altro può comportare difficoltà di integrazione. Stessa cosa vale per la nazionalità, un Target operante in un altro paese può portare vantaggi in termini di espansione del business all'estero, ma ciò comporterà difficoltà di integrazione dovute a norme e culture differenti.

Prima di entrare nel vivo dell'analisi empirica, è opportuno soffermarsi brevemente sulle M&A specificatamente nel settore bancario, iniziando dal processo di consolidamento partito negli anni Novanta. A partire dal 1990 circa in Europa si è assistito ad un mutamento del settore bancario, il quale è stato caratterizzato da un processo di consolidamento. Le motivazioni che hanno dato vita a questo processo sono diverse, ma le più importanti riguardano la globalizzazione, la deregolamentazione finanziaria, l'innovazione tecnologica e l'integrazione dei mercati europei con l'introduzione della moneta unica. La globalizzazione è stato l'elemento chiave per lo sviluppo di tale processo di consolidamento, ha infatti permesso di rimuovere le barriere fisiche tra i diversi paesi, dando il via alla crescente integrazione dei mercati europei. Si è poi assistito ad una deregolamentazione nel settore bancario europeo, con l'obiettivo di armonizzare i mercati e liberalizzare il settore creditizio. Infine, il progresso tecnologico ha avuto un ruolo primario nella riduzione dei costi, nel miglioramento e nell'ampliamento dei servizi offerti. L'insieme di questi elementi ha portato ad un innalzamento del grado di

concorrenza, la quale ha spinto le istituzioni finanziarie ad aumentare la propria dimensione ed efficienza, rendendo quindi il processo di consolidamento “obbligatorio”. Dal 1999 al 2021 il numero di banche dell’Unione Europea (UE) si è ridotto del 2,0% medio annuo, passando da quasi 8900 a poco meno di 5300 (-40,5%), secondo i dati della BCE (Banca Centrale Europea). Il ricorso ad operazioni di M&A ha trasformato quindi la struttura del mercato bancario europeo, caratterizzato ora da un minor numero di istituti con dimensioni e quote di mercato maggiori, che a loro volta hanno portato ad una maggiore concentrazione dello stesso. È quindi importante sottolineare come tale consolidamento abbia permesso alle banche di ottenere buone performance reddituali e soprattutto di resistere nei periodi di crisi poiché gli istituti più deboli sono stati acquisiti da quelli più solidi, evitando quindi il fallimento di molte piccole banche. Analizzando le motivazioni che hanno spinto gli istituti bancari ad intraprendere la via del consolidamento, per semplicità, possiamo dividerle in economiche e non economiche e mentre le prime sono legate alla creazione di valore per gli shareholders, le seconde sono legate agli interessi propri del management. Tra le motivazioni economiche, che spingono il management ad intraprendere la via dell’M&A, abbiamo il raggiungimento di un miglior livello di efficienza, l’ottenimento di maggior potere di mercato ed in alcuni casi una diversificazione dei rischi. Per quanto riguarda invece le motivazioni non economiche, si intendono tutte quelle decisioni prese dal management che non rispecchiano a pieno gli interessi della proprietà e quindi degli shareholder. Parliamo del problema dell’agenzia, guidato da interessi legati ad una più alta remunerazione, maggior prestigio e una più bassa possibilità di fallimento. Tali comportamenti però possono essere evitati

con una corretta pianificazione delle politiche di remunerazione del top management, ad esempio indicizzandone una parte alla performance aziendale e non alla dimensione.

Inquadrato il contesto teorico, possiamo ora entrare nel vivo dell'analisi svolta. La ricerca si basa su dati estratti dai database Zephyr e Bank Focus di Moody's Analytics, tra ottobre 2021 e maggio 2022. Il dataset iniziale consiste in più di 15.000 osservazioni di 500 M&A europee avvenute tra il 2009 ed il 2020. Tali dati sono poi stati "puliti" in base alle esigenze del progetto, arrivando così a definire un campione finale di 103 M&A avvenute tra il 2012 ed il 2019. Dopo aver raccolto i dati delle M&A nel settore bancario, per ogni singola banca oggetto di M&A sono stati raccolti dati contabili utili alla creazione delle diverse variabili. Successivamente a tale creazione si è proceduto con l'analisi di similarità delle variabili per ogni coppia di banche. A questo punto, si era formato un campione contenente la variabile dipendente, le variabili di controllo e le similarità, tra Bidder e Target, delle variabili strategiche per ogni M&A avvenuta nel settore bancario europeo tra il 2012 ed il 2019. Si è quindi utilizzato tale campione per svolgere le analisi: descrittive, di correlazione e di regressione con il programma Stata. Al fine di analizzare la relazione esistente tra la variabile dipendente (performance) e quelle indipendenti, e verificare quali fattori condizionano questa relazione, è stato ripreso il modello matematico utilizzato da Ramaswamy con il quale si analizza l'impatto delle M&A sulle performance in base alla similarità esistente tra impresa target e bidder. Il modello si basa sulla relazione tra i cambiamenti di performance pre e post fusione ed una serie di variabili di controllo e strategiche. La variabile dipendente scelta è quindi la variazione delle performance (ΔROE), misurata come la differenza tra il ROE della banca Bidder post-

M&A (2 anni dopo l'operazione) ed il ROE pesato tra Bidder e Target pre-M&A. Nell'altra parte dell'equazione troviamo invece, le variabili di controllo e la similarità delle variabili strategiche. Tra le variabili di controllo abbiamo il PIL del paese in cui ha sede la banca (*Country GDP*), utilizzata per analizzare se la crescita economica all'interno del paese nell'anno della fusione ha influenzato la variazione delle performance, la performance pre-operazione della banca Bidder (*Bidder Performance*), creata recuperando i dati del ROE del Bidder pre-M&A, e la relazione delle dimensioni tra la banca Bidder e Target (*Relative Size*) calcolata rapportando i Total Asset della banca Target ai Total Asset della banca Bidder. Per misurare le similarità strategiche delle banche coinvolte nelle M&A sono state create diverse variabili. Le prime due variabili da analizzare sono la *Diversity of Earnings* e la *Off Balance Sheet Activity*. La prima punta ad analizzare la strategia di diversificazione dei ricavi, ovvero pone l'accento sulle fonti di reddito che differiscono dai ricavi provenienti dagli interessi netti. La seconda variabile invece, analizza il peso della attività "fuori bilancio" sulle Attività Totali. Nel caso in cui non ci siano grandi difficoltà nell'integrazione tra i due partner coinvolti nella M&A, da entrambe queste variabili ci si aspetta una correlazione positiva con le performance, poiché tali dissimilarità possono dare accesso ad innovazioni finanziarie e nuove fonti di reddito. Ci sono poi tre variabili da analizzare insieme, le quali esaminano i profili di rischio di credito della banca e il rapporto prestiti/depositi e sono la *Credit Risk*, la *Deposit Activity* e la *Loan Ratio*. La strategia del rischio di credito analizza il peso degli accantonamenti per perdite sui crediti rispetto ai ricavi generati dagli interessi. La variabile *Deposit Activity* è utilizzata per analizzare la liquidità di una banca. Qual ora il rapporto fosse troppo alto

significherebbe che la banca potrebbe non disporre di liquidità sufficiente per coprire eventuali imprevisti, viceversa in caso di rapporto troppo basso la banca potrebbe non guadagnare quanto potrebbe. In ultimo, la variabile Loan Ratio analizza il peso dei prestiti sulle attività totali. Nel caso in cui l'obiettivo della M&A sia quello di creare economie di scala o un'integrazione dei costi, da queste tre variabili ci si aspetta una relazione negativa con il ΔROE , poiché grandi differenze sotto il profilo della strategia del rischio o della qualità degli asset possono portare a difficoltà nell'integrazione e ad elevati costi di gestione della stessa. Un'altra variabile utilizzata tiene conto del rapporto costi/entrate, stiamo parlando della variabile *Efficiency*. La relazione che ci si aspetta tra questa variabile ed il ΔROE , almeno nel breve termine, è negativa poiché l'unione di due banche con strategie di costi differenti potrebbe portare a difficoltà di integrazione e quindi ad una riduzione delle performance, viceversa l'unione di due banche efficienti e con strategie di costi simili, dopo un primo periodo di "assestamento", potrebbe portare ad un miglioramento delle performance grazie allo sfruttamento di economie di scala e scopo derivanti dall'operazione. La variabile *Liquidity* analizza la liquidità ed è misurata attraverso il rapporto tra Attività Liquide ed il Totale dei Depositi. In questo caso ci si aspetta una relazione positiva con il ΔROE , poiché mantenere un elevato livello di liquidità comporta costi importanti; quindi, l'unione tra due banche con differenti gestioni della liquidità potrebbe portare ad un miglioramento generale dell'amministrazione della liquidità e quindi a migliori performance. Una delle ultime variabili analizzate è la *Other Expenses* (TECH), ovvero la variabile che permette di valutare i livelli di tecnologia e innovazione della banca. Come nel caso della variabile Liquidity, una dissimilarità tra le due banche partecipanti alla M&A potrebbe portare ad un

miglioramento del *ROE*, in quanto la banca con un livello di tecnologia e innovazione inferiore potrebbe giovare degli investimenti effettuati dalla controparte attraverso un ritorno in termini di economie di scala o scopo. Non resta che presentare le ultime due variabili, ovvero la variabile *NPL Ratio* (o Non Performing Loans Ratio) e la Migration Rate (o *Tasso di migrazione*). Entrambe le variabili analizzano la gestione del credito in una banca, però mentre la variabile *NPL Ratio* tiene conto dei crediti già classificati “Deteriorati”, il Tasso di migrazione “riguarda la capacità della banca di gestire un prestito con segni di deterioramento, tentando di recuperarlo o cederlo prima che perda considerevole valore”. Anche per queste due variabili ci si aspetta una relazione positiva con le Performance, poiché in caso di dissimilarità le competenze della banca con un minor tasso di *NPL* (o con un maggior Tasso di Migrazione) possono essere trasferite alla controparte, generando un miglioramento delle performance. Descritto il modello matematico e le variabili utilizzate, si possono presentare i risultati ottenuti.

Dall’analisi descrittiva si può subito notare come la dimensione dei Bidder, calcolata attraverso il logaritmo dei Total asset, superi quella dei Target e la stessa cosa può essere confermata per le variabili Efficiency e Tasso di Migrazione. Per quanto riguarda invece i valori riguardanti la diversificazione delle fonti di reddito, la Loan Ratio, il profilo di rischio e gli investimenti in tecnologia ed innovazione, i Target sembrano comportarsi “meglio”. Abbiamo quindi un quadro generale formato da Bidder generalmente più grandi, più efficienti e con migliori capacità nella gestione e selezione dei crediti. Mentre invece, per quanto riguarda i Target, abbiamo banche più piccole, con migliori profili di rischio, con fonti di reddito più diversificate e con maggiori investimenti in tecnologie. Rimanendo nell’analisi descrittiva ed analizzando i valori

della variabile Performance Change (ΔROE), risulta chiaro un miglioramento dei livelli di performance nella fase post-M&A con una media del 2,28%, andando quindi a contrastare i risultati degli studi americani che nella maggior parte dei casi riportano risultati negativi.

Prima di passare ai risultati dell'analisi di regressione, è importante mettere il lettore a conoscenza del fatto che le variabili *Deposit Activity*, *Efficiency* ed *NPL Ratio* sono state eliminate poiche nella matrice di correlazione risultavano altamente correlate rispettivamente con le variabili *Liquidity*, *Other Expenses* e *Tasso di Migrazione*. Quindi per evitare interferenze nell'analisi di regressione è stato deciso di escluderle dal modello.

Rimangono ora da presentare i risultati dell'analisi di regressione, che permetterà al lettore di comprendere gli effetti della similarità sulle performance post-M&A. Iniziando dalle variabili di controllo, soltanto la *Relative Size* e la *Bidder Performance* sono significative statisticamente e quindi considerabili. Per quanto riguarda la prima, si confermano le aspettative di Altubans & Marques poiche risulta correlata negativamente con le performance. I risultati confermano quindi che l'acquisizione di un Target di maggiori dimensioni porta ad una riduzione delle performance post-M&A. Per quanto riguarda invece i risultati della seconda variabile di controllo (*Bidder Performance*) è possibile notare come anche questa sia correlata negativamente alle performance e quindi conferma le aspettative di Vennet. I risultati evidenziano come maggiori performance del Bidder precedenti alla M&A generino performance post-M&A peggiori. Tale affermazione è confermata anche da Ramaswamy secondo cui almeno nei primi anni post-M&A vi è un bilanciamento tra i livelli di performance della banca Bidder e quelli della banca Target. Quindi maggiori saranno le performance del Bidder pre-

M&A, maggiore sarà l'effetto dovuto al "bilanciamento" nei primi anni dall'operazione.

È possibile ora continuare con le variabili strategiche. Per quanto riguarda la variabile *Diversity of Earnings*, si possono confermare le aspettative di Harrison vista la relazione positiva con le performance. Tale variabile analizza la strategia di diversificazione dei ricavi e visti i risultati dell'analisi di regressione, è possibile confermare che maggiori sono le disuguaglianze tra le due banche nelle strategie di diversificazione dei ricavi e maggiori saranno le performance post M&A. È evidente, dunque, come l'unione di due banche con fonti di reddito differenti permetta alla banca risultante dalla M&A di giovare di tale varietà, permettendogli di sfruttarle a pieno per aumentare i livelli di performance. Esaminando la variabile *Loan Ratio*, si riscontra una relazione negativa con le performance. Ciò indica che ad una maggiore disuguaglianza nella composizione degli asset consegue un minor livello di performance. Quindi se l'obiettivo del management è quello di ricercare economie di scala ed un'integrazione dei costi, è normale riscontrare una relazione negativa tra la variabile e le performance, poiché grandi differenze nella composizione degli asset possono portare a difficoltà di integrazione tra le due realtà o a costi di gestione elevati, andando quindi ad erodere i benefici delle economie di scala. Per la variabile *Liquidity* troviamo una relazione positiva con le performance. Questa variabile indica il livello delle attività liquide della banca e visto che la gestione di elevati livelli di liquidità comporta costi importanti, i risultati ottenuti sono giustificati dal fatto che l'unione tra due banche con diverse strategie di gestione della liquidità porta ad un miglioramento dell'amministrazione complessiva della liquidità nella banca risultante post-M&A e di conseguenza ad un aumento dei livelli di performance.

Una delle ultime variabili da analizzare è la *Other Expenses*, anche in questo caso ci troviamo di fronte ad una relazione positiva con le performance, quindi come nel caso delle *Liquidity*, una maggiore dissomiglianza nelle strategie di investimento porta ad un migliore livello di performance. Ciò è possibile in quanto gli investimenti in tecnologia ed innovazione portano generalmente a maggiori livelli di efficienza e performance e tali tecnologie ed innovazioni (nel caso di una M&A) possono essere trasferite alla controparte dell'operazione senza eccessive difficoltà. Abbiamo quindi due realtà che si uniscono mettendo in comune tutti gli asset e tra questi anche le tecnologie acquistate, le quali permettono alla banca risultante post-M&A di aumentare i livelli di efficienza e performance. Infine, l'ultima variabile da esaminare è il *Tasso di migrazione*. Questa variabile indica la capacità della banca di gestire prestiti con segni di deterioramento. Anche in questo caso, maggiori livelli di performance sono generati da maggiori dissimilarità riguardanti questa variabile. Ciò avviene perché il Tasso di migrazione va concepito come una competenza interna alla banca che può essere trasferita alla controparte in caso di M&A.

Analizzate tutte le variabili e le relazioni risultanti tra similarità e performance, è possibile definire il quadro complessivo. Al fine di aumentare le performance post-M&A il management delle banche Bidder deve orientarsi su partner che operano con strategie differenti in termini di diversificazione dei ricavi, di gestione della liquidità, di gestione dei crediti con segni di deterioramento e invece con strategie molto simili per quanto riguarda la composizione degli asset (Loan Ratio).

Prima di concludere, visti i risultati ottenuti con le diverse analisi effettuate, è bene ragionare anche sulle competenze del top management

della banca Bidder, il quale deve essere in grado di gestire le differenze tra le imprese, prevedendo un processo di integrazione post-M&A delle due controparti. Il processo integrativo, infatti, è molto importante poiché deve essere pianificato anticipatamente per eliminare tutti i possibili attriti che potrebbero nascere dall'unificazione di due realtà inizialmente disgiunte, poiché se tale fase dovesse fallire potrebbe erodere tutti i vantaggi che si erano ipotizzati e valutati precedentemente. In conclusione, i risultati di questo semplice studio hanno evidenziato quali sono gli aspetti strategici di cui una banca deve tener conto, nella ricerca del Target ideale, al fine di generare livelli di performance post-M&A superiori.