



Dipartimento di  
Economia e Finanza

Cattedra di Finanza Aziendale Avanzato

## “La valutazione delle banche nei nuovi scenari competitivi: il caso Carige-BPER”

Prof. Arturo Capasso

---

RELATORE

Prof. Saverio Massi Benedetti

---

CORRELATORE

Francesco Vincenzi

---

CANDIDATO



# INDICE

Introduzione.....	2
Capitolo 1: le fusioni nel settore bancario .....	4
1.1    La fusione: inquadramento giuridico .....	4
1.2    Perché le banche si fondono.....	10
1.2.1    Obiettivi .....	11
1.2.2    Aspetti critici .....	14
1.3    evoluzione del consolidamento bancario .....	17
Capitolo 2: la valutazione stand alone .....	24
2.1    I criteri finanziari .....	27
2.1.1    Il Discounted Cash Flow: FCFE e FCFE.....	28
2.1.2    Il Dividend Discount Model.....	41
2.2    I metodi comparativi .....	42
2.3    Gli altri metodi: patrimoniale, reddituale e misto .....	46
Capitolo 3: la valutazione delle banche .....	50
3.1    I metodi finanziari: la variante Excess Capital.....	50
3.2    L'analisi di regressione .....	58
3.3    L'approccio della somma delle parti .....	62
3.4    Le sinergie: i nuovi scenari competitivi .....	64
3.4.1    L'impatto del Digital Banking.....	65
3.4.2    I criteri ESG.....	68
Capitolo 4: il caso Carige-BPER .....	72
4.1    BPER .....	72
4.2    CARIGE .....	77
4.3    Dinamica e struttura dell'operazione .....	82
4.4    La valutazione: il rapporto di Cambio .....	85
4.5    Le prospettive future per il gruppo BPER: il piano industriale.....	91
Conclusioni.....	97
Bibliografia.....	100
Sitografia .....	104
Riassunto .....	105

## Introduzione

Negli ultimi decenni, il settore bancario ha subito profonde trasformazioni. L'introduzione del modello di banca universale ha aperto la strada a un aumento significativo delle operazioni di fusione e acquisizione (M&A) nel settore bancario.

La deregolamentazione, che ha caratterizzato il sistema bancario dagli anni '90 al 2008, ha consentito agli enti creditizi di diversificare e ampliare le loro attività, determinando l'intensificazione delle strategie di crescita esterna.

Il fenomeno della globalizzazione ha ampliato le opportunità di espansione delle banche al di là dei confini nazionali. Le banche hanno cercato di acquisire istituti di credito in nuovi mercati o di stabilire filiali e succursali all'estero per raggiungere nuovi clienti e sfruttare le economie di scala. La globalizzazione ha reso il settore finanziario più competitivo, spingendo le banche a cercare strategie di crescita e consolidamento tramite M&A. La crisi finanziaria globale del 2008 ha rappresentato uno spartiacque significativo nell'evoluzione del settore bancario. Questa crisi ha evidenziato gravi vulnerabilità e rischi sistemici nel sistema finanziario internazionale, portando a una revisione delle politiche e delle regole del settore. Il crescente carico normativo ha influenzato le M&A bancarie, intensificando le cosiddette "fusioni di salvataggio".

Il presente elaborato intende trattare in modo completo ed esaustivo il fenomeno delle M&A bancarie. Con tale intento, nel primo capitolo si approfondiranno le motivazioni alla base delle fusioni e delle acquisizioni nel settore bancario e l'evoluzione del fenomeno del consolidamento. Nel secondo capitolo, verranno esaminati i metodi generali per la valutazione di un'azienda, approfondendone prassi matematiche e logiche alla base. Il terzo capitolo si concentrerà sui metodi di valutazione specifici per le banche, analizzando le varianti che incorrono sui metodi generali, volte a valorizzare l'attività caratteristica di questo particolare tipo di azienda. Inoltre, verrà approfondito l'impatto sulla valutazione di banca dei nuovi scenari competitivi, che hanno ampliato il ventaglio dei *driver* che spingono gli istituti ad aggregarsi. In particolare, il terzo capitolo analizzerà il concetto di Sinergie sotto la lente dei fenomeni di "Digital Banking" e "condotta ESG". Il quarto capitolo, in fine, si concentrerà sul caso specifico della fusione tra Banca Carige e BPER. I soggetti coinvolti nell'operazione verranno prima analizzati separatamente, con l'obiettivo di identificare, esaminando i documenti disponibili e ripercorrendo la storia delle società,

i presupposti e le motivazioni dell'aggregazione. Successivamente, si entrerà nel merito della valutazione d'azienda alla base dell'operazione, dando riscontro pratico ai concetti trattati prima da un punto di vista teorico.

# Capitolo 1: le fusioni nel settore bancario

## 1.1 La fusione: inquadramento giuridico

Le operazioni di *Mergers and Acquisitions* (M&A), appartengono alla più ampia classe delle operazioni di finanza straordinaria. Le operazioni di finanza straordinaria incidono sulla struttura e sull'assetto patrimoniale delle aziende, modificando in maniera sostanziale l'allocazione delle risorse. Il ricorso alle M&A ha motivazioni strategiche e obiettivi di medio-lungo periodo che possono essere ricondotti a: l'espansione del business, la ristrutturazione aziendale, la diversificazione del portafoglio di prodotti/servizi offerti in un'ottica di gestione del rischio e la riorganizzazione del gruppo societario.

Il termine "straordinaria" si riferisce alla natura delle operazioni, che si distacca da quella ordinaria e ricorrente di produzione, vendita, marketing, gestione dei dipendenti e gestione del cash flow. È possibile, dunque, intendere le operazioni di finanza straordinaria come l'insieme di processi finanziari volti ad implementare ed espandere strutturalmente l'attività ordinaria d'azienda.

Le fusioni e le acquisizioni determinano un impatto particolarmente significativo sull'azienda e sulla sua struttura finanziaria, pertanto, richiedono un'attenta pianificazione e valutazione delle opportunità e dei rischi associati.

Nonostante la tendenza ad accomunare il concetto di fusione e di acquisizione, si tratta di due operazioni diverse nelle fondamenta. La fusione è la forma di aggregazione aziendale più completa, che determina, a differenza dell'acquisizione, "l'unificazione sia giuridica che economica dei soggetti che vi partecipano".<sup>1</sup>

L'acquisizione, invece, consiste nell'acquisto da parte della società *Buyer*, della maggioranza o della totalità delle partecipazioni della società *Target*, dietro pagamento di un corrispettivo e allo scopo di acquisirne il controllo. La natura del corrispettivo distingue:

1. offerte pubbliche d'acquisto (OPA), con corrispettivo in denaro;
2. offerte pubbliche di scambio (OPS), con corrispettivo in azioni;
3. offerte pubbliche di acquisto e scambio (OPAS).

---

<sup>1</sup> Principi contabili OIC – "OIC4"

La fusione, su cui si concentra la presente trattazione, e l'acquisizione implicano l'approfondimento, in quanto oggetto e strumento imprescindibile di entrambe, del concetto di valutazione d'azienda, dalla cui correttezza dipende la capacità dell'incorporante o della buyer di creare o distruggere valore.

I principali riferimenti della disciplina in materia di fusioni e acquisizioni, nell'ordinamento giuridico italiano, vanno ricercati all'interno del Codice Civile e del Testo Unico della Finanza.

Il Codice Civile disciplina le fusioni societarie *dall'art. 2501 al 2505-quarter*.

L'art. 2501 definisce la fusione come l'unificazione di due o più società in una sola dal punto di vista sia patrimoniale che delle compagini sociali, con l'obiettivo principale di crescita dimensionale dei soggetti contraenti, attraverso l'efficientamento dell'assetto produttivo e delle relazioni con il mercato <sup>2</sup>.

Da questa definizione preliminare, si possano riscontrare differenze e punti in comune con il concetto di acquisizione. L'unificazione del patrimonio e della compagine sociali è assente nelle acquisizioni, mentre, entrambe le operazioni condividono le motivazioni alla base, relative all'accrescimento della quota di mercato che deriva dalla realizzazione di sinergie.

L'art. 2501, inoltre, distingue le fusioni in due macrocategorie:

1. fusione in senso stretto: prevede l'estinzione delle società preesistenti;
2. fusione per incorporazione: prevede l'estinzione della sola incorporanda una volta annullate le azioni acquisite o concambiate dall'incorporante<sup>3</sup>.

L'art 2501 bis definisce, inoltre, una particolare fattispecie di fusione: il *leveraged buyout* (LBO). Questa modalità di fusione consiste nell'acquisto di una società mediante il ricorso all'indebitamento, in misura prevalente rispetto alla cassa disponibile. L'LBO prevede il rimborso del debito mediante gli utili futuri della *new entity* o la vendita di parte dell'attivo della società acquisita (in un'ottica di efficientamento). In genere, tale operazione si svolge costituendo una società veicolo che, con utilizzo sostanziale di leva finanziaria, acquisisce una partecipazione di controllo o totalitaria della società target, per poi dar luogo ad un'operazione di fusione

---

<sup>2</sup> Art.2501 Codice Civile

<sup>3</sup> [www.brocardi.it](http://www.brocardi.it)

per incorporazione; si parla pertanto di “fusione a seguito di acquisizione con indebitamento”.<sup>4</sup>

Ripercorrendo gli articoli successivi, a partire dal 2501 ter, è possibile dedurre l’iter procedurale e distinguere le due fasi fondamentali alla realizzazione di un’operazione di fusione:

1- fase preparatoria ex 2501 ter, quater, quinquies, sexies, septies e 2503 c.c.;

2- fase di attuazione ex 2502 e 2504 c.c.

La fase preparatoria consiste in una serie di atti, finalizzati a garantire il maggior grado di tutela per i soci e per i creditori sociali, e termini previsti per la loro redazione, che permettono ai soggetti coinvolti di seguire lo sviluppo economico e giuridico dell’operazione adeguatamente.

Nella fase di attuazione, invece, viene stipulato l’atto di fusione, che produce effetti una volta depositato presso i registri delle imprese relativi alla sede sociale dei soggetti partecipanti all’operazione.

La fase preparatoria prevede nello specifico, secondo una disposizione causale, la redazione dei seguenti atti:

1. Il progetto di fusione ex art. 2501-ter c.c.;
2. La situazione patrimoniale art. 2501-quater c.c.;
3. La relazione dell’organo amministrativo ex art. 2501-quinquies c.c.;
4. La relazione degli esperti art. 2501-sexies c.c.

Il progetto di fusione, oltre ad essere il primo documento prodotto e depositato, rappresenta sicuramente l’atto di maggior importanza, in quanto formalizza la sostanza economica dell’operazione. Tale documento definisce, infatti, i rapporti di Cambio, in cui culmina il processo di valutazione dell’incorporante e dell’incorporanda<sup>5</sup>.

Il Concambio, nel caso di una fusione per incorporazione, è costituito dal numero di azioni di nuova emissione della nuova entità, risultante da un’operazione di fusione,

---

<sup>4</sup> [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

<sup>5</sup> [www.iusinitinere.it](http://www.iusinitinere.it)



che i soci dell'incorporanda ricevono in sostituzione delle partecipazioni originarie, contestualmente annullate<sup>6</sup>.

Il calcolo del Concambio<sup>7</sup> segue la formula:

$$(Wb/Nb) / (Wa/Na)$$

Dove “W” rappresenta il valore del capitale economico, che è l'output del processo di valutazione, “N” il numero delle azioni, “a” la società incorporante e “b” la società incorporanda.

Nel dettaglio, il progetto di fusione deve contenere:

- il tipo, la ragione sociale e la sede delle società partecipanti alla fusione;
- l'atto costitutivo della società incorporante
- il Concambio delle azioni e l'eventuale conguaglio in danaro
- le modalità di assegnazione delle azioni o delle quote;
- la data dalla quale tali azioni o quote partecipano agli utili;
- la data dalla quale le operazioni delle società partecipanti alla fusione sono imputabili al bilancio della Newco o della incorporante;
- il trattamento riservato eventualmente alle particolari categorie di soci, nonché ai particolari possessori di titoli diversi dalle azioni;
- i vantaggi particolari eventualmente proposti a favore degli amministratori.

Una volta depositati tutti i documenti previsti per la fase preparatoria, si procede alla fase di attuazione, che secondo un ordine cronologico può essere rappresentata come segue<sup>8</sup>:

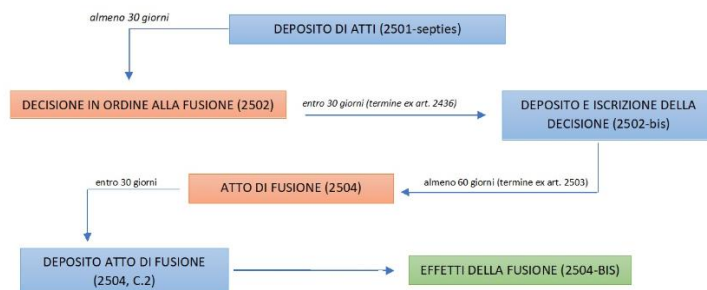
---

<sup>6</sup> M. Rutigliano, “*La valutazione delle banche e degli altri intermediari finanziari*”, Egea, 2018

<sup>7</sup> Si rimanda la trattazione in merito al Concambio al capitolo 3: “*La valutazione delle banche*”

<sup>8</sup> [www.iusinitinere.it](http://www.iusinitinere.it)

Figura 1- Fase di attuazione



Fonte: [www.iusinitinere.it](http://www.iusinitinere.it)

Uscendo dalla disciplina più generalista relativa alle fusioni e concentrandosi più nello specifico sul settore bancario, oggetto della presente trattazione, occorre far riferimento al Testo Unico Bancario (T.U.B), che nel 1993 recepisce la seconda direttiva C.E.E. e rappresenta la normativa ordinaria di riferimento in materia bancaria e creditizia. In particolare:

- L'art. 31 ha ad oggetto le trasformazioni delle banche popolari in società per azioni e le fusioni a cui partecipino banche popolari e dalle quali risultino istituti con forma giuridica di società per azioni.
- L'art. 36 riguarda le fusioni tra banche del credito cooperativo e banche con diversa forma giuridica dalle quali risultino banche in forma di società per azioni.
- L'art. 56/57 riguarda l'autorizzazione delle autorità di vigilanza verso gli istituti bancari, a prescindere dalla natura giuridica dei soggetti, ad intraprendere operazioni di scissione e fusione quando esse non contrastino con il principio della sana e prudente gestione<sup>9</sup>.

L'ultimo articolo richiama peraltro fonti normative di carattere comunitario, infatti, la vigilanza sulla sana e prudente gestione delle banche è disciplinata dal meccanismo di vigilanza unico (MVU), ovvero il secondo pilastro dell'Unione Bancaria del 2009. Il MVU prevede la vigilanza diretta di B.C.E. sulle banche significative e la vigilanza sulle banche non significative da parte delle banche nazionali; ne consegue

<sup>9</sup> Testo Unico della Finanza

l'approvazione delle fusioni che coinvolgano banche significative in capo a B.C.E. e di Banca d'Italia nel caso di fusioni tra banche non significative.

I primi due articoli, invece, riguardano le banche che adottano la forma giuridica di società cooperativa, ovvero le banche popolari (BP) e le banche del credito cooperativo (BCC), la cui disciplina nel corso degli ultimi decenni ha subito profonde trasformazioni.

Le banche popolari sono sempre state di matrice larga, con una attività diretta verso le economie locali e concentrata prevalentemente sui settori commerciali e imprenditoriali.

Le banche del credito cooperativo, invece, si rivolgono tradizionalmente al settore agricolo e artigianale.

La natura dimensionale e il campo d'azione di entrambe le categorie di settore, BCC e BP, subisce forti interventi normativi durante il decennio scorso.

Con la riforma delle banche popolari del 2015 vengono istituiti limiti dimensionali, secondo i quali una banca popolare può restare tale fino ad un attivo di 8 miliardi; oltre tale soglia, risulta obbligatoria l'attivazione del processo per cambiare la propria forma giuridica in società per azioni.

Successivamente, con la riforma delle Banche del Credito Cooperativo del 2016, che fa parte del pacchetto di misure introdotte dal [D.L. 14 febbraio 2016 n. 18](#), "Misure urgenti concernenti la riforma delle banche di credito cooperativo, la garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze, il regime fiscale relativo alle procedure di crisi e la gestione collettiva del risparmio"<sup>10</sup>, viene riformato parzialmente anche il settore delle BCC. Tale riforma prescrive che le BCC possano continuare ad operare condizionatamente all'interno di un gruppo bancario cooperativo che garantisca la crescita dimensionale, infatti, all'interno del gruppo deve essere presente una banca avente forma giuridica di società per azioni.

Se da un lato la riforma delle Banche di Credito Cooperativo (BCC) consente di ridurre la frammentazione del settore e di superare le debolezze strutturali derivanti dal modello di attività, particolarmente esposto all'andamento dell'economia del territorio di riferimento, dagli assetti organizzativi e dalla dimensione ridotta delle singole

---

<sup>10</sup> [www.mef.gov.it/focus/sistema\\_bancario/Le-riforme-delle-banche-Popolari-e-delle-BCC](http://www.mef.gov.it/focus/sistema_bancario/Le-riforme-delle-banche-Popolari-e-delle-BCC)

banche<sup>11</sup>, dall'altro ha determinato, secondo alcune correnti di pensiero, il venir meno del modello concreto della cooperazione a scopo mutualistico. Infatti, l'ingresso delle BCC all'interno di gruppi più grandi, con *missions* dal carattere fisiologicamente più espansivo, potrebbe ostacolare la concentrazione dell'operatività delle BCC sulle piccole economie locali limitrofe<sup>12</sup>.

Rapportando l'indirizzo normativo di entrambe le riforme, che incide sull'ipotesi di crescita dimensionale, al concetto di fusione bancaria, si evidenzia un punto d'attenzione nel processo di valutazione d'azienda. Se da un lato i trattamenti fiscali favorevoli, di cui beneficiano le banche cooperative, costituiscono una potenziale sinergia, dall'altro i limiti dimensionali previsti dalla normativa pongono gli istituti popolari intenti a fondersi di fronte alla possibilità di dovervi rinunciare, con effetti frenanti sul consolidamento bancario.

## **1.2 Perché le banche si fondono**

Per comprendere perché le aziende, le banche in particolare, mettano in atto processi di fusione, bisogna concentrarsi sull'effetto più evidente di questo tipo di operazione: la crescita dimensionale. Crescere dimensionalmente presuppone la realizzazione di *obiettivi*, dalla cui efficienza dipende la capacità di un istituto di creare o distruggere valore.

Indagare su tali obiettivi, che se attuati efficientemente permetterebbero all'azienda di creare valore attraverso il processo di crescita dimensionale, significa indagare sulle motivazioni delle operazioni di fusione.

La crescita dimensionale può avvenire attraverso:

- strategie di crescita interna, che prevedono l'implementazione della struttura produttiva in modo autonomo e dall'interno;
- strategie di crescita esterna, che presuppongono la realizzazione di sinergie tra due o più imprese prima indipendenti.

La fusione rappresenta, dunque, una delle principali strategie di crescita esterna, caratterizzata da un lato per una maggiore semplicità e immediatezza rispetto alle strategie di crescita interna, dall'altro da rilevanti ostacoli organizzativi legati

---

<sup>11</sup> I. Sabbatelli, *“La riforma delle banche di credito cooperativo”*, Cacucci editore, 2017

<sup>12</sup> F. Capriglione, *“Manuale di diritto bancario e finanziario”*, Cedam, 2019

all'integrazione efficiente tra le due entità e alla realizzazione di un processo che possa davvero produrre valore.

### 1.2.1 Obiettivi

Gli obiettivi perseguiti da un'istituzione bancaria, che intende accrescere esternamente la propria dimensione attraverso un'operazione di fusione, possono essere racchiusi nei seguenti:

- economie di scala accentuate (unificazione dei servizi centrali, ecc.);
- indirizzo strategico unico;
- diversificazione dei rischi;
- maggiore efficienza tecnologica di una delle due banche;
- utilità di influenzare la cultura della banca meno dotata;
- tesoreria unica;
- investment management;
- dimensioni competitive con le banche internazionali<sup>13</sup>.

Le **economie di scala** accentuate sono un tipo di economie di scala, particolarmente rilevanti nel caso delle banche. In generale, il concetto di economie di scala si riferisce alla riduzione dei costi unitari quando il volume di produzione aumenta ed è, dunque, strettamente legato a quello di crescita dimensionale. In presenza di economie di scala, i costi totali aumentano in proporzione al volume di produzione, ma i costi medi diminuiscono per il beneficio che si ottiene dal punto di vista marginale. Le economie di scala accentuate, d'altra parte, sono un tipo particolare di economie di scala che si verifica quando la riduzione dei costi medi è molto pronunciata, a fronte di un aumento del volume di produzione. Il perché tale beneficio sul costo marginale si manifesti in modo più che proporzionale per le banche, va ricercato nella specifica struttura dei costi dell'attività bancaria.

Gli enti creditizi, infatti, hanno un alto costo fisso di avviamento e di gestione.

---

<sup>13</sup> L. Chiaramonte, "Le concentrazioni bancarie in Europa e i processi di integrazione cross-border. Il caso Unicredit-HVB", Università degli studi di Verona, 2007

Ciò significa che, una volta raggiunto un certo volume di attività, le banche possono ottenere significative economie di scala, riducendo i loro costi medi e aumentando la loro redditività.

Il forte impatto dei costi fissi incide in modo sostanziale sul rapporto tra volumi di vendita e redditività. Tuttavia, una volta raggiunto un certo volume di attività, le banche possono distribuire questi costi fissi su un maggior numero di transazioni o servizi bancari, riducendo così i costi unitari per singola transazione o servizio bancario. A scopo esemplificativo, può essere considerato il sistema di elaborazione dei pagamenti, che ha un costo fisso elevato ma che può gestire un gran numero di transazioni bancarie. In questo caso, una volta raggiunto un volume di transazioni sufficientemente elevato, la banca può distribuire il costo fisso su un maggior numero di transazioni, riducendo così i costi unitari per singola operazione.

A tal proposito, dallo studio “Economie di scala rivisitate: evidenze per le banche italiane” pubblicato da Banca d’Italia nel 2020, un’analisi delle economie di scala per l’industria bancaria italiana nel periodo 2006-2017, finalizzata a valutare i possibili benefici di un aumento della dimensione delle banche, emerge come l’aumento della scala operativa, attraverso operazioni di concentrazione, potrebbe comportare significativi benefici in termini di efficienza nei costi per le banche di piccola e media dimensione, soprattutto se accompagnato da un maggior utilizzo delle nuove tecnologie nella produzione dei servizi e dalla razionalizzazione della rete distributiva.<sup>14</sup>

L'**indirizzo strategico unico** è un concetto che si riferisce alla visione, alla missione e agli obiettivi a lungo termine di un'organizzazione. In altre parole, rappresenta la direzione strategica che l'azienda intende seguire per raggiungere la posizione desiderata nel mercato e per realizzare la sua visione a lungo termine.

Uniformare l’indirizzo strategico unico può includere una serie di obiettivi:

- la crescita del fatturato;
- l'espansione geografica;
- la diversificazione del portafoglio prodotti/servizi;
- la riduzione dei costi operativi;
- migliorare la soddisfazione dei clienti;

---

<sup>14</sup> E. Bonaccorsi di Patti, F. Ciocchetta, “*Economie di scala rivisitate: evidenze per le banche italiane*”, Banca d’Italia, 2020.

- la crescita della redditività.

Quando le banche si fondono, possono combinare risorse, conoscenze e competenze per raggiungere tali obiettivi comuni e migliorare la posizione competitiva sul mercato. Ad esempio, se l'indirizzo strategico di una banca è quello di ampliare la propria presenza geografica o di espandere le proprie offerte di prodotti e servizi, la fusione con un'altra banca, che ha già una presenza consolidata in una determinata area geografica o un'esperienza specifica in un particolare tipo di prodotto o servizio, potrebbe consentire alla banca risultante di raggiungere i suddetti obiettivi più rapidamente ed efficacemente.

La **diversificazione del rischio** è uno dei motivi principali per le operazioni di M&A, infatti, “la creazione e la scelta di un solo portafoglio di classi di valori e di strumenti delle banche che partecipano alla fusione consente alla nuova banca di diminuire il rischio specifico di ogni attività e di far fronte quindi al solo rischio sistematico”<sup>15</sup>.

La capacità di diversificare il rischio idiosincratico con operazioni di accorpamento va valutata sulla base della correlazione tra le differenti aree di business in cui operano i soggetti e sulla base della correlazione tra le aree geografiche coperte dagli stessi business. Una forte correlazione di questi fattori determina una scarsa capacità di diversificazione e viceversa.

**L'efficienza tecnologica** rappresenta, con la diffusione su larga scala del *Remote Banking*, un obiettivo fondamentale per qualsiasi strategia di crescita e piano industriale credibile. Il progressivo avanzamento nel campo dell'informatica e delle telecomunicazioni, che ha favorito il processo di globalizzazione dei mercati dei beni e dei capitali, impone agli intermediari finanziari, che per loro natura veicolano la circolazione dei capitali stessi, di essere costantemente al passo con il progresso tecnologico per rimanere competitivi. L'adozione di nuovi strumenti e sistemi elettronici, se per un verso permette alle banche di ampliare l'ambito geografico dell'attività svolta, dall'altro lato comporta elevati costi, di natura prevalentemente fissa. Pertanto, le banche di medie e grandi dimensioni, dotate di una massa critica importante e al tempo stesso imprescindibile per abbattere gli elevati costi fissi degli investimenti in tecnologia, risultano essere le più capaci nell'intraprendere l'investimento tecnologico. Tuttavia, seppure il collegamento sembri logicamente

---

<sup>15</sup> R.A. Brealey, S.C. Myers, S. Sandri, “*Principi di finanza aziendale*”, 8 ED, McGraw-Hill, Milano, 2020

immediato, non esistono evidenze scientifiche sulla correlazione tra tecnologizzazione dei servizi bancari e consolidamento<sup>16</sup>.

### **1.2.2 Aspetti critici**

La crescita dimensionale, perseguita dagli intermediari bancari attraverso fusioni e operazioni di aggregazione in generale, determina, a ragione di innumerevoli evidenze nella letteratura scientifica, miglioramenti in termini di efficienza. D'altro canto, la realizzazione dei target d'efficienza attraverso operazioni di M&A è un processo complesso che, a ragione di una parte altrettanto corposa della letteratura, potrebbe generare, se non attentamente pianificato e costantemente monitorato nella sua attuazione, delle diseconomie di scala. Le diseconomie di scala si riferiscono alla situazione in cui l'aumento delle dimensioni o l'espansione dell'attività di un'organizzazione porta ad un incremento dei costi di produzione e ad una diminuzione dell'efficienza. La crescita dimensionale, attraverso l'aggregazione con una società prima autonoma, pertanto dotata della propria cultura aziendale e di specificità in termini di governance, impatta sulla complessità di gestione e richiede l'implementazione di strategie e il sostenimento di costi di controllo, coordinamento e integrazione. L'aumento della complessità determina, nel breve periodo, l'estensione della struttura organizzativa, rendendo più macchinosi i processi decisionali, dunque meno efficienti.

Il trade-off tra crescita dimensionale ed efficienza operativa si manifesta ad esempio con riferimento ai costi per il personale. La realizzazione di economie di scala sui costi per i dipendenti, infatti, costituisce un fattore di difficile implementazione a causa delle rigidità del mercato del lavoro, che ostacolano l'efficientamento dell'organico. La riduzione dei dipendenti in esubero a seguito dell'incorporazione di un'altra società è un processo lento, dunque, in contrasto con gli obiettivi di breve termine che motivano le strategie di crescita esterna. Una strategia alternativa al taglio del personale è quella di favorire l'uscita anticipata dei dipendenti vicini all'età pensionabile attraverso incentivi economici.<sup>17</sup>

I problemi di efficienza sono di tipo microeconomico, poiché si concentrano sull'efficienza interna delle banche coinvolte nella fusione o acquisizione.

---

<sup>16</sup> L. Chiamante, "Le concentrazioni bancarie in Europa e i processi di integrazione cross-border. Il caso Unicredit-HVB", Università degli studi di Verona, 2007

<sup>17</sup> M. Comana, "La concentrazione del sistema bancario italiano"



Tuttavia, risulta opportuno sollevare anche quegli aspetti critici aventi implicazioni di carattere macroeconomico; in particolare, il consolidamento del settore bancario ha risvolti su:

- **Concentrazione del potere:** quando le banche si fondono o si acquisiscono, la concentrazione del potere nel settore bancario può aumentare. Ciò comporta una diminuzione della concorrenza, che a sua volta può portare ad un aumento dei costi per i clienti, con possibili effetti sulla stabilità del mercato finanziario. D'altra parte, la presenza di poche grandi imprese bancarie, che detengono una quota di mercato significativa e hanno un alto potere di mercato, costituisce un classico caso di oligopolio. Questa situazione induce le banche a fissare prezzi più elevati rispetto a quelli che si verificherebbero in un mercato di concorrenza perfetta, con numerose imprese di piccole dimensioni e quote di mercato omogenee. In un contesto di concorrenza perfetta, le imprese più piccole non avrebbero un'influenza significativa sui prezzi, impedendo alle banche di aumentarli.
- **Aumento del rischio sistemico:** il consolidamento bancario può aumentare il rischio sistemico, impattando sulla stabilità finanziaria. Quando le banche si fondono o si acquisiscono, diventano più grandi e più interconnesse, dunque, un fallimento potrebbe avere un impatto più ampio sul sistema finanziario nel suo complesso. Ad esempio, durante la crisi finanziaria del 2008, molte delle grandi banche americane, che si erano consolidate negli anni precedenti, hanno subito perdite significative, portando ad un crollo del mercato finanziario globale.

Le suddette problematiche legate all'aumento della concentrazione bancaria e aventi carattere macroeconomico, evidenziano un ulteriore motivo per cui le banche ricorrono ad operazioni di M&A, che ha assunto particolare rilevanza con la crisi finanziaria del 2008. Tale motivo è estraneo agli obiettivi individualisti di crescita e alle condotte attive degli istituti. E' il caso delle M&A messe in atto su "stimolo" delle autorità di vigilanza e funzionali alla risoluzione di crisi bancarie. Le autorità di vigilanza incentivano le aggregazioni tra gli istituti in crisi e le banche sane ed efficienti, con l'obiettivo di preservare la stabilità finanziaria. Infatti, il fallimento di un intermediario bancario, soprattutto se di dimensioni rilevanti e a causa dei fisiologici rapporti di credito con le altre banche, potrebbe impattare in modo sistemico sui mercati.

L'impatto sulla stabilità finanziaria del fallimento di una banca è direttamente proporzionale alle sue dimensioni, al crescere delle quali, provvedimenti restrittivi o

di chiusura non possono essere utilizzati senza altrettanto crescenti implicazioni sulla stabilità.

A prescindere dalle motivazioni che spingono gli istituti a mettere in atto operazioni di M&A, la banca risultante dall'aggregazione, a causa della crescita dimensionale e del conseguente incremento del rischio sistemico, si pone nel rapporto con le autorità di vigilanza sotto un duplice aspetto, più prudenziale da un lato e più garantista dall'altro.

Maggiore è la significatività di un istituto, maggiori sono le pretese delle autorità di vigilanza sulle componenti discrezionali dei requisiti regolamentari. Le componenti discrezionali dei requisiti di vigilanza, che vengono comunicate a seguito dello SREP (Supervisory Review and Evaluation Process), e variano da istituto ad istituto, tendono ad essere più stringenti per le banche significative e meno stringenti per le banche più piccole. Questo perché le banche significative, essendo più grandi e complesse, possono presentare un maggiore rischio di contagio per l'intero sistema finanziario, richiedendo quindi una maggiore attenzione e severità da parte delle autorità di vigilanza. In generale, le banche più piccole tendono ad avere requisiti di capitale meno stringenti rispetto alle banche significative, o comunque a ricevere un monitoraggio meno severo a riguardo, poiché sono meno complesse e hanno un minor impatto sul sistema finanziario.

Per contro, al crescere delle dimensioni a seguito di M&A, gli istituti tendono ad essere considerati *"too big to fail"* (TBTF), ovvero troppo grandi per essere lasciate fallire, proprio a causa delle ripercussioni sistemiche che il fallimento di un istituto fortemente interconnesso avrebbe sulla stabilità finanziaria. Dunque, gli istituti TBTF sembrerebbero poter operare con la quasi certezza di essere soggetti a salvataggio in caso di difficoltà.

Il raggiungimento di un livello di significatività tale pone in essere aspetti positivi e criticità: infatti, se da un lato ciò consentirebbe alle banche, reduci da operazioni di fusione e acquisizione, di attuare con maggior tranquillità i processi di integrazione richiesti, nei tempi e con e con tutte le risorse necessarie, dall'altro potrebbe incentivare i *managers* ad intraprendere comportamenti opportunistici. I soggetti apicali infatti potrebbero, consapevoli dello stato di TBTF, perseguire obiettivi personali conducendo scelte d'investimento ingiustificatamente rischiose, a danno

della stabilità finanziaria; d'altro canto, dalla crescita dell'istituto e della sua redditività deriva il prestigio professionale del management.<sup>18</sup>

### **1.3 evoluzione del consolidamento bancario**

Il consolidamento bancario è il processo attraverso cui le banche si uniscono per creare un'entità più grande e solida. Tale processo comporta per definizione una riduzione del numero di enti creditizi operanti sul territorio e un parallelo aumento della loro dimensione<sup>19</sup>. Il consolidamento si traduce, dunque, nel risultato dei processi di aggregazione delle società bancarie, che avvengono prevalentemente attraverso operazioni di fusione e acquisizione. Il consolidamento bancario, come analizzato in precedenza, mira all'efficientamento degli istituti o al salvataggio di banche in crisi e ha implicazioni di carattere macroeconomico sulla concorrenza e sulla stabilità finanziaria.

L'incremento della concentrazione bancaria inizia negli Stati Uniti a partire dal dopo guerra, e si intensifica negli anni '80 e '90 per poi prendere piede a livello europeo.

Negli Stati Uniti la ristrutturazione del sistema bancario ha preso le mosse nella metà degli anni Ottanta, in risposta al calo della redditività e all'ondata di fallimenti nel settore delle casse di risparmio. Il processo di concentrazione si è rafforzato quando la deregolamentazione e l'introduzione di nuove tecnologie finanziarie hanno creato opportunità per le banche di espandersi e consolidarsi<sup>20</sup>. Le grandi banche di Wall Street sono state tra i principali protagonisti di questo processo di consolidamento, del quale risulta opportuno citare alcune tra le operazioni più importanti:

- Citigroup – La Citicorp e la Travelers Group si sono unite nel 1998 per creare la Citigroup, un istituto di credito universale che combinava le attività bancarie, assicurative e di investimento. Questa fusione ha rappresentato un cambiamento significativo nel settore finanziario, poiché ha superato la barriera tra le attività bancarie commerciali e quelle di investimento.
- Bank of America Corporation – La Bank of America è stata oggetto di numerose M&A, tra cui l'acquisizione nel 1998 da parte di NationsBank, la fusione con

---

<sup>18</sup> A. Demodaran, "*Finanza Aziendale*", Apogeo, Milano, 2001

<sup>19</sup> [www.ecb.europa.eu/press/key/date/2007](http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2007)

<sup>20</sup> C. Passera, "*Il processo di concentrazione del sistema bancario.*", Enc. giur. Treccani, 2009

FleetBoston nel 2004 e l'acquisizione verso MBNA nel 2005. Queste aggregazioni hanno permesso a Bank of America di diventare una delle banche più grandi degli Stati Uniti, con una vasta rete di filiali in tutto il paese.

- La fusione tra JPMorgan e Bank One, avvenuta nel 2004, è stata una delle fusioni più grandi nella storia delle banche negli Stati Uniti, con una capitalizzazione di mercato di circa 60 miliardi di dollari.

L'acquisizione di Bear Stearns nel 2008 da parte di JP Morgan è uno degli esempi più celebri di aggregazioni per salvataggio, messe in atto per preservare la stabilità finanziaria. JPMorgan ha acquisito Bear Stearns per una cifra simbolica di 2 dollari per azione, pari a un terzo della prima quotazione dell'istituto nel 1985, con il sostegno del governo federale degli Stati Uniti.

Infine, l'acquisizione di Washington Mutual nel 2008 ha permesso a JPMorgan di diventare la più grande banca degli Stati Uniti per depositi<sup>21</sup>.

A partire dagli anni '80 e per tutto il trentennio successivo, negli Stati Uniti, dove il fenomeno delle aggregazioni bancarie è iniziato, si riscontra il maggior numero di operazioni a livello internazionale. Infatti, dal 1980 negli U.S.A. si contano più di 7000 fusioni tra banche, contro le circa 900 operazioni di aggregazione bancaria realizzate tra il 1995 e il 2004 dai 12 Paesi dell'Area Euro<sup>22</sup>.

Negli anni '90, in ritardo rispetto al mercato americano, le aggregazioni cominciano a prendere piede a livello europeo.

In Europa, d'altro canto, il consolidamento bancario è stato un processo più lento e disomogeneo, con differenze significative tra i vari paesi e regioni.

In generale, la maggior parte delle banche europee ha dimensioni ancora relativamente piccole rispetto alle controparti americane.

Una delle determinanti più forti, che ha contribuito e sta contribuendo ad agevolare il processo di consolidamento bancario, è lo sviluppo della normativa volta all'integrazione dei mercati finanziari. Lo sforzo delle istituzioni comunitarie per la creazione di realtà finanziarie integrate, ha incrementato il grado di concorrenza in mercati prima fortemente segmentati. In questo contesto, le strategie di crescita esterna

---

<sup>21</sup> [www.wikipedia.org](http://www.wikipedia.org)

<sup>22</sup> Banca d'Italia, Relazione Annuale, *"Il consolidamento e la diversificazione nel settore bancario dell'Area dell'Euro"*, in Bollettino Mensile BCE, maggio 2005, p. 77 e ss,1998

hanno rappresentato un modo efficace per affermare la propria quota di mercato al di fuori del territorio nazionale.

Va evidenziato, inoltre, come in questi anni il passaggio definitivo al modello di banca universale, che in Italia è segnato dall'introduzione del Testo Unico Bancario nel 1993 (T.U.B.), risulti un fenomeno strettamente interconnesso al processo di consolidamento bancario. Nel modello di banca universale, gli istituti offrono una vasta gamma di servizi finanziari, come depositi, prestiti, gestione patrimoniale e servizi di investimento, conciliando la produzione di margine da interesse, tipica dell'attività di una banca commerciale, alla produzione di margine commissionale, propria della prestazione di servizi d'investimento. Tale diversificazione, determinante del passaggio al modello di banca universale e che costituisce come evidenziato in precedenza uno dei motivi per cui le istituzioni finanziarie ricorrono a strategie di crescita esterna, rappresenta il *fil rouge* tra i due fenomeni.

Entrando più nello specifico del processo di consolidamento europeo:

dal 1999 al 2007, il numero di banche all'interno dell'Unione Europea si è ridotto del 3,1% medio annuo, con una diminuzione complessiva del 22,4%.

A dimostrazione del virtuosismo del processo di consolidamento, si evidenzia come nonostante la diminuzione del numero di istituzioni di credito, il totale delle attività all'interno del settore bancario dell'Unione Europea sia cresciuto significativamente dal 2000 al 2007, con una media annua del 8,7% e un totale del 94%.

Questo aumento testimonia una maggiore dimensione media delle banche, passata da 1,8 a 5,8 miliardi di euro in termini di attivo totale tra il 1997 e il 2007<sup>23</sup>.

La diminuzione delle istituzioni di credito è legata principalmente alle attività di M&A all'interno del settore bancario, della quale si riscontra il picco massimo nel 2007.

L'attività di M&A mostra due tendenze principali: l'aumento delle dimensioni medie delle operazioni e l'aumento dell'importanza delle aggregazioni *cross-border*<sup>24</sup>.

La maggior parte delle operazioni di M&A riguardanti il settore bancario agli inizi degli anni '90 era di natura nazionale, poiché il consolidamento avviene prima all'interno di un singolo mercato e poi attraverso l'estensione dello stesso. Nella fase iniziale, la concentrazione avviene all'interno di un mercato, soprattutto dove vi è una

---

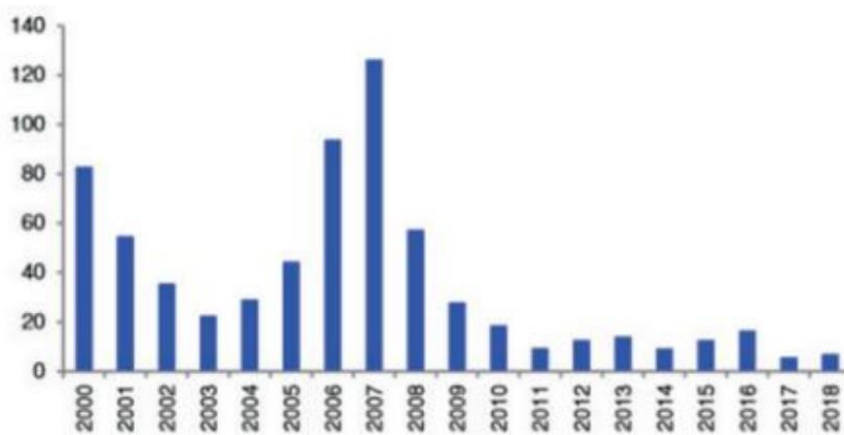
<sup>23</sup> [www.ecb.europa.eu/stats](http://www.ecb.europa.eu/stats)

<sup>24</sup> L'integrazione bancaria *cross-border* è un processo che mira a creare un sistema finanziario integrato tra i paesi.

forte frammentazione. Infatti, è indispensabile che le banche siano innanzitutto forti sul fronte domestico, non solo dal punto di vista meramente dimensionale, ma del dell'efficienza e della capacità di creare valore. In sintesi, il processo di M&A nel settore bancario è influenzato dal grado di concentrazione bancaria di ogni singolo Paese<sup>25</sup>.

A seguito del picco del 2007 si è assistito, a livello europeo, ad un progressivo calo del valore delle M&A bancarie.

Figura 1.1-Valore delle operazioni di M&A bancarie 2000-2018



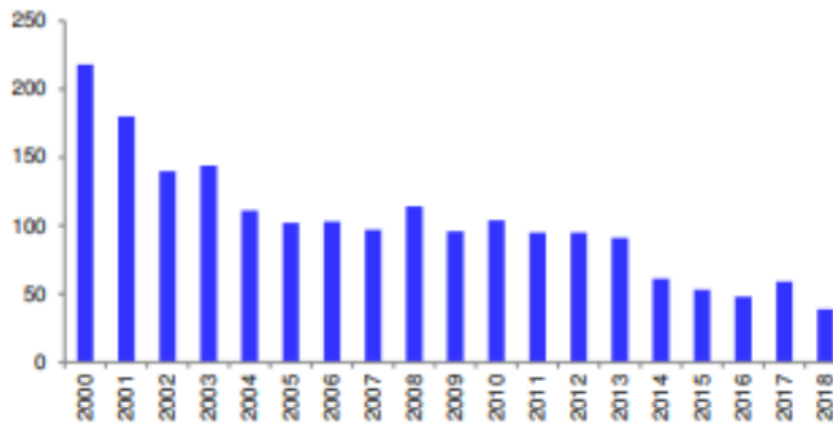
Fonte: [www.dbresearch.com](http://www.dbresearch.com)

Dalla figura 1, si può osservare come il valore delle operazioni di fusione e acquisizioni nel settore bancario sia sceso dagli oltre 120 miliardi di dollari nel 2007 agli appena 10 miliardi di dollari nel 2018.

Alla riduzione del valore si è accompagnata una sostanziale riduzione del numero di operazioni (figura 2), con particolare riguardo alle M&A bancarie transfrontaliere, che sembrano aver registrato un forte decremento con la crisi finanziaria del 2008.

<sup>25</sup> [www.treccani.it/enciclopedia/il-processo-di-concentrazione-del-sistema-bancario](http://www.treccani.it/enciclopedia/il-processo-di-concentrazione-del-sistema-bancario)

Figura 1.2-Numero delle operazioni di M&A bancarie 2000-2018

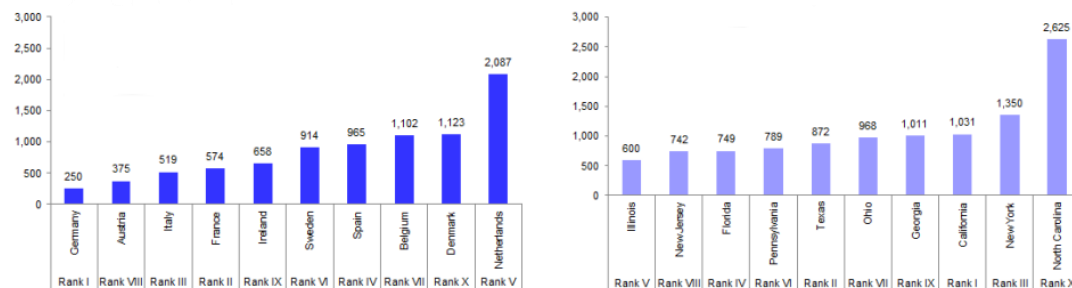


Fonte: [www.dbresearch.com](http://www.dbresearch.com)

Il rallentamento del processo di consolidamento, specialmente dal punto di vista transfrontaliero, mette evidenza il ruolo fondamentale delle istituzioni europee nel favorire l'integrazione dei mercati nazionali.

In questo contesto, la mancanza di un'implementazione concreta dell'Unione Bancaria può riscontrarsi nel confronto tra la concentrazione bancaria statunitense ed europea:

Figura 1.3-HHI dei primi 10 paesi della zona Euro e USA



Fonte: [www.dbresearch.com](http://www.dbresearch.com)

La figura 1.3 analizza la concentrazione dei primi 10 paesi europei e statunitensi, in base al PIL, attraverso l'indice di concentrazione di Herfindahl-Hirschman nel 2017-2018<sup>26</sup>. Risulta evidente come, sullo stesso rank in termini di PIL, la concentrazione bancaria americana sia di gran lunga maggiore.

<sup>26</sup> J. Heid, K. Lakhani, L. Templeman, Deutsche Bank, 2019

L'indice di Herfindahl-Hirschman (HHI) si calcola sommando le quote di mercato delle imprese del settore elevate al quadrato

$$HHI = \sum (Q_i)^2$$

- dove Q indica la quota di mercato dell'impresa i (valore compreso tra 0 e 100)

Valori bassi dell'indice (inferiori ai 1000 punti) indicano un settore decisamente competitivo. Se l'indice è compreso tra i 1000 e i 1800 punti il comparto viene definito moderatamente competitivo. Sopra i 1800 punti nel settore c'è poca competizione. Un indice pari a 10000 indica una situazione monopolio<sup>27</sup>.

A chiusura del 2021, anno di riferimento per il caso oggetto della trattazione, da un lato si conferma il quadro appena descritto fino al 2018, dall'altro il processo di consolidamento interno dell'ultimo quindicennio sembra essere finalmente maturo per l'espansione verso aggregazioni cross-border.

Infatti, «le fusioni più rilevanti (oltre il miliardo) hanno riguardato quello che una nota di S&P chiama “il tipico consolidamento tra istituti di uno stesso Paese”, a conferma del trend che ha caratterizzato il mercato europeo dal 2007. Infatti, l'80% delle operazioni è “domestico”, il 60% riguarda grandi o medie banche che inglobano le più piccole, con minore solidità patrimoniale.”<sup>28</sup>

Alla luce di quanto analizzato fin ora sull'evoluzione del consolidamento bancario negli ultimi 30 anni, si potrebbe affermare che le operazioni di finanza “straordinaria” in ambito bancario escano dalla definizione letterale del termine; questo perché le fusioni e le acquisizioni, di cui il consolidamento si serve, sono diventate una parte sempre più comune della strategia aziendale delle banche e sono favorite dall'integrazione dei mercati comunitari.

---

<sup>27</sup> [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

<sup>28</sup> [www.repubblica.it/economia/affari-e-finanza/2022/01/24/news/banche\\_e\\_1\\_ora\\_dei\\_risiko\\_europeo\\_ma\\_servono\\_regole\\_valide\\_per\\_tutti](http://www.repubblica.it/economia/affari-e-finanza/2022/01/24/news/banche_e_1_ora_dei_risiko_europeo_ma_servono_regole_valide_per_tutti)



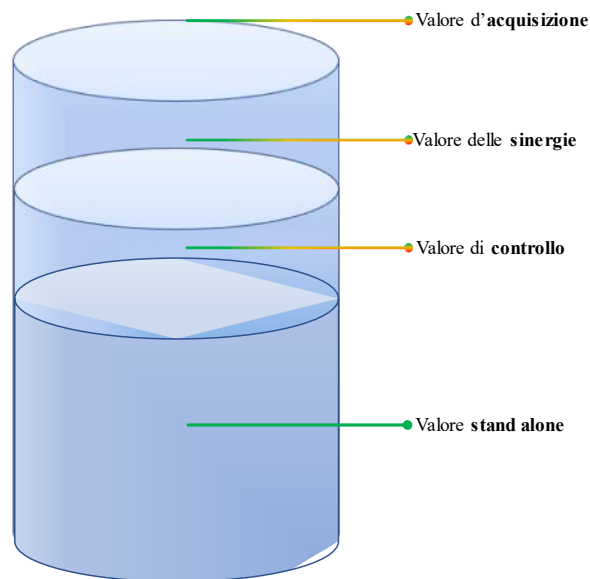
La crescente efficienza delle fusioni bancarie può di certo contare su un maggior rigore nell'applicazione e sul perfezionamento dei metodi di valutazione d'azienda, in grado di cogliere affidabilmente il valore del capitale economico.

A tal proposito, i prossimi capitoli entreranno nel vivo della valutazione delle imprese in generale, e delle varianti che incorrono sui metodi generali per la valutazione delle imprese bancarie, in virtù delle specificità che caratterizzano queste ultime.

## Capitolo 2: la valutazione stand alone

All'interno del concetto di valutazione d'azienda, si condensa la sostanza di un'operazione di fusione. La valutazione d'azienda, infatti, è quell'insieme di tecniche, modelli e logiche, funzionale a stabilire il valore dei soggetti coinvolti nell'operazione. Il processo di valutazione, nel caso di una fusione per incorporazione, culmina nella definizione del Concambio, che si configura come “il numero e tipo di azioni della società incorporante da attribuire come corrispettivo del numero e tipo di azioni dell'incorporanda”<sup>29</sup>. Stabilire il numero di azioni da corrispondere significa prezzare il valore dei soggetti partecipanti, e intorno al concetto di valore, nel contesto M&A, coesistono più definizioni che rispondono a logiche e tecniche valutative differenti. È possibile rappresentare il concetto di valore d'azienda, in ordine d'inclusione, come segue:

Figura 2-le configurazioni del valore



Dall'immagine appare evidente come la definizione del valore d'acquisizione, da cui deriva il Concambio azionario, passi attraverso tre sottoinsiemi. Il valore d'acquisizione rappresenta “il valore-limite che potenziali candidati all'acquisto

<sup>29</sup> R.A. Brealey, S.C. Myers, S. Sandri, “*Principi di finanza aziendale*”, 8 ED, McGraw-Hill, Milano, 2020

dell'impresa possono attribuirle tenendo conto, oltre che dei valori odierni e del capitale economico<sup>30</sup>, dei vantaggi che possono o immaginano di poter acquisire”<sup>31</sup>.

Il valore aziendale stand alone, anche noto come valore intrinseco o valore del capitale economico dell'azienda, rappresenta invece il valore totale calcolato sulla base delle capacità operative e finanziarie d'impresa, senza considerare eventuali sinergie o effetti di combinazione con altre entità. In altre parole, il valore aziendale stand alone riflette il valore attuale dell'azienda se essa dovesse continuare a operare in modo indipendente e senza interagire con altre aziende. La definizione del valore stand alone si serve di una molteplicità di tecniche di valutazione. Tale molteplicità consente al valutatore di adattare l'analisi al tipo d'azienda e alle caratteristiche da privilegiare nel processo di valutazione. L'utilizzo congiunto di più metodi consente di quantificare il capitale economico da più prospettive: di mercato, patrimoniali, finanziarie, reddituali.

Il valore di controllo e le sinergie<sup>32</sup> sono quelle componenti del valore d'acquisizione su cui si gioca la capacità, per le controparti negoziali, di ottenere benefici reali dall'operazione. Infatti, una corretta applicazione delle tecniche di valutazione del capitale economico, ormai standardizzate, e una contestuale sottovalutazione o sopravvalutazione di sinergie e valore di controllo potrebbe generare perdite per gli azionisti.

Il valore di controllo è quel maggior valore, che dipende dalla capacità della buyer o dell'incorporante, di apportare miglioramenti gestionali all'azienda target o incorporanda.

Tale componente si aggiunge al capitale economico, considerando i benefici che la buyer o l'incorporante potrebbero ottenere attraverso la possibilità di prendere decisioni strategiche e operative all'interno dell'azienda target o dell'incorporanda.

Tuttavia, il valore di controllo potrebbe essere raggiunto dalla target autonomamente, quindi, questo influenza la conclusione dell'operazione in misura inferiore rispetto alle sinergie, la cui realizzazione, invece, richiede necessariamente la combinazione e l'integrazione di due entità<sup>33</sup>.

---

<sup>30</sup> Il valore del capitale economico corrisponde al valore stand alone

<sup>31</sup> M. Lacchini, T. Onesti, G. Zanda, “*La valutazione delle aziende*”, Giappichelli, Torino, 2013.

<sup>32</sup> Si rimanda la trattazione analitica del concetto di sinergie al capitolo 3

<sup>33</sup> M. Rutigliano, “*La valutazione delle banche e degli altri intermediari finanziari*”, Egea, 2018

Nonostante sinergie e valore di controllo siano diversi nelle fondamenta, rappresentano due grandezze imprescindibilmente connesse. Il valore di controllo, infatti, è strumentale alla stima delle sinergie, che, per una corretta valutazione, devono considerare l'azienda target nell'ipotesi di gestione ottimale. Isolare il valore sinergico delle aziende oggetto di valutazione significa considerare la differenza tra:

- la combinazione dei valori di impresa target e buyer
- la combinazione della buyer stand alone e della target comprensiva di valore di controllo<sup>34</sup>

Come già precisato, la valutazione stand alone, oggetto del presente capitolo, fa riferimento a diversi metodi, ognuno dei quali prende in considerazione uno specifico aspetto dell'azienda, come gli asset, i flussi di cassa futuri, le performance storiche e le prospettive di crescita.

I criteri di valutazione stand alone possono essere suddivisi in tre categorie principali:

- i criteri finanziari
- i criteri comparativi
- i criteri patrimoniali, reddituali e misti

Ogni metodo di valutazione ha i suoi punti di forza e di debolezza. La scelta della tecnica valutativa più appropriata dipende dalle specifiche circostanze dell'azienda e dalle finalità della valutazione.

---

<sup>34</sup> M. Rutigliano, *“La valutazione delle banche e degli altri intermediari finanziari”*, Egea, 2018

## 2.1 I criteri finanziari

“I criteri finanziari determinano il valore del capitale economico in base ai flussi finanziari che l’azienda sia ragionevolmente in grado di generare in futuro”<sup>35</sup>

Da questa definizione è possibile cogliere l’aspetto chiave di tali criteri. La valutazione in senso attuale dei flussi di cassa che l’impresa sarà in grado di produrre in futuro permette di ottenere grandezze piuttosto puntuali. Il margine d’approssimazione, o d’errore, sull’attualizzazione dei flussi prospettici deriva da due fattori:

- Precisione nella stima dei flussi di cassa futuri, che presuppone coerenza, attendibilità e consistenza degli input utilizzati per effettuare le previsioni.
- Stima del tasso d’attualizzazione, che rappresenta il costo del capitale dell’azienda o il tasso di rendimento richiesto dagli operatori per investire in quella specifica attività. Il tasso d’attualizzazione esprime il livello di rischio che gli investitori sopportano per intraprendere un investimento; esso è soggetto a differenti interpretazioni ed esposto a variabili macroeconomiche (come il tasso d’inflazione), che se non opportunamente considerate, possono condurre a distorsioni nel processo di valutazione.

Va rilevato inoltre, come la precisione dei metodi finanziari sia profondamente influenzata dal settore d’appartenenza dell’azienda oggetto di valutazione<sup>36</sup>. Infatti, l’attualizzazione dei cash flows produce risultati attendibili su settori già consolidati. L’attualizzazione dei flussi di cassa relativi ad aziende con business in forte espansione, i cui sviluppi futuri sono permeati da un forte grado di incertezza, rende i criteri finanziari tendenzialmente approssimativi. A scopo esemplificativo, la valutazione di una società come Fastweb (telecomunicazioni e servizi di connettività), con criteri finanziari, nei primi anni ‘2000, avrebbe riscontrato problemi di stima per la crescita esponenziale e inaspettata del settore d’appartenenza.

In generale, quando il Terminal Value<sup>37</sup> (TV) ha un peso eccessivo sul valore attuale dei flussi di cassa è preferibile concentrarsi sui criteri di mercato, che rispecchiano in modo più efficace le aspettative di crescita.

---

<sup>35</sup> L.F. Franceschi, “*Modelli finanziari per la valutazione d’azienda*”, EDUCatt, Milano, 2015

<sup>36</sup> P. Panariello, “*Valutazioni finanziarie per operazioni di investment banking*”, Luiss Business School, Roma, 2020

<sup>37</sup> Si rimanda la definizione di Terminal Value ai paragrafi successivi

I criteri finanziari possono essere classificati in due macrocategorie:

- Il Discounted Cash Flow (DCF)
- Il Dividend Discount Model (DDM)

Di seguito, una sintetica rappresentazione relativa al principio dell'attualizzazione dei flussi, su cui si basano entrambi i metodi finanziari:

$$NPV = c_0 + \frac{c_1}{1+r} + \frac{c_2}{(1+r)^2} + \frac{c_3}{(1+r)^3} + \dots$$

Il principio dell'attualizzazione è un concetto chiave nell'ambito dell'analisi finanziaria, che consiste nel calcolare il valore presente dei flussi di cassa futuri. Questo processo è essenziale per valutare un investimento (in questo caso nel capitale economico d'azienda) in quanto tiene conto del valore del denaro nel tempo.

### 2.1.1 Il Discounted Cash Flow: FCFF e FCFE

Il metodo del DCF attualizza i flussi di cassa futuri al costo del capitale. Va evidenziato come, a seconda della tipologia di flussi di cassa, si giunge a valutazioni differenti, che identificano in modo diretto grandezze diverse del capitale economico.

A tale proposito, si distinguono due varianti del Discounted Cash Flow:

- Variante che attualizza i Free Cash Flow to Firm al costo medio ponderato del capitale (WACC)
- Variante che attualizza i Free Cash Flow to Equity al costo dell'equity ( $K_e$ )

Inoltre, la distinzione tra FCFF e FCFE ci permette di identificare due tipi di valutazioni, generalizzabili a prescindere dell'applicazione sul DCF:

- Valutazioni Asset Side
- Valutazioni Equity Side

I metodi "asset side" utilizzano grandezze finanziarie "unlevered", che non considerano l'effetto della leva finanziaria sull'azienda. D'altra parte, un metodo "equity side" utilizza grandezze finanziarie "levered", tenendo conto, invece, dell'effetto del debito sulla capacità di generare flussi di cassa. Le valutazioni asset side identificano direttamente l'Enterprise Value (EV), mentre quelle equity side identificano l'Equity Value (EV).

Il passaggio dall'Enterprise Value all'Equity Value è possibile sottraendo la Posizione Finanziaria Netta.

La posizione finanziaria netta (PFN) è una misura di Stato Patrimoniale, riclassificato secondo il criterio della Pertinenza Gestionale. La PFN è data la differenza tra il totale dei debiti finanziari, discriminati per scadenza, e le attività liquide, ovvero quelle attività finanziarie di cui si può esigere la conversione immediata in moneta.<sup>38</sup>

Prima di procedere all'analisi degli FCFE e degli FCFE, risulta opportuno mettere a disposizione del lettore un esempio di Stato Patrimoniale riclassificato secondo il criterio della Pertinenza Gestionale e di Conto Economico riclassificato a Valore della Produzione e Valore aggiunto, le cui grandezze sono funzionali alla determinazione dei flussi di cassa<sup>39</sup>.

---

<sup>38</sup> [www.agicap.com](http://www.agicap.com)

<sup>39</sup> P. Naccarato, "*Financial Management*", Luiss Business School, Roma, 2020

<b>STATO PATRIMONIALE "PERTINENZA GESTIONALE"</b>	<b>31-dic-19</b>	<b>31-dic-18</b>
<b>CAPITALE INVESTITO</b>		
immobilizzazioni immateriali	465 €	261 €
immobilizzazioni materiali	6,510 €	5,173 €
(fondi per rischi e oneri)	-249 €	-248 €
(fondo TFR)	-390 €	-444 €
<b>CAPITALE IMMOBILIZZATO NETTO OPERATIVO</b>	<b>6,336 €</b>	<b>4,742 €</b>
rimanenze per materie prime, sussidiarie , di consumo	190 €	417 €
rimanenze prodotti finiti e merci	2,626 €	2,404 €
crediti commerciali	1,566 €	1,353 €
altri crediti operativi a breve termine	562 €	462 €
ratei e risconti attivi	116 €	96 €
(debiti verso fornitori)	-3,520 €	-3,879 €
(debiti tributari)	-337 €	-588 €
(altri debiti operativi a breve termine)	-431 €	-386 €
(ratei e risconti passivi)	-30 €	-18 €
<b>CAPITALE CIRCOLANTE NETTO OPERATIVO</b>	<b>742 €</b>	<b>-139 €</b>
immobilizzazioni finanziarie	0 €	471 €
<b>CAPITALE INVESTITO NON OPERATIVO</b>	<b>0 €</b>	<b>471 €</b>
<b>CAPITALE INVESTITO NETTO</b>	<b>7,078 €</b>	<b>5,074 €</b>

<b>STATO PATRIMONIALE "PERTINENZA GESTIONALE"</b>	<b>31-dic-19</b>	<b>31-dic-18</b>
<b>PFN e PN</b>		
debiti verso banche a breve termine	1,062.00 €	878.00 €
(attività finanziarie a breve termine)	0.00 €	-512.00 €
(disponibilità liquide)	-1,140.00 €	-1,647.00 €
<b>PFN A BREVE</b>	<b>-78.00 €</b>	<b>-1,281.00 €</b>
debiti finanziari e medio lungo termine	1,754.00 €	1,242.00 €
<b>PFN A MEDIO LUNGO TERMINE</b>	<b>1,754.00 €</b>	<b>1,242.00 €</b>
<b>PFN</b>	<b>1,676.00 €</b>	<b>-39.00 €</b>
capitale sociale	480.00 €	480.00 €
riserve di valutazione	80.00 €	80.00 €
riserva legale	96.00 €	96.00 €
altre riserve	4,257.00 €	3,998.00 €
utile netto	489.00 €	459.00 €
<b>PATRIMONIO NETTO</b>	<b>5,402.00 €</b>	<b>5,113.00 €</b>
<b>TOTALE FONTI DI FINANZIAMENTO FINANZIARIE</b>	<b>7,078.00 €</b>	<b>5,074.00 €</b>



CONTO ECONOMICO - VALORE DELLA PRODUZIONE E VALORE AGGIUNTO	31-dic-19	31-dic-18
ricavi	14,030 €	14,176 €
variazione rimanenze prodotti finiti e merci	222 € -	230 €
<b>VALORE DELLA PRODUZIONE</b>	<b>14,252 €</b>	<b>13,946 €</b>
costi per materie prime	- 7,702 €	- 8,348 €
variazione rimanenze materie prime sussidiarie e di consumo	- 227 €	790 €
costi per servizi	- 2,229 €	- 2,028 €
costi per godimento di beni terzi	- 440 €	- 494 €
oneri diversi di gestione (gestione caratteristica)	- 123 €	- 83 €
<b>VALORE AGGIUNTO</b>	<b>3,531 €</b>	<b>3,783 €</b>
salari e stipendi	- 1,780 €	- 1,598 €
oneri sociali	- 547 €	- 520 €
TFR	- 129 €	- 116 €
<b>COSTO DEL LAVORO</b>	<b>2,456 €</b>	<b>2,234 €</b>
<b>EBITDA</b>	<b>1,075 €</b>	<b>1,549 €</b>
ammortamento immobilizzazioni immateriali	- 117 €	- 71 €
ammortamento immobilizzazioni materiali	- 625 €	- 511 €
accantonamento fondo svalutazione crediti	- 9 €	- 7 €
accantonamento fondo rischi e oneri	- 11 €	- €
affitti attivi	12 €	12 €
<b>proventi (oneri gestione accessoria)</b>	<b>12 €</b>	<b>12 €</b>
<b>EBIT</b>	<b>325 €</b>	<b>972 €</b>
proventi finanziari	5 €	4 €
oneri finanziari	- 187 €	- 135 €
capital gain	525 €	- €
altri proventi straordinari	70 €	125 €
oneri straordinari	- 15 €	- 2 €
<b>EBT</b>	<b>723 €</b>	<b>964 €</b>
importe sul reddito	- 234 €	- 505 €
<b>UTILE NETTO</b>	<b>489 €</b>	<b>459 €</b>

Gli FCFF, usati nella variante asset side del DCF, rappresentano i flussi di cassa liberi per azionisti e obbligazionisti. La loro determinazione segue l'ordine sottostante:

- NOPAT (Net Operating Profit After Taxes)
- +/- ammortamenti, accantonamenti e altre componenti del reddito prive di manifestazione monetaria
- - variazione del capitale circolante netto
- - spese in capitale fisso (CAPEX)

Il Free Cash Flow to the Firm viene calcolato a partire dal NOPAT, ovvero il prodotto tra dell'EBIT (Earnings Before Interest and Taxes) e un fattore che tiene conto delle imposte ( $1 - tax$ ). L'utilizzo dell'EBIT, che non considera gli effetti sul reddito dell'indebitamento, ovvero gli interessi, risponde all'esigenza di utilizzare grandezze unlevered.

Al NOPAT viene poi sottratta la variazione del capitale circolante netto e la variazione delle immobilizzazioni materiali e immateriali (e finanziarie se considerate capitale fisso), ovvero le CAPEX, più gli ammortamenti e gli accantonamenti.

Le CAPEX, o le spese in capitale fisso, indicano la quantità di denaro che l'azienda ha investito in asset a lungo termine, mentre la variazione del capitale circolante netto (CCN) rappresenta la capacità di produrre cassa (quando la variazione è negativa) e l'assorbimento della cassa disponibile (quando la variazione è positiva), attraverso la gestione del magazzino e delle relazioni commerciali con clienti e fornitori<sup>40</sup>.

Gli ammortamenti e gli accantonamenti, in fine, rappresentano le spese relative all'usura e al deprezzamento degli asset a lungo termine.

Gli FCFE, ovvero i flussi di cassa liberi per gli azionisti, che attualizzati al Ke stimano direttamente l'Equity Value, vengo invece calcolati come segue:

- Utile netto
- +/- ammortamenti, accantonamenti e altre componenti del reddito prive di manifestazione monetaria
- - variazione del capitale circolante netto
- - spese in capitale fisso (CAPEX)
- + variazione dell'indebitamento netto (+ nuovo debito emesso – debito rimborsato)

Appare evidente come, trattandosi della variante equity side, si utilizzi una grandezza di partenza levered. Infatti, l'utile netto sconta l'effetto leva sulla capacità di generare reddito, sottraendo gli interessi.

Inoltre, per isolare i flussi di cassa disponibili per gli azionisti, al netto del pagamento degli obbligazionisti, viene considerata la variazione dell'indebitamento netto. Se quest'ultima è positiva, significa che il debito contratto è maggiore di quello rimborsato, dunque nelle casse dell'azienda c'è disponibilità per investire; per contro, un maggiore rimborso del debito assorbe cassa.

---

<sup>40</sup> Sottrarre la variazione deriva proprio dalla relazione inversa tra segno e produzione/assorbimento della cassa

Dopo aver proiettato i flussi di cassa disponibili, in entrambe le configurazioni, sull'intervallo temporale futuro d'interesse, si procede all'applicazione del fattore di sconto. Tale fattore considera il costo medio ponderato del capitale (WACC) nel caso degli FCFF e il costo dell'equity (Ke) per gli FCFE.

Il calcolo del WACC, comprensivo dello stesso Ke, segue la formula:

$$WACC = \frac{E}{E + D} * R_E + \frac{D}{E + D} * R_D * (1 - T)$$

Dove:

- E = valore dell'equity
- D = valore del debito
- Re (Ke) = costo dell'equity
- Rd (Kd) = costo del debito
- T = aliquota fiscale

Dalla formula si evince come il WACC rappresenti la media del rendimento atteso dei mezzi propri e del debito ponderata rispettivamente per la struttura dell'equity e per la struttura del debito.<sup>41</sup> Nella formula, inoltre, il costo del debito viene moltiplicato per lo scudo fiscale, che esplicita la deducibilità degli interessi passivi. Lo scudo fiscale incentiva il ricorso al debito. Infatti, un maggiore ricorso al debito, produce effetti positivi sul costo medio ponderato del capitale. A sua volta, tuttavia, un maggior livello di indebitamento incide sul rischio di credito sopportato dai finanziatori, dunque sul livello stesso del tasso d'interesse. Raggiungere un livello di indebitamento ottimale, che produca il massimo beneficio sul costo dell'equity, incide direttamente sull'esito di una valutazione di tipo finanziario. Infatti, definire la struttura finanziaria efficiente per un'impresa significa individuare la combinazione di debito e di equity che massimizza il valore aziendale. Per specificare il concetto di debito sostenibile bisogna

---

<sup>41</sup> F. André, G. Roland, A. Szafarz, "A General Formula for the wacc", international journal of business, 2006

certamente porre l'attenzione su tre fattori che influenzano l'efficienza del debito, dunque la sua sostenibilità:

1. Contrarre debiti influisce positivamente, fino ad un certo livello, sul rendimento del capitale proprio a causa del beneficio su quest'ultimo dello scudo fiscale (deducibilità degli interessi passivi)
2. Il costo dell'equity beneficia degli effetti dello scudo fiscale derivanti dal ricorso al debito, ma allo stesso tempo, all'aumentare del debito aumenta il rischio di fallimento e dissesto dell'impresa; tale rischio incide significativamente sul tasso al quale le l'impresa stessa accede al debito.
3. Inoltre, nell'ottica dell'investitore, che viene remunerato al tasso  $K_e$  per la partecipazione al rischio aziendale, una maggiore efficienza della struttura finanziaria tramite ricorso al debito, ritarda il tempo di remunerazione degli azionisti a causa della prelazione degli obbligazionisti. Parallelamente, il beneficio per gli azionisti in termini di remunerazione viene compensato, in parte, da una maggior tassazione sul proprio reddito.

Dati questi presupposti, è possibile definire efficiente la struttura finanziaria di un'impresa, quando il beneficio sul  $K_e$  derivante dallo scudo fiscale è maggiore della perdita derivante da un incremento del tasso di rischio aziendale, ovvero da una maggiorazione del tasso di interesse attraverso cui l'impresa ricorre al debito.

Per monitorare l'efficienza del livello di indebitamento, si potrebbe far riferimento al Return On Equity (ROE= Utile netto/Patrimonio netto).

Il ROE rappresenta la redditività del capitale netto investito nella società, ovvero il profitto netto diviso per il patrimonio netto della società.

$$ROE= ROI+ ((ROI-id)*D/E)^{42}$$

Dalla scomposizione del ROE, emerge come l'indebitamento possa ritenersi sostenibile quando mantiene uno spread positivo col tasso di indebitamento (id), con un conseguente beneficio sulla redditività del capitale proprio, quindi sul costo medio ponderato del capitale. Il punto di ottimo è quello che massimizza l'effetto addizionale

---

<sup>42</sup> S. Fontana, "Valutazione d'azienda", La Sapienza, Roma, 2020

sul ROI della leva finanziaria nel complesso, considerando sia il rischio (quindi id) sia il rapporto di indebitamento (D/E) da cui quest'ultimo dipende<sup>43</sup>.

Tornando alle componenti del WACC, il Ke generalmente viene stimato attraverso il Capital Asset Pricing Model (Capm).

Equazione 1

$$\text{Capm: } R_{it} - R_{ft} = \beta_{it} (R_{mt} - R_{ft})$$

Il Capm ipotizza che il rendimento del titolo iesimo, corretto per il tasso risk free, abbia una relazione lineare con il rendimento del mercato. Il parametro Beta, che esprime il rischio sistematico del titolo e corrisponde alla pendenza della retta di regressione, quantifica la relazione tra titolo e benchmark.

Può assumere differenti valori:

- $\beta=1$  esprime la stessa rischiosità del titolo e del mercato. Ad una variazione del mercato, corrisponde una variazione direttamente proporzionale del titolo
- $\beta>1$  esprime maggior rischiosità del titolo rispetto al mercato (over performance)
- $\beta<1$  esprime minor rischiosità del titolo rispetto al mercato (under performance)
- $\beta<0$  esprime relazione inversa fra titolo e mercato

Il costo dell'equity rappresenta il rendimento per l'azionista, dunque portando a destra  $R_f$  dall'equazione 1, è possibile riscrivere il CAPM come segue:

Equazione 2

$$K_e = R_f + \beta_{it} (R_{mt} - R_{ft})$$

---

<sup>43</sup> C. Porzio, "La valutazione degli investimenti - La valutazione finanziaria: definizione dei flussi rilevanti nel Costo del Capitale", Luiss Business School, Roma, 2020

Il CAPM è un modello economico, che viene spiegato attraverso il modello statistico della regressione lineare, secondo la quale:

Equazione 3

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha + \beta_{it} (R_{mt} - R_{ft})$$

Nel modello di regressione lineare, il rendimento del titolo dipende, oltre che dalla componente sistematica, da una componente idiosincratca (alpha). L'alpha è l'intercetta della retta di regressione lineare e rappresenta la capacità del titolo di generare profitti e perdite a prescindere al mercato di riferimento. Dunque, per spiegare il Capm attraverso il modello di regressione lineare, bisognerebbe testare  $\alpha = 0$ <sup>44</sup>.

Il modello di regressione lineare stima il Beta regredendo il log-rendimenti del titolo al netto del Risk free (Ke-Rf) contro il log rendimenti del portafoglio di mercato al netto del risk free (Rm-Rf). Generalmente si considera una serie storica di 3/5 anni e rendimenti giornalieri/settimanali/mensili.

Analiticamente, si sviluppa l'equazione 1 sull'intervallo di tempo e si procede alla stima del Beta. La formula dello stimatore per il coefficiente di regressione lineare, attraverso il metodo dei minimi quadrati ordinari (OLS), è la seguente:

Equazione 4

$$\hat{\beta}^{ols} = (\mathbf{x}'\mathbf{x})^{-1}\mathbf{x}'\mathbf{y} \quad ^{45, 46}$$

Il Beta ottenuto, inoltre, deve essere validato attraverso test di significatività per poter essere considerato attendibile.

La stima del Beta storico appena descritta presuppone di avere a disposizione uno storico dei prezzi, per altro sufficientemente sviluppato. Ciò, nel caso in cui si analizzi una società non quotata, o quotata da poco tempo, risulta impossibile. In questo caso, si fa ricorso alla stima del beta *bottom-up*<sup>47</sup>, che prevede:

---

<sup>44</sup> S. Hurn, L. Martin, J. Yu, C.B. Phillips, "Financial Econometric Modeling", OUP USA, 2020

<sup>45</sup> Espressione in forma matriciale del rapporto tra covarianza tra titolo e mercato e varianza del titolo

<sup>46</sup> Il Beta ottenuto, inoltre, deve essere validato attraverso test di significatività per poter essere considerato attendibile

<sup>47</sup> A. Damodaran, "Ten Questions about Bottom-up Betas.", NYU, 2017

- l'individuazione dei business in cui opera l'impresa da valutare
- l'individuazione di un panel di imprese comparabili per ogni area di business rilevata nella fase precedente
- la stima del beta levered (beta storico) delle società comparabili
- la conversione dei beta levered in beta unlevered, che non tengono conto della struttura del capitale (formula di Hamada):

$$\beta_U = \frac{\beta_L}{\left[1 + \frac{D}{E}(1-t)\right]}$$

- il calcolo del beta unlevered medio come media ponderata dei beta unlevered dei comparables, dove i pesi rappresentano la quota di business coperta dal comparabile sull'attività complessiva della società.
- Il calcolo del beta unlevered della società oggetto di valutazione, sostituendo al beta unlevered medio la sua specifica struttura del capitale
- Definire il beta levered della società, usando la formula di Hamada inversa:

$$\beta_L = \beta_U \left(1 + (1-t)\left(\frac{D}{E}\right)\right)$$

Le ultime due componenti del Ke da analizzare, dunque del WACC, sono relative al concetto di Risk free (Rf) e di Market Risk Premium (MRP = Rm-Rf).

Nel CAPM (eq.2), il tasso privo di rischio (Rf) deve essere considerato in termini nominali se i flussi di cassa sono nominali, altrimenti va espresso in termini reali, scontando l'inflazione implicita<sup>48</sup>. Generalmente, si prende come riferimento il rendimento medio di un titolo di debito sovrano decennale, che fa da proxy del concetto di "Rischio 0".

---

<sup>48</sup> M. Rutigliano, "La valutazione delle banche e degli altri intermediari finanziari", Egea, 2018

Per quanto riguarda il MRP, ci si riferisce ai rendimenti dell'indice di mercato in cui è quotato il titolo da analizzare, o in cui sono quotati i comparables nel caso di Beta bottom-up, al netto del Risk Free. Ovviamente, il paese relativo al titolo di stato che fa da proxy del "rischio 0" deve corrispondere al paese del benchmark azionario.

Inoltre, secondo Damodaran, nel caso in cui l'indice di mercato faccia capo a paesi emergenti, i cui dati potrebbero essere difficilmente reperibili o troppo volatili, risulta opportuno correggere l'MRP con un Country Risk Premium (CERP). Per il calcolo del CERP possono essere utilizzate due modalità:

- **Default spread on Country Bond:** il premio per il rischio azionario del paese è posto uguale al *default spread* dell'obbligazione sovrana. Si calcola come differenziale di rendimento tra il titolo di stato del paese emergente e quello del paese sviluppato (denominati nella stessa valuta).
- **Relative Equity Market approach:** il premio al rischio paese, in questo caso, si basa sulla volatilità del mercato in questione rispetto al mercato sviluppato. Si calcola come rapporto tra la deviazione standard di benchmark comparabili del paese emergente (volatilità maggiore) e del paese sviluppato (meno volatile)<sup>49</sup>.

Una volta calcolati tassi e flussi di cassa, è possibile procedere con l'attualizzazione. In particolare, si configurano tre modalità di calcolo per entrambe le varianti del DCF (con FCFF e con FCFE), rappresentative di diversi scenari. Ogni scenario assume una specifica dinamica di crescita dei flussi di cassa:

- **scenario Steady State:** in questo scenario, si assume che l'azienda stia operando a regime e che i flussi di cassa futuri rimangano costanti nel tempo<sup>50</sup>.

$$\text{Enterprise value} = \frac{FCFF}{WACC}$$

---

<sup>49</sup> A. Damodaran, "Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation, and Implications", Stern School of Business, 2022

<sup>50</sup> M. Goedhart, T. Koller, D. Wessels, "Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies", McKinsey & Company, 2020



$$\text{Equity value} = \frac{FCFE}{Ke}$$

- scenario **Steady Growth**: in questo scenario, si presume che l'azienda stia crescendo a un tasso costante nel tempo.<sup>51</sup>

$$\text{Enterprise value} = \frac{FCFF_1}{WACC - g}$$

$$\text{Equity value} = \frac{FCFE_1}{Ke - g}$$

“g”, che sconta il Ke o il WACC nell’attualizzazione in perpetuity, rappresenta il tasso di crescita.

$$g_{\text{reale}} = \text{ROC} * \text{Tasso di reinvestimento}$$

$$g_{\text{nominale}} = (1+g_{\text{reale}})*(1+\text{tasso di inflazione attesa})-1$$

dove:

$$\text{ROC} = \text{Return on capital} = \frac{EBIT*(1-t)}{\text{Capitale investito}}^{52}$$

$$\text{Tasso di reinvestimento} = \frac{\text{Spese in conto capitale} - \text{ammortamenti} + / - \text{CCN}}{NOPAT}^{53}$$

- scenario **Analitico**: questo metodo utilizza il valore residuo dell'azienda al termine del periodo di previsione dei flussi di cassa.

$$\text{Enterprise value} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF}{(1+WACC)^t} + \frac{TV}{(1+WACC)^n}$$

<sup>51</sup> A. Damodaran, “Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset”, Stern School of Business, Wiley, 2012

<sup>52</sup> Misura di stato patrimoniale riclassificato secondo il criterio della “Pertinenza Gestionale”

<sup>53</sup> M. Rutigliano, “La valutazione delle banche e degli altri intermediari finanziari”, Egea, 2018

$$\mathbf{Equity\ value} = \sum_{t=1}^n \frac{\mathbf{FCFE}}{(1+Ke)^t} + \frac{\mathbf{TV}}{(1+Ke)^n}$$

Il Terminal Value, o valore terminale, è il valore atteso dell'impresa o del progetto alla fine del periodo di previsione utilizzato per la valutazione. In altre parole, rappresenta il valore dell'impresa alla fine del periodo di previsione, e viene utilizzato per calcolare il valore attuale della stessa, poiché il valore attuale si basa sui flussi di cassa futuri.

Generalmente il TV viene calcolato attualizzando in perpetuity il flusso di cassa a regime (FCFF o FCFE) con il tasso di sconto (WACC o Ke) scontato per il tasso di crescita  $g$ .

$$TV = \frac{(FCFF * (1 + g))}{(WACC - g)}$$

$$TV = \frac{(FCFE * (1 + g))}{(Ke - g)}$$

### 2.1.2 Il Dividend Discount Model<sup>54</sup>

Il Dividend Discount Model (DDM) è un metodo di valutazione basato sull'attualizzazione dei dividendi futuri. Questo modello viene utilizzato soprattutto in presenza di aziende mature e stabili, le quali presentano flussi di cassa costanti e una storia di dividendi regolari o in aumento stabile, che permettono di stimare il tasso di crescita futuro.

Il Discounted Cash Flow (DCF), d'altra parte, è un modello di valutazione più completo, che prende in considerazione tutti i flussi di cassa attesi dell'azienda, inclusi i flussi di cassa futuri provenienti da investimenti in progetti di sviluppo o di espansione. Tuttavia, quando i flussi di cassa non possono essere stimati con ragionevole accuratezza, anche sulla base delle assunzioni previste nei piani strategici, l'applicazione del DCF potrebbe distorcere la valutazione. In generale, il DDM è un modello relativamente semplice e rapido per valutare un'azienda, ma presenta alcune limitazioni. Ad esempio, non tiene conto dei cambiamenti nel valore dell'azienda che possono derivare da fattori non legati ai dividendi, come la crescita del mercato o la riduzione dei costi. Inoltre, il DDM può essere meno accurato per le aziende che pagano dividendi irregolari o non pagano dividendi affatto.

Il DDM attualizza i dividendi attesi, che rappresentano i flussi di cassa effettivamente ricevuti dagli azionisti. Essendo un metodo equity side, il tasso d'attualizzazione utilizzato nel modello è il  $K_e$ , analogamente al DCF con FCFE.

Anche il DDM distingue diversi scenari di crescita dei flussi sulla base delle assunzioni di lungo termine relative all'attività dell'azienda oggetto di valutazione.

Lo scenario di più immediata implementazione assume che l'azienda continui a operare sul mercato per un tempo indeterminato. L'implementazione di questa ipotesi prevede l'attualizzazione dei dividendi attesi al tempo  $t$  per un periodo infinito al costo dell'equity:

$$Equity Value = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{DIV_t}{(1 + K_e)^t}$$

---

<sup>54</sup> Per la stesura di questo argomento si veda A. Damodaran, "Valutazione delle aziende", Maggioli Education, 2014

Un secondo scenario, invece, ipotizza che i dividendi siano in grado di crescere ad un tasso “g” costante nel tempo e viene implementato dal “Modello di Gordon”. Il modello di Gordon prevede l’attualizzazione in perpetuity del primo dividendo atteso al costo dell’equity, scontato per il fattore di crescita “g”. Per produrre risultati attendibili, il fattore di crescita non può essere superiore al tasso di crescita atteso di lungo termine del sistema finanziario in cui opera l’azienda.

$$Equity Value = \frac{DIV1}{Ke - g}$$

Un’ultima ipotesi, che assimila le prime due, è rappresentata dal modello a due stadi. Tale modello assume che l’azienda non operi ancora a regime e che possa distribuire dividendi straordinariamente crescenti per un periodo determinato, per poi stabilizzarli ad un tasso di crescita costante per un periodo ipoteticamente infinito. Il modello a due stadi, distinguendo un periodo di crescita straordinaria e un periodo di crescita stabile, attualizza la prima serie di dividendi ad un Costo dell’equity maggiore di quello utilizzato nel TV.

Relativamente alla componente di crescita straordinaria, è possibile stimare un tasso g (superiore a quello usato nel TV con crescita costante) o stimare analiticamente i dividendi nel periodo di previsione interessato.

Il modello a due stadi, nell’ipotesi di stima analitica dei dividendi per il periodo di crescita straordinaria, può essere riassunto dalla formula seguente<sup>55</sup>:

$$Equity Value = \sum_{t=1}^n \frac{DIVt}{(1 + Ke1)^t} + \frac{DIVn + 1}{(Ke2 - g)(1 + Ke2)}$$

## 2.2 I metodi comparativi

---

<sup>55</sup> M. Rutigliano, “La valutazione delle banche e degli altri intermediari finanziari”, Egea, 2018

I metodi di valutazione comparativi sono tra gli strumenti più utilizzati per determinare il valore di un'azienda o di un'attività economica. Essi si basano sulla comparazione dell'azienda da valutare con altre simili già esistenti sul mercato. I principali metodi comparativi sono:

- il metodo dei multipli di borsa
- il metodo delle transazioni comparabili.

“i multipli costruiti nel primo modo sono molto più affidabili, derivando da dati ufficiali. Inoltre, si riferiscono a operazioni omogenee: i contratti di Borsa. I prezzi derivanti da negoziazioni confrontabili sono spesso eterogenei per natura, condizioni e tempi di rilevazione. Pongono inoltre il problema del passaggio dal prezzo della quota di capitale negoziata al presumibile prezzo dell'intera azienda.”<sup>56</sup>

I multipli di borsa si basano basata sulla comparazione metriche aziendali di società quotate. Nella pratica, si confrontano i multipli di società comparabili, si calcola un valore medio e si applica alla società d'interesse.

Quello dei multipli di borsa è uno dei metodi di valutazione più utilizzati per la sua semplicità e immediatezza d'implementazione nel determinare il valore stand alone.

Tale metodo, consta di diverse fasi:

- individuazione del campione di comparables in base caratteristiche dell'azienda da valutare
- scelta del multiplo
- applicazione del multiplo

Nella scelta del campione influiscono molteplici variabili, di carattere qualitativo e quantitativo. Gli aspetti generalmente considerati più rilevanti nella composizione del campione di comparables sono<sup>57</sup>:

- settore

---

<sup>56</sup> Principi italiani di valutazione, 2015

<sup>57</sup> [www.studiofazzini.it](http://www.studiofazzini.it)

- ambito territoriale
- posizionamento strategico
- appartenenza a un gruppo
- maturity
- periodo temporale di riferimento
- dimensione, misure di performance, livello di indebitamento
- regime fiscale

Le caratteristiche sui cui si basa la scelta dei comparables influenzano a loro volta la scelta del multiplo, le cui grandezze devono cogliere in maniera efficiente il valore d'azienda, proprio sulla base delle sue caratteristiche.

In base al tipo grandezza utilizzata, si distinguono multipli equity side, funzionali al calcolo diretto dell'Equity Value, e multipli asset side, che giungono invece all'Enterprise Value.

I principali multipli asset side sono:

- $EV^{58}/EBITDA$
- $EV/EBIT$
- $EV/EBT$
- $EV/SALES$

L'utilizzo di grandezze più o meno ampie al denominatore permette di scontare sull'Enterprise Value (EV) aspetti diversi della gestione aziendale. Ad esempio, l'utilizzo dell'EBITDA permette, a differenza dell'EBT, di valutare l'azienda al lordo dell'impatto delle scelte in merito al livello di indebitamento. L'utilizzo dell'EBIT, invece, è preferibile quando oltre a risultare più opportuna una grandezza che non considera l'effetto della leva finanziaria, si vogliono mettere in evidenza le scelte del management sulle politiche di bilancio relative all'iscrizione dei costi non monetari. Quando l'azienda oggetto di valutazione presenta margini reddituali esigui, o addirittura negativi, si può ricorrere all'utilizzo del fatturato (SALES).

---

<sup>58</sup> Il valore dell'EV sui multipli di borsa si riferisce alla capitalizzazione di mercato

Uno dei multipli equity side di più diffusa applicazione è il Price/Earnings (P/E). Tale indice, rapporta il prezzo azionario agli utili per azione (EPS).

$$\text{Multiplo} = \frac{\text{Price}}{\text{Earnings Per Share}} = \frac{P}{E}$$

Il largo utilizzo del P/E è riconducibile all'immediatezza e alla semplicità d'applicazione di cui si caratterizza. Infatti, sia il prezzo che l'EPS sono grandezze facilmente reperibili. Inoltre, l'uso del prezzo conferisce al valutatore discrezionalità sul time frame a cui riferirsi. Il P/E è un indice di rischio che esprime il tempo attraverso cui gli utili aziendali ripagheranno il prezzo pagato per detenere una partecipazione. Un P/E più elevato o inferiore rispetto alla media di settore, esprime, relativamente, sopravvalutazione e sottovalutazione del titolo.

I limiti principali di questo multiplo sono tre<sup>59</sup>:

- È influenzato, come l'EBIT, dalle politiche di bilancio e dagli standard contabili relativi ai costi non monetari
- È influenzato dal livello di indebitamento. Infatti, pone al denominatore gli utili, che scontano il pagamento degli interessi sul reddito
- È influenzato dalla fiscalità del paese d'appartenenza. Ciò rappresenta un limite per la composizione geografica del campione di comparables.

I multipli di borsa rapportano i prezzi di mercato a grandezze di bilancio.

I multipli delle transazioni comparabili, invece, utilizzano i prezzi relativi a operazioni di M&A comparabili a quella oggetto di valutazione. Il vantaggio delle transazioni comparabili è che si basano su dati reali, provenienti da vendite effettivamente avvenute nel mercato. Tuttavia, questo metodo di valutazione può essere meno preciso dei multipli di borsa poiché è difficile trovare transazioni veramente simili a quella da valutare e perché il prezzo di vendita di un'attività dipende da molti fattori contingenti.

I multipli che rispecchiano il valore al quale un'operazione di fusione o d'acquisizione

---

<sup>59</sup> [www.studiofazzini.it](http://www.studiofazzini.it)

è avvenuta incorporano, oltre al valore stand alone, il valore di controllo, il valore delle sinergie ed eventuali componenti incrementali o decrementali di natura negoziale. Questo, da un lato attribuisce al multiplo una maggior completezza nella rappresentazione del valore aziendale e consente un'ulteriore semplificazione e snellimento del processo valutativo, dall'altro, potrebbe generare facilmente delle distorsioni. Infatti, molto spesso i multipli utilizzati non risultano omogenei per condizioni congiunturali e negoziali. Dunque, la semplificazione dell'iter valutativo è controbilanciata da una maggiore complessità nell'individuazione del panel di transazioni comparabili.

### 2.3 Gli altri metodi: patrimoniale, reddituale e misto

Il ricorso agli altri metodi di valutazione discende da due esigenze principali:

- applicazione di metodi di controllo
- applicazione sostitutiva ai metodi analitici e comparativi.

Un metodo di controllo è una tecnica che viene utilizzata parallelamente all'applicazione dei metodi principali. I metodi di controllo hanno lo scopo di validare i risultati ottenuti dai metodi principali e di monitorarne gli esiti di questi ultimi nel tempo.

Inoltre, i metodi patrimoniali, reddituali e misti rappresentano dei validi sostituti quando le previsioni sui flussi di cassa sono permeate da un alto grado di incertezza e al contempo non si dispone dei dati necessari per i metodi comparativi. Ad esempio, nel caso di società non quotate, che operano in settori di nicchia, potrebbe risultare complesso identificare un panel di società o di transazioni comparabili in modo efficiente. I criteri di valutazione alternativi si distinguono in tre macrocategorie:

- “**patrimoniale** - si basa sulla stima del prezzo che dovrebbe essere pagato per acquisire i singoli elementi del capitale d'impresa. Può tenere conto anche dei beni immateriali, oltre che di quelli materiali”<sup>60</sup>.
- **reddituale** – “si basa sull'attualizzazione dei redditi previsti per i singoli esercizi appartenenti al periodo di proiezione, più (eventualmente) un valore

---

<sup>60</sup> [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)



terminale che rispecchia i redditi che l'impresa produrrà nel periodo che va dalla fine dell'orizzonte temporale all'infinito”<sup>61</sup>

- **“patrimoniale-reddituale”** - permette di considerare sia la componente patrimoniale che la capacità di un'impresa di generare un reddito superiore al rendimento “normale” del patrimonio netto”<sup>62</sup>

Il criterio patrimoniale è particolarmente adatto per le aziende che hanno una marginalità ridotta perché, in questi casi, la valutazione basata sui flussi di cassa futuri potrebbe essere difficile da effettuare o poco affidabile. Le aziende con una marginalità ridotta possono avere flussi di cassa incerti. Tale incertezza rende difficile l'applicazione del metodo DCF<sup>63</sup>. Inoltre, queste aziende possono avere una minore capacità di generare profitti a breve termine, rendendo difficile utilizzare il criterio reddituale per la valutazione.

Il criterio patrimoniale si basa sulla valutazione degli asset dell'azienda, come gli immobili, i macchinari e i marchi registrati. Questi asset possono essere valutati in modo relativamente semplice e oggettivo, indipendentemente dalla capacità dell'azienda di generare flussi di cassa futuri o di realizzare profitti a breve termine. Inoltre, il criterio patrimoniale può essere utile per valutare l'effettiva consistenza patrimoniale, la solidità finanziaria e la capacità dell'azienda di far fronte a eventuali perdite. L'applicazione del metodo patrimoniale ritenuta più efficiente dalla letteratura corrisponde al metodo *metodo patrimoniale complesso*, che a differenza del *patrimoniale semplice*, va oltre la semplice rettifica delle attività e delle passività in bilancio<sup>64</sup>.

Il metodo patrimoniale complesso consta delle seguenti fasi:

- Valutazione degli asset dell'azienda al valore di carico o a valore di realizzo

---

<sup>61</sup> [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

<sup>62</sup> [www.studiofazzini.it](http://www.studiofazzini.it)

<sup>63</sup> M. Goedhart, T. Koller, D. Wessels, “*Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*”, McKinsey & Company, 2020

<sup>64</sup> M. Rutigliano, “*La valutazione delle banche e degli altri intermediari finanziari*”, Egea, 2018

- Calcolo del valore netto contabile: dato dalla differenza tra l'attivo e il passivo dell'azienda.
- Applicazione di rivalutazioni: il valore netto contabile può essere soggetto a diverse rivalutazioni al fine di tener conto di fattori esterni che possono influire sulla valutazione dell'azienda. Ad esempio, possono essere applicate le rivalutazioni per tenere conto dell'inflazione o delle variazioni del tasso di cambio.
- Una volta applicate le rivalutazioni, si procede al calcolo del valore d'azienda, che considera, inoltre, il valore aggiuntivo generato dall'azienda al di sopra del suo valore patrimoniale. Tale valore aggiuntivo si riferisce al *fai value* delle attività e delle passività non registrate in bilancio.

I metodi reddituali, d'altro canto, si concentrano sulla produzione di reddito, non sulla sua distribuzione come nel DDM o nella variante equity side del DCF. Il metodo reddituale si applica in particolare ai casi in cui l'azienda ha una storia operativa consolidata e si prevede che continui ad operare in futuro in modo sostanzialmente analogo al passato. Dunque, si fa riferimento allo scenario *Steady State*.

È possibile applicare il metodo reddituale sia nella variante *equity side*, attualizzando in perpetuity l'utile netto a regime al  $K_e$ , che la variante *asset side*, utilizzando però l'EBIDA/EBIT al netto delle imposte (in quanto grandezze unlevered) e il WACC.

1. Variante equity side:

$$Equity Value = \frac{Utile\ netto\ t}{K_e}$$

2. Variante asset side:

$$Equity Value = \frac{NOPAT\ t}{K_e}$$

Per concludere, il metodo misto, che valuta al contempo la componente patrimoniale e reddituale, prevede:

$$Equity\ Value = K_0 + \sum_{t=1}^n (R_t - i' * K_t - 1) * (1 + i'')^{-t}$$

dove:

- $K_0$  = patrimonio netto rettificato
- $R_t$  = reddito atteso nello scenario steady state
- $i'$  rendimento dei mezzi propri
- $i' * K_t - 1$  = redditività del patrimonio netto rettificato;
- $(1 + i'')^{-t}$  = coefficiente di attualizzazione dei flussi attesi corretti

il criterio misto reddituale-patrimoniale definisce il valore d'azienda attraverso due componenti: la somma del valore del patrimonio netto e il valore presente dei flussi di reddito attesi generati dall'attività dell'azienda (cioè il suo reddito). Nel calcolo del valore presente dei flussi di reddito futuri, inoltre, il reddito atteso viene corretto per la redditività del patrimonio.

In sintesi, il criterio misto reddituale-patrimoniale consente di valutare l'azienda in base alla sua capacità di generare profitti futuri e alla sua capacità di generare valore attraverso i suoi asset.

## Capitolo 3: la valutazione delle banche

### 3.1 I metodi finanziari: la variante Excess Capital

Finora sono stati esaminati i metodi generali di valutazione stand alone, dalla cui efficienza dipende il buon esito delle aggregazioni societarie. Tuttavia, per applicare tali metodi in modo efficiente, è necessario declinarli rispetto alle specifiche caratteristiche dell'azienda oggetto di valutazione, a partire dalle peculiarità di settore. Infatti, il principio alla base di ogni tecnica di valutazione consiste nell'intercettare la capacità dell'azienda di generare valore in futuro. Questa capacità, a sua volta, dipende come l'azienda svolge la propria attività caratteristica che, per definizione, è fortemente influenzata dal settore d'appartenenza.

In altre parole, le varianti dei metodi di valutazione devono essere personalizzate e adattate alle specifiche caratteristiche dell'azienda e del settore in cui opera, in modo da cogliere con precisione l'efficienza dell'attività caratteristica e la sua capacità di generare valore.

In questo contesto, l'Excess Capital, ovvero il capitale in eccesso rispetto ai requisiti minimi di vigilanza imposti dalle autorità, rappresenta un elemento cruciale per la valutazione delle società bancarie, poiché declina i metodi di valutazione generali in base al concetto di attività bancaria e alla disciplina prodotta dalle autorità di vigilanza.

Prima di procedere alla descrizione analitica della suddetta variante, risulta opportuno soffermarsi sui presupposti che la giustificano, dunque, sul concetto di attività bancaria e di requisiti patrimoniali.

In primo luogo, l'articolo 10 del Testo Unico Bancario qualifica le banche come quelle società autorizzate allo svolgimento dell'attività bancaria. Nello specifico, secondo l'articolo 10:

1. “La raccolta di risparmio tra il pubblico e l'esercizio del credito costituiscono l'attività bancaria. Essa ha carattere d'impresa.

2. L'esercizio dell'attività bancaria è riservato alle banche.

3. Le banche esercitano, oltre all'attività bancaria, ogni altra attività finanziaria, secondo la disciplina propria di ciascuna, nonché attività connesse o strumentali. Sono salve le riserve di attività previste dalla legge”<sup>65</sup>.

Il testo normativo, definendo il concetto di attività bancaria, specifica quale sia l'attività caratteristica di una banca, ovvero la raccolta del risparmio e la contestuale erogazione del credito. Le banche, infatti, corrispondendo interessi passivi sulla raccolta e percependo interessi attivi sull'erogazione, basano la propria attività sulla produzione di margine da interesse. Inoltre, al pari di altre società finanziarie non bancarie, le banche sono dedite alla produzione di margine commissionale, derivante dalla prestazione di servizi d'investimento e da attività connesse e strumentali all'intermediazione creditizia.

Nonostante il prevalente modello di banca universale e il fatto che le banche non si dedichino solo alla produzione di margine di interesse, l'elemento che rende una banca tale è l'intermediazione creditizia. Questo significa che la funzione principale di una banca è quella di facilitare l'incontro tra domanda e offerta di credito.

Traslando questo concetto nel contesto della valutazione d'azienda, che come sottolineato in precedenza dovrebbe adattarsi all'attività caratteristica del soggetto da valutare, risulta evidente come i metodi teoricamente più coerenti con la valutazione di una società bancaria siano metodi Equity Side. I metodi Equity Side, infatti, utilizzando grandezze levered, che pongono enfasi sulla capacità dell'ente creditizio di generare margine da interesse. La gestione finanziaria, infatti, che per le società non bancarie viene tendenzialmente considerata extra caratteristica, costituisce il core business di una banca.

L'attività bancaria rappresenta una componente essenziale dell'architettura finanziaria contemporanea, in quanto consente l'allocazione efficiente delle risorse finanziarie a livello globale. Tuttavia, poiché tale attività comporta l'assunzione di rischi di varia natura, la regolamentazione bancaria prevede l'adozione di misure di vigilanza prudenziale volte a garantire la stabilità del sistema finanziario e la protezione dei consumatori.

---

<sup>65</sup> Art. 10 T.U.B.

In particolare, i requisiti di capitale costituiscono uno dei principali presidi di vigilanza prudenziale a cui le banche sono sottoposte. Tali requisiti si basano sulla quantificazione del rischio a cui la banca è esposta e prevedono la dotazione di un ammontare minimo di capitale di base e di capitale supplementare, al fine di far fronte alle eventuali perdite derivanti dall'attività svolta.

La regolamentazione europea in materia di requisiti di capitale è stata profondamente rivista a seguito della crisi finanziaria del 2008. Attualmente, la principale fonte normativa è rappresentata dalla Direttiva Capital Requirements Directive V (CRD V) e dal Regolamento Capital Requirements Regulation (CRR II), che attuano l'accordo di Basilea III e prevedono l'adozione di requisiti di capitale armonizzati a livello europeo.

L'osservanza dei requisiti di capitale costituisce un elemento chiave per la valutazione della solidità finanziaria delle banche e della loro capacità di generare valore nel medio-lungo periodo.

L'eccesso di capitale, che i singoli istituti accantonano a riserva in modo discrezionale, rispetto ai requisiti minimi previsti dalla normativa costituisce l'Excess Capital. Il motivo per cui la quota regolamentare di capitale destinata alla copertura dei rischi non viene considerata nella valutazione dell'Equity Value è che tale capitale risulta indisponibile per la distribuzione agli azionisti o per altre finalità di investimento.

In altre parole, il capitale di copertura dei rischi rappresenta una forma di garanzia per i creditori e i depositanti della banca. Pertanto, nella valutazione dell'Equity Value di un ente creditizio viene considerato solo il capitale in eccesso rispetto ai requisiti patrimoniali di vigilanza, che è il capitale disponibile per gli investimenti e la distribuzione di dividendi.

Per comprendere processo di adeguamento dei *buffer* patrimoniali ai requisiti minimi di vigilanza risulta opportuno analizzare il Total Capital Ratio (TCR). Il TCR è l'indice patrimoniale più ampio, che gli istituti di credito confrontano con le soglie minime imposte dalle autorità di vigilanza. In presenza di un TCR oltre la soglia di vigilanza, le banche hanno a disposizione capitale libero per essere investito, al contrario, sono

richiamate ad allocare ulteriori riserve a copertura dei rischi. Il TCR è dato dal rapporto tra fondi propri e attività ponderate per il rischio. Più rischiosa è l'attività detenuta in bilancio, maggiore è il livello di ponderazione ad essa associata, dunque, la quantità di capitale da destinare a riserva per rispettare la soglia imposta dalla normativa<sup>66</sup>.

$$TCR = \frac{\text{Fondi Propri}}{RWA \text{ credito} + RWA \text{ mercato} + RWA \text{ operativo}}$$

Un altro indice fondamentale, che gli istituti confrontano con le soglie di vigilanza, è certamente rappresentato da Cet1 Ratio. Il Cet1 Ratio misura la capacità di una banca di far fronte a perdite potenziali utilizzando il suo capitale di base Cet1, che comprende il capitale azionario e le riserve di utili accantonate dalla banca. Il Cet1 Ratio esprime il rapporto tra il capitale di base della banca e gli attivi ponderati per il rischio, ovvero l'esposizione al rischio della banca pesata in base alla probabilità di default degli attivi. In sintesi, mentre il Cet1 Ratio si concentra sul capitale di base Tier1 della banca, il TCR fornisce una valutazione più ampia della capacità di una di far fronte a perdite potenziali utilizzando tutti i livelli di capitale disponibili.

$$Cet1 \text{ Ratio} = \frac{\text{Common equity Tier 1}}{RWA \text{ credito} + RWA \text{ mercato} + RWA \text{ operativo}}$$

il CET1 e il Tier1 sono entrambi componenti del patrimonio di una banca, ma differiscono per la loro qualità e capacità di resistere alle perdite. Il CET1 è il tipo di capitale più forte e di alta qualità, costituito principalmente da azioni ordinarie e utili trattenuti, ed è considerato il migliore indicatore della capacità di una banca di resistere alle perdite. Il Tier 1, invece, include anche altri strumenti di capitale aggiuntivi, come i bond convertibili e le azioni privilegiate<sup>67</sup>.

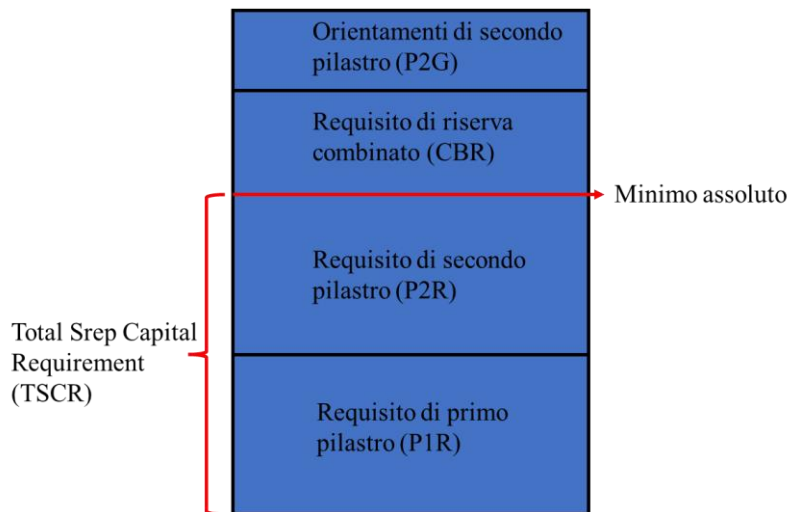
---

<sup>66</sup> [www.borsaefinanza.it](http://www.borsaefinanza.it)

<sup>67</sup> [www.bankpedia.org](http://www.bankpedia.org)

Le soglie di vigilanza, rispetto alle quali gli istituti determinano i propri indici patrimoniali creando Excess/Deficit Capital, possono essere rappresentate come segue:

figura 3-Requisiti di capitale regolamentari



Fonte: Igor Gianfrancesco, Banking Regulation, Luiss BS

La conformità alle soglie di vigilanza prevede che si rispettino anche limiti inerenti al tipo di capitale da utilizzare a copertura. Infatti, per soddisfare il requisito P2R e il P1R devono rispettarsi gli stessi standard minimi di qualità del capitale, ovvero almeno il 56% deve essere costituito da CET1 (Common Equity Tier 1) e almeno il 75% da capitale di 1 Livello Tier 1<sup>68</sup>.

Ai fini di una comprensione empirica del rapporto tra indici patrimoniali interni e soglie di vigilanza, si rende opportuno darne una rappresentazione pratica facendo riferimento all'esito del processo Srep a cui è stata sottoposta la banca Monte dei Paschi di Siena (Mps) nel 2023: *“Nel 2023 per Mps, a livello consolidato, è previsto un requisito patrimoniale Srep complessivo (Total Srep Capital Requirement, TSCR) del 10,75%, che include: un requisito minimo di fondi propri – Pillar 1 dell’8% (di cui 4,50% in termini di Cet1) e un requisito aggiuntivo di Pillar 2 del 2,75%, che si attesta sullo stesso livello che era stato richiesto per il 2022, da detenere almeno per il 56,25% nella forma di capitale primario di classe 1 - Cet1 - e per il 75% nella forma di capitale di classe 1 - Tier 1.*

<sup>68</sup> [www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2019-0494/QEF\\_494\\_19](http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2019-0494/QEF_494_19)



*Il requisito minimo complessivo in termini di Total Capital ratio, ottenuto aggiungendo al TSCR un Combined Buffer Requirement del 2,75% è del 13,50%. Il requisito minimo complessivo in termini di Cet 1 ratio è pari all'8,80%, somma tra P1R (4,50%), P2R (1,55%) e CBR (2,75%)*<sup>69</sup>.

A scopo esemplificativo, se Mps attestasse il Cet1 Ratio al 10%, dovrebbe considerare nella valutazione un Excess Capital dell'1,2% (10%-8,8%).

Il processo Srep (Supervisory Review and Evaluation Process) è il processo di valutazione e revisione prudenziale svolto annualmente dalla BCE nei confronti delle banche vigilate. Con il processo Srep, viene valutata l'esposizione al rischio di credito, al rischio operativo e al rischio di mercato dei singoli istituti. A seguito della valutazione vengono comunicate le azioni correttive da intraprendere, come gli eventuali adempimenti rispetto alle soglie patrimoniali<sup>70</sup>.

L'Excess Capital, che rappresenta il capitale eccedente la copertura dei rischi, nel rispetto delle soglie minime di vigilanza, nella prassi (anche nella la fusione Carige-Bper, oggetto della presente trattazione) si fa spesso riferimento al Cet1 Ratio, dunque alla copertura dei rischi attraverso il solo capitale di base.

Va rilevato come, i metodi di valutazione dell'equity che utilizzano l'Excess Capital delle banche possono comportare alcune limitazioni, tra cui il rischio di penalizzare il valore dell'equity considerando solo parte del capitale. Tuttavia, un aumento del target di capitale da allocare a riserva impatta positivamente sulla valutazione per due ragioni:

- L'incremento dei target di capitale aumenta la fiducia per gli investitori, con effetti potenzialmente incrementali sul livello di massa gestita, dunque, sui flussi attesi.
- L'aumento dei target di capitale si riflette sui rischi che l'istituto è in grado di assumere, aumentando il potenziale di crescita dei flussi attesi<sup>71</sup>.

---

<sup>69</sup> [www.milanofinanza.it/news/mps-per-il-2023-la-bce-indica-un-cet-1-ratio-minimo-all-8-8-e-rimuove-il-divieto-di-distribuzione-di-202212270855598296?refresh\\_cens](http://www.milanofinanza.it/news/mps-per-il-2023-la-bce-indica-un-cet-1-ratio-minimo-all-8-8-e-rimuove-il-divieto-di-distribuzione-di-202212270855598296?refresh_cens)

<sup>70</sup> [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it)

<sup>71</sup> M. Rutigliano, "La valutazione delle banche e degli altri intermediari finanziari", Egea, 2018

La variante Excess Capital trova applicazione sia nei metodi finanziari che nei metodi comparativi. L'adeguamento del DCF al concetto di Excess Capital è più frequente per la variante Equity Side (con FCFE), in quanto più adatta per le ragioni precedentemente descritte.

Analiticamente, Il calcolo dell'Equity Value può riassumersi come segue:

$$Equity Value = \text{Excess/Deficit Capital} + \sum_{t=1}^n \frac{FTt}{(1+Ke)^t} + \frac{TV}{(1+Ke)^n}$$

dove:

- Excess/Deficit Capital = eccesso o deficit di capitale rispetto al requisito di vigilanza più idoneo
- FTt = Utile Netto +/- accantonamenti in adempimento ai requisiti regolamentari
- n = numero di anni relativo alla previsione esplicita
- t = anno di previsione
- Ke = costo dell'equity
- TV = Terminal Value

Il TV, nel contesto della variante Excess Capital, viene calcolato come:

$$TV = \frac{E(1 - RR)}{(Ke - g)}$$

dove:

- E = risultato netto normalizzato dell'azienda, ovvero l'utile netto dell'ultimo anno di previsione corretto per eventuali elementi straordinari o non ricorrenti, ad esempio le perdite o i guadagni derivanti dalla vendita di attività non core o da ristrutturazioni aziendali
- RR = *retention rate*, ovvero la percentuale di utili che l'azienda decide di trattenere per finanziare i propri investimenti invece di distribuirli sotto forma di dividendi ai propri azionisti
- Ke = il costo dell'equity
- g = tasso di crescita

L'eventuale Deficit di capitale rispetto al requisito di vigilanza incide negativamente sulla valutazione e rappresenta l'aumento di capitale che gli azionisti dovrebbero sottoscrivere rispettare il *buffer* regolamentare. Inoltre, la stima dei flussi futuri, sia per la parte analitica per il TV, deve essere coerente con la previsione dei flussi distribuibili per gli azionisti per evitare di considerare più volte lo stesso valore.

Gli FCFE rappresentano, come già analizzato, i flussi di cassa disponibili per gli azionisti e dovrebbero coincidere con i dividendi distribuibili. Dunque, l'Equity Value a cui giunge il DCF dovrebbe coincidere con quello determinato dal DDM. L'applicazione della variante Excess Capital, peraltro, può aiutare a ridurre la distanza tra i due modelli. Infatti, l'Excess Capital riduce l'importo di capitale che viene incluso nella valutazione dell'equity, dunque, riduce il valore attuale dei flussi di cassa futuri generati da tale capitale. Questo, a sua volta, può portare a una valutazione dell'equity più vicina al valore determinato con il DDM, poiché il DDM tiene conto solo dei flussi di cassa distribuiti agli azionisti sotto forma di dividendi.

L'applicazione dell'Excess Capital nel DDM prevede:

$$Equity Value = Excess/Deficit Capital + \sum_{t=1}^n \frac{\text{dividendo distribuibile } t}{(1+Ke1)^t} + \frac{\text{dividendo distribuibile } n+1}{(Ke2-g)(1+Ke1)^n}$$

dove:

- $K1 > K2$
- $K1$  = costo dell'equity relativo al periodo di crescita straordinaria, in cui il Beta assume valori più alti dell'unità (il titolo è più rischioso del mercato)
- $K2$  = costo dell'equity relativo al periodo di crescita stabile, in cui il Beta assume valori tendenti all'unità (stesso rischio del benchmark)
- $g$  = tasso di crescita normalizzato

### 3.2 L'analisi di regressione

L'analisi di regressione, o Equity Value Map, è un metodo basato sulla tecnica statistica della regressione lineare e viene utilizzato di frequente per la valutazione delle banche. La Equity Value Map si ottiene regredendo i multipli dei comparables contro specifici indicatori di redditività, con i quali gli stessi multipli presentano relazioni dirette. Generalmente, si fa riferimento alle seguenti relazioni:

- P/E – ROE
- P/BV – ROE
- P/TBV – ROTE

In particolare, il ROTE (Return on Tangible Equity) è spesso considerato un indicatore finanziario migliore del ROE (Return on Equity) per la valutazione delle banche, poiché tiene conto del valore dei beni tangibili dell'azienda e fornisce una misura più accurata della redditività escludendo le specifiche politiche di contabilizzazione di avviamento e altri asset immateriali.

La Equity Value Map è un efficace metodo di controllo, usato per monitorare nel tempo e validare i modelli principali. Essa, infatti, valuta in modo relativo le performance dell'azienda rispetto a quelle di settore, consentendo di monitorare gli spostamenti all'interno del grafico di regressione.

Tale modello evolve da quello dei multipli di mercato, rispetto al quale, confrontando i diversi gradi di correlazione delle regressioni ( $R^2$ ), consente di scegliere il multiplo e gli indicatori di bilancio più efficienti per la composizione del panel di comparables. L' $R^2$ , o indice di correlazione al quadrato, indica quanta parte della variabilità complessiva sia colta dal modello e va interpretato in senso relativo. A scopo esemplificativo regredendo il P/E della società Alpha contro il ROE e il P/TBV contro il ROTE della società Beta e ottenendo un  $R^2$  rispettivamente di 0.5 e 0.9, dovrebbe essere considerata la seconda relazione per la valutazione. Nel primo caso, infatti, solo il 50% della variabilità del P/E è spiegata da ROE, mentre nel secondo caso il 90%. Di regola, il metodo della regressione lineare, prevede l'applicazione di T-test per la verifica in senso assoluto della significatività dei parametri oggetto di stima.

Nel metodo dei multipli applicato in modo classico, invece, assumendo a priori la capacità del multiplo di valutare congiuntamente i comparables, si potrebbe giungere a valutazioni distorte in termini di significatività statistica. Tuttavia, è importante notare che l'utilizzo della regressione lineare potrebbe presentare alcune limitazioni. Ad esempio, la regressione potrebbe essere influenzata da fattori esterni che non sono considerati nell'analisi. Inoltre, avere pochi dati a disposizione potrebbe incidere drasticamente sulla significatività della regressione, dunque, sulla possibilità di utilizzare il modello in modo attendibile.

Generalmente, la Equity Value Map utilizza regressione lineare uni-variata, ovvero con un regressore. Analiticamente, il modello si sviluppa nelle seguenti fasi:

- Identificazione del panel di comparables
- Stima dei parametri sui diversi modelli di regressione
- Scelta del multiplo migliore, in termini di significatività della regressione
- Stima dell'Equity Value

Supponendo di aver già composto il panel, e non confrontando i diversi multipli sulla base della significatività statistica, risulta opportuno dare una rappresentazione del modello di regressione.

La formula della regressione è la seguente:

$$\frac{\bar{P}}{\bar{E}} = \alpha + \beta * ROE$$

Dove:

- $\frac{\bar{P}}{\bar{E}}$  è lo stimatore del multiplo, che moltiplicato agli utili dell'azienda oggetto di valutazione calcola l'Equity Value
- $\alpha$  è l'intercetta della retta di regressione
- $\beta$  è il coefficiente angolare della retta di regressione
- $ROE$ , l'unico regressore del modello, è un valore forward a 1 / 2 anni

Ipotesi del panel di banche, e relativi valori di P/E (correnti) e di ROE (prospettici):

	P/E	ROE
<b>BANCA</b>		
a	2.44	0.185
b	2.23	0.163
c	2.25	0.178
d	2.18	0.166
e	3.20	0.181
f	1.84	0.147
g	2.85	0.156
h	2.77	0.176

Inserimento del vettore unitario nel dataset, funzionale alla stima dell'alpha:

	constant	ROE
<b>BANCA</b>		
a	1	0.185
b	1	0.163
c	1	0.178
d	1	0.166
e	1	0.181

Stima dei parametri di regressione:

	P/E
constant	-0.231523
ROE	15.985342

Calcolo dello stimatore del multiplo e selezione di un valore medio:

	P/E
<b>BANCA</b>	
a	2.725765
b	2.374088
c	2.613868
d	2.422044
e	2.661824
f	2.118322
g	2.262191
h	2.581897
	<b>P/E medio</b>
	2.47

Calcolo dell'Equity Value, come prodotto del multiplo stimato e l'utile atteso della società oggetto di valutazione:

```
E_target=1055.5
Equity_Value=E_target*P_E_medio
Equity_ValueP_E_medio
2607.085
```

In ultimo, verifica della significatività del modello con T-test e calcolo dell'R<sup>2</sup>:

	P/E	errori standard	Tstat	p value
constant	-0.231523	2.014588	-0.114923	0.912256
ROE	15.985342	11.888733	1.344579	0.227362

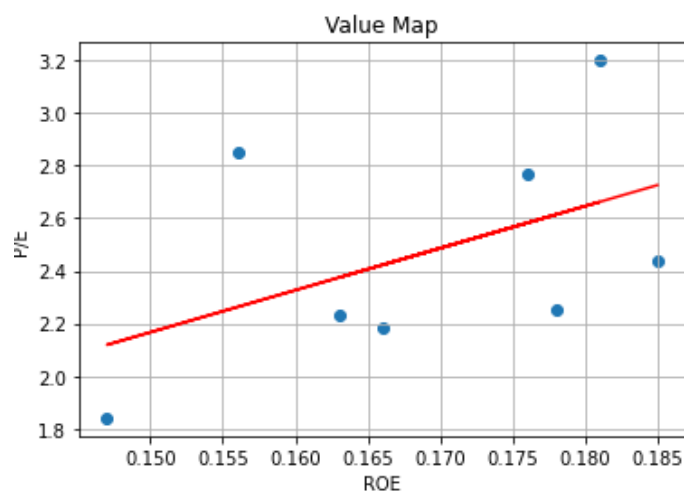
R<sub>2</sub>

array([[0.30131547]])

L'R<sup>2</sup> indica che il 30% della variabilità complessiva del P/E è spiegata dal ROE.

Il T-test indica che i parametri stimati non sono significativi, dunque, la stima dell'Equity Value dovrebbe essere considerata statisticamente inattendibile.

Per concludere, il grafico a dispersione sottostante riassume la regressione in oggetto.



La Value Map, come rilevato in precedenza, consente di monitorare eventuali scostamenti nel tempo. All'interno della mappa, ogni punto rappresenta un comparabile. Inoltre, la zona al di sopra della retta di regressione indica sopravvalutazione, quella inferiore sottovalutazione delle banche.

### **3.3 L'approccio della somma delle parti**

Quello della somma delle parti (Sum of the Parts - SOTP) è un metodo di valutazione specifico per le società multibusiness. Occorre distinguere, dunque, il concetto di multibusiness dall'ordinaria attività di diversificazione.

La differenza principale tra una società multibusiness in senso stretto e una semplice società che diversifica non è tanto il numero di settori, quanto la profondità della diversificazione. Una società multibusiness ha divisioni che gestiscono attività commerciali differenti, ognuna delle quali rappresenta una linea distinta e con una propria catena del valore.

D'altra parte, un livello di diversificazione meno profondo, si riferisce a società che operano in un unico mercato o settore, ma cercano di estendere le proprie attività all'interno di esso. In altre parole, la diversificazione non riguarda la creazione di divisioni autonome, piuttosto la creazione di prodotti o servizi complementari o la fornitura di servizi di supporto per la propria attività principale, con un contributo marginale sulla creazione complessiva del valore<sup>72</sup>.

Il motivo per cui tale approccio risulti particolarmente adatto agli intermediari bancari è riconducibile all'introduzione del modello di banca universale nel 1993 con l'emanazione del Testo Unico Bancario (TUB). Il passaggio al modello di banca universale, infatti, segna il superamento della separazione tra banca commerciale e banca d'investimento, gettando le basi per il consolidamento di strutture organizzative dedite all'intermediazione creditizia e alla prestazione di servizi d'investimento al contempo; indirizzate, peraltro, a diversi livelli di clientela.

Le banche, infatti, hanno molteplici linee di business, come ad esempio il retail banking o private banking, che risulta opportuno valutare separatamente.

L'idea alla base dell'approccio SOTP è quella di valutare ogni divisione o segmento della banca come se fosse una società a sé stante. Si prendono in considerazione le prospettive future di ogni divisione, i suoi ricavi, costi e profitti, e si determina il valore

---

<sup>72</sup> M. Rutigliano, *“La valutazione delle banche e degli altri intermediari finanziari”*, Egea, 2018



di mercato di ogni divisione in modo indipendente dalle altre. Una volta che si è calcolato il valore di mercato di ogni divisione, si sommano i valori per ottenere il totale dell'entità. In questo modo, si tiene conto delle differenze di performance tra le diverse divisioni e si valutano quelle più forti o redditizie in modo indipendente dalle meno performanti.

Nella pratica, il processo di valutazione dell'approccio SOTP può essere riassunto nei seguenti passaggi:

- Identificazione delle diverse divisioni o segmenti della banca.
- Valutazione di ogni divisione o segmento come se fosse una società a sé stante, secondo i metodi di valutazione previsti dal progetto.
- Somma dei valori di mercato di ogni divisione.
- Aggiunta o sottrazione di eventuali attività o passività non attribuibili alle singole divisioni o costi di direzione generali, al fine di evitare doppi conteggi.

Il SOTP non è un modello di valutazione in sé, bensì un approccio fondato sulla separazione del processo di valutazione. Infatti, dopo aver utilizzato l'approccio SOTP per suddividere la banca in diverse divisioni, è possibile utilizzare i modelli di valutazione più appropriati per valutare ciascuna di esse. Ad esempio, per valutare il segmento del retail banking potrebbe essere utilizzato il metodo dei multipli di mercato, mentre per valutare il segmento dell'investment banking potrebbe essere utilizzato il modello dei flussi di cassa scontati (DCF).

La Value Map, descritta nel paragrafo precedente, può essere utilizzata insieme all'approccio SOTP per monitorare i valori relativi a ognuna delle parti e verificare eventuali scostamenti.

### 3.4 Le sinergie: i nuovi scenari competitivi

La valutazione aziendale cerca di cogliere le prospettive di crescita dell'azienda risultante dall'operazione aggregazione.

Il processo di valutazione, come analizzato in precedenza, considera, oltre al valore del capitale economico e al valore di controllo, le sinergie future, che rappresentano la creazione di valore attraverso la collaborazione e la combinazione di risorse e competenze. "Le sinergie rappresentano il valore aggiunto creato dall'interazione tra due o più entità, che supera la somma dei loro valori individuali. Derivano dalla creazione di valore attraverso la collaborazione e la combinazione di risorse e competenze."<sup>73</sup>

Le sinergie possono essere classificate in due macrocategorie: sinergie operative e sinergie finanziarie. Il valore delle sinergie operative è strettamente connesso all'integrazione del valore stand alone, in quanto deriva dall'integrazione dei flussi di cassa prospettici. Le sinergie operative includono<sup>74</sup>:

- **Integrazione orizzontale:** che tende alla creazione di economie di scala.
- **Integrazione verticale:** che tende alla riduzione dei costi attraverso un controllo più completo della Value Chain.
- **Integrazione funzionale:** riferita al trasferimento del *Know-How*. Le M&A tra banche specializzate in aree funzionali differenti mirano a generare sinergie derivanti dalla specializzazione in ciascuna rispettiva area funzionale.

Le sinergie finanziarie, invece, si riferiscono a fattori come la diversificazione del rischio e la maggior capacità economica della nuova entità. Il rafforzamento delle finanze aziendali e la diversificazione del rischio, attraverso l'integrazione di business complementari, determinano a loro volta benefici in termini di accessibilità ai canali creditizi (bancari o alternativi). Nelle sinergie finanziarie rientrano, inoltre, i possibili benefici fiscali. In termini di benefici fiscali, la nuova entità può godere di imposte inferiori sui profitti a causa delle maggiori richieste di ammortamento o perdite operative combinate riportabili a nuovo.

---

<sup>73</sup> S. Sudersanam, "Creating Value from Mergers and Acquisitions: The Challenges", Pearson, 2017

<sup>74</sup> P. Panariello, "Valutazioni finanziarie per operazioni di investment banking", Luiss Business School, Roma, 2020

Dopo aver fornito una definizione e una breve classificazione delle sinergie, risulta opportuno contestualizzarle in senso attuale.

Negli ultimi anni, infatti, i driver di valore che spingono le aziende a cercare sinergie sono cambiati rispetto al passato. In particolare, per il settore bancario, i macro-trend più rilevanti in ambito M&A sono rappresentati da:

- La digitalizzazione dei servizi finanziari
- l'attenzione crescente alla sostenibilità ambientale, sociale e di governance (ESG)

### **3.4.1 L'impatto del Digital Banking**

La digitalizzazione del settore bancario ha creato nuove opportunità per le banche di generare sinergie attraverso l'implementazione di tecnologie innovative. La convergenza tra banca tradizionale e fintech ha permesso l'introduzione di nuovi modelli di business, come i servizi di pagamento digitali e le piattaforme di trading online. Questi modelli di business richiedono l'integrazione di competenze e tecnologie diverse. Dal rapporto M&A 2018 redatto da KPMG emerge come: "L'impatto delle nuove tecnologie digitali, l'entrata pervasiva nel settore delle FinTech ed i continui adeguamenti regolamentari, stanno minando le fondamenta stesse dei modelli tradizionali di banca universale. Risulteranno vincenti le banche specializzate molto tecnologiche. Le banche di minori dimensioni che manterranno modelli tradizionali di gestione sono invece destinate ad andare incontro ad una crisi profonda."<sup>75</sup>

Il paradigma della digitalizzazione ha stravolto l'offerta dei servizi finanziari, specialmente in termini di modalità di fruizione.

I consumatori, infatti, si concentrano maggiormente sulla componente servizio piuttosto che sul prodotto in sé, cercando un'esperienza d'uso soddisfacente, piuttosto che uno strumento finanziario specifico.

I prodotti/servizi finanziari più rilevanti in tema di digitalizzazione possono essere riassunti nei seguenti<sup>76</sup>:

---

<sup>75</sup> KPMG S.p.A., "rapporto M&A 2018", 2018

<sup>76</sup> F. Cappa, F. Colvecchio, R. Oriani, E. Peruffo, *Banks responding to the digital surge through Open Innovation: Stock market performance effects of M&As with fintech firms*", Journal of Economics and Business, 2022

- Servizi di pagamento: sistemi di pagamento contactless, mobile payments, portafogli elettronici, Peer To Peer (P2P)
- Gestione patrimoniale: servizi di gestione di portafoglio, tendenzialmente indirizzati a clientela retail, caratterizzati da elevata standardizzazione e accessibilità
- Crowdfunding: forme di finanziamento tramite piattaforme di raccolta online
- P2P lending: prestiti tra privati a titolo oneroso. Le forme di finanziamento P2P sono caratterizzate da un tasso di interesse competitivo rispetto ai prestiti tradizionali, in quanto esente dai costi accessori tipici del canale bancario.
- Insuretech: servizi assicurativi digitalizzati

In risposta alle recenti tendenze e abbracciando il quadro dell'Open Innovation (OI), le banche hanno progressivamente intensificato il ricorso a fusioni e acquisizioni (M&A) verso l'esterno, con imprese fintech, e verso l'interno, tra istituti bancari al fine di condividere e rafforzare il *Know-How* tecnologico-finanziario. Infatti, “secondo le evidenze emerse dalla ricerca di KPMG ‘*The Pulse of Fintech 2017*’, il valore degli investimenti in FinTech (fusioni, acquisizioni, investimenti di venture capital e private equity) ha raggiunto i 31 miliardi di Dollari nel 2017, confermando il costante trend di crescita dell'anno precedente.”<sup>77</sup>

L'impulso alla digitalizzazione dei servizi finanziari da parte delle banche trova riscontro nei recenti sviluppi della normativa comunitaria. In particolare, nel settore dei pagamenti elettronici, che secondo il rapporto di KPMG sul Digital Banking del 2018 rappresenta il 21% del settore Fintech<sup>78</sup>, è intervenuta la PSD2 (Payment Services Directive). La PSD2 è una direttiva europea recepita con il Dlgs 21 del 2017 a integrazione della PSD1 (relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno). Gli obiettivi della direttiva sono:

- Rafforzare la tutela degli utenti del mercato dei servizi di pagamento
- Aumentare la concorrenza aprendo il mercato a terze parti autorizzate, in grado di operare dai c/c degli utenti, senza compiere passaggi tramite banche.

<sup>77</sup> [www.assets.kpmg.com/KPMG-Digital-Banking-2018](http://www.assets.kpmg.com/KPMG-Digital-Banking-2018)

<sup>78</sup> [www.assets.kpmg.com/KPMG-Digital-Banking-2018](http://www.assets.kpmg.com/KPMG-Digital-Banking-2018)

PSD2 chiede alle banche di concedere ai TPP (terze parti autorizzate) un accesso sicuro ai conti correnti dei clienti. In sostanza, con il recepimento della direttiva, tutti gli acquisti/pagamenti possono essere fatti tramite *merchant* come Amazon o Facebook. Con un click, i clienti delle banche possono decidere a chi dare accesso alle informazioni del conto corrente.

Nei primi anni del 2000, le banche hanno sottovalutato la transizione tecnologica, permettendo la crescita esponenziale delle società FinTech, con le quali hanno iniziato a competere in ritardo. Il mercato dei servizi di pagamento, della gestione patrimoniale e delle altre categorie ascrivibili al mondo FinTech, che rispetto all'attività bancaria costituiscono settori connessi e strumentali, sono stati storicamente totalizzati dalle banche. Queste, operando in regime di monopolio e approfittando della deregolamentazione, hanno creato un'offerta troppo onerosa e poco trasparente.

Tali problemi, insieme alla forte sfiducia dei consumatori verso le istituzioni bancarie, culminata con la crisi finanziaria del 2008, sono stati colti dalle imprese Fintech come l'opportunità di offrire gli stessi servizi a costi più bassi, in modo più trasparente e intercettando il bisogno di semplificazione che allontanava la clientela non professionale dai mercati finanziari, attraverso l'uso corretto dell'Online Marketing e interfacce User Friendly sulle piattaforme di fruizione dei servizi.

L'aumento della concorrenza nel settore dei pagamenti elettronici, e in generale nel mercato FinTech, incentiva gli istituti bancari ad intraprendere strategie di crescita esterna (M&A) per consolidare quote di mercato a rischio. In questo contesto, la digitalizzazione dei servizi finanziari può essere vista come uno dei driver più attuali del processo di consolidamento bancario.

### 3.4.2 I criteri ESG

L'acronimo ESG sta per *environmental, social e governance*; si utilizza in ambito economico-finanziario per indicare tutte quelle attività legate all'investimento responsabile che perseguono gli obiettivi tipici della gestione finanziaria, tenendo in considerazione aspetti di natura ambientale, sociale e di governance, per l'appunto.

L'approccio ESG deriva dal concetto di "Triple Bottom Line", noto anche come "Persone, Pianeta e Profitti" (PPP), in base al quale le aziende su ciascuna delle tre "P" e non ciecamente sui profitti. Questo concetto si è evoluto nei fattori ESG, che oggi sono il principale riferimento dell'Investimento sostenibile e responsabile<sup>79</sup>.

Nello specifico, i criteri ambientali esaminano il modo in cui un'azienda contribuisce alle sfide ambientali (gestione dei rifiuti, inquinamento, emissioni di gas a effetto serra, deforestazione e cambiamenti climatici) e le sue performance in tal senso. I criteri sociali analizzano il modo in cui l'impresa si rapporta alle persone (la gestione del capitale umano, la diversità e le pari opportunità, le condizioni di lavoro, la salute e la sicurezza e la vendita abusiva di prodotti), mentre i criteri di governance valutano il modo in cui un'azienda è amministrata (remunerazione dei dirigenti, strategia e pratiche fiscali, corruzione e abuso d'ufficio, diversità e struttura del consiglio).

Il rispetto dei parametri ESG definisce il comportamento e la redditività delle imprese, le cui performance sono correlate alla capacità di creare valore per tutti gli Stakeholder, ossia dipendenti, clienti, fornitori e la società in generale, incluso l'ambiente. Di conseguenza, l'analisi ESG si concentra sul modo in cui le aziende operano nella società e su come ciò influisce sulle loro performance attuali e future.

L'implementazione, da parte delle aziende, dei criteri ESG subisce anzitutto una spinta regolamentare. Infatti, negli ultimi anni, la sostenibilità aziendale sta diventando una delle priorità. A partire dall'emanazione dei Principles for Responsible Investment (PRI), volti a favorire l'adozione dei criteri ESG nelle pratiche d'investimento istituzionali, il tema della sostenibilità entra a far parte dell'agenda europea in materia di regolazione finanziaria.

Una manifestazione successiva ai PRI e forse più concreta, dell'interesse istituzionale al concetto di sostenibilità, è rappresentato dal Green deal del 2006.

---

<sup>79</sup> [www.janushenderson.com](http://www.janushenderson.com)

Il Patto Verde europeo, o Green Deal, europeo è un insieme di iniziative politiche proposte dalla Commissione europea con l'obiettivo generale di raggiungere la neutralità climatica in Europa entro il 2050.

In particolar modo per le banche, sottoposte ad una regolamentazione in materia finanziaria stringente dalle autorità di vigilanza, l'integrazione dei criteri ESG non rappresenta solo la naturale applicazione di un macro-trend, ma l'adeguamento ad una scrupolosa disciplina. Infatti, a partire dal 2 agosto 2022 entrano in vigore le modifiche alla direttiva europea Mifid II (Markets In Financial Instruments Directive) in materia di investimenti<sup>80</sup>. Secondo gli aggiornamenti della direttiva “se i clienti esprimono interesse per la sostenibilità, i consulenti devono scegliere prodotti che presentino una percentuale minima di investimenti ESG, come definito dal regolamento SFDR o dalla Tassonomia UE. I clienti possono anche richiedere strumenti che tengano solamente conto dei principali impatti negativi (PAI), i 64 indicatori previsti dalla SFDR per dare trasparenza sulle conseguenze avverse delle decisioni di investimento sui fattori ambientali e sociali”<sup>81</sup>.

Alla luce della spinta regolamentare, appare chiaro come, l'integrazione del concetto ESG, sia nelle modalità di intermediazione di strumenti finanziari con i clienti, che negli investimenti effettuati da parte degli stessi istituti, possa impattare in modo significativo sulle performance delle banche.

Promuovere scelte sostenibili non significa necessariamente promuovere scelte antieconomiche. Infatti, l'investimento in società ad alto ESG score, o in Green Bond, ha implicazioni positive *evidence based* sul rapporto/rischio rendimento a cui ci si espone. Nel contesto delle M&A bancarie, che mirano a incrementare la redditività dei partecipanti sul lungo termine, l'effetto ESG sulle performance della nuova entità rappresenta un fattore imprescindibile da considerare. L'integrazione delle caratteristiche ESG in un processo di aggregazione bancaria rappresenta, di fatto, uno dei driver più rilevanti per la valutazione delle sinergie.

La letteratura scientifica offre numerosi studi sulla possibile correlazione tra punteggi ESG e livello delle performance aziendali nel contesto M&A. La logica alla base di questa relazione, che presuppone l'esistenza di una correlazione inversa tra rischio e sostenibilità, deriva dal possibile miglioramento in termini di immagine e rischio

---

<sup>80</sup> [www.we-wealth.com](http://www.we-wealth.com)

<sup>81</sup> [www.morningstar.it](http://www.morningstar.it)

aziendale che gli istituti otterrebbero acquisendo o fondendosi con target ad elevato punteggio ESG.

In particolare, lo studio “*The role of ESG in acquirers’ performance change after M&A deals*” analizza l’impatto del punteggio ESG dell’impresa Target sul ROA della Buyer dopo le operazioni di M&A regredendo la variazione percentuale del ROA dell’acquirente sul punteggio ESG della Target.

Dallo studio, emerge come l’impatto del punteggio ESG del Target sulle performance dell’acquirente sia significativo ad un livello di confidenza del 95% e vari per i gruppi di acquirenti ESG bassi e alti. In particolare, nonostante la maggior parte delle operazioni determini un impatto negativo sulla redditività di breve termine, tale impatto è più che proporzionale per le aziende poco sostenibili. Inoltre, emerge come le aggregazioni con società ad elevato punteggio ESG consentano un risparmio sui costi di integrazione, che rappresentano, come sottolineato in precedenza, una variabile determinante sulla capacità di un M&A di produrre valore<sup>82</sup>.

I suddetti miglioramenti sulle performance, a seguito dell’integrazione di società sostenibili, presuppongono una relazione inversa tra rischio d’impresa e sostenibilità. A questo proposito, lo studio “*The Relationship between ESG Scores and Firm-Specific Risk*”, condotto specificatamente su un campione di banche europee, rivela una relazione statisticamente significativa tra punteggio ESG e rischio idiosincratico degli istituti. Il rischio idiosincratico, o specifico, indica la capacità di generare profitti e perdite a prescindere dal mercato. Analogamente allo studio precedente, la relazione riscontrata viene discriminata su diversi livelli, infatti, “come si evince dai coefficienti ESG della regressione, che indicano la rilevanza economica dell’impatto ESG sul rischio idiosincratico bancario, le banche ad alto rischio ottengono benefici relativamente maggiori aumentando il proprio punteggio ESG. In altre parole, un miglioramento del punteggio ESG stabilizza le banche.”<sup>83</sup>

Alla luce di quanto riscontrato nella letteratura scientifica, è possibile affermare che l’implementazione dei fattori di sostenibilità sociale, ambientale e di governance

---

<sup>82</sup> X. Feng, “*The role of ESG in acquirers’ performance change after M&A deals*”, AIMS Green Finance, 2021

<sup>83</sup> E. Bektas, D. Izcan, “*The Relationship between ESG Scores and Firm-Specific Risk of Eurozone Banks*”, MDPI, 2022



(ESG) rappresenti uno dei principali fattori che spingono le banche a intraprendere, sulla base degli attuali scenari competitivi, operazioni di M&A.

## Capitolo 4: il caso Carige-BPER

### 4.1 BPER<sup>84</sup>

Banca popolare dell'Emilia Romagna è la banca capogruppo del gruppo BPER e ha sede a Modena. Il gruppo BPER costituisce la sesta realtà bancaria italiana per numero di sportelli, con circa 1.300 unità, e serve complessivamente circa 2 milioni di clienti. Il Gruppo BPER è composto da 11 banche locali, ognuna dotata di autonomia commerciale e ben radicata nei territori d'origine. Grazie a questo assetto, il gruppo è riuscito a combinare l'elevata vicinanza alla clientela propria delle banche locali con l'efficienza operativa, la qualità dei servizi e le economie di scala tipiche di una grande realtà. BPER comprende diverse banche commerciali, tra le quali Banca popolare dell'Emilia Romagna, Eurobanca del Trentino, Banca CRV, Banca Popolare di Ravenna, Banca Popolare di Aprilia, Cassa di Risparmio della Provincia dell'Aquila, Banca Popolare di Lanciano e Sulmona, Banca della Campania, Banca Popolare del Mezzogiorno, Banco di Sardegna e Banca di Sassari. A queste banche si aggiungono istituti specializzati in *private & corporate banking* e numerose società attive in assicurazioni, leasing, factoring, asset management e servizi. Il gruppo BPER garantisce ai propri clienti una forte presenza nei paesi dell'Europa Centro-Orientale attraverso una fitta rete di partnership e partecipazioni. Inoltre, il gruppo BPER è presente con uffici di rappresentanza a Shanghai e Hong-Kong.

BPER nasce come Banca Popolare di Modena nel 1867 su iniziativa della Fondazione locale Società Operaia di Mutuo Soccorso, con l'obiettivo, tipico delle banche cooperative, di favorire il risparmio e finanziare la crescita economica dei ceti popolari e produttivi. Grazie alla sua Fondazione, BPER ha sviluppato una forte radicazione nei territori in cui opera e un'elevata attenzione alle esigenze della propria clientela. Con il passare degli anni, la Banca ha espresso la sua capacità innovativa anche attraverso operazioni di crescita esterna e l'ingresso in nuovi mercati.

---

<sup>84</sup> Per la trattazione dell'argomento si veda [www.bankpedia.org](http://www.bankpedia.org), [www.istituzionale.bper.it](http://www.istituzionale.bper.it) e BPER Banca S.p.A., “*Documento di offerta pubblica di acquisto- Emittente: Banca Carige S.p.A. – Cassa di Risparmio di Genova e Imperia-Offerente: BPER Banca S.p.A.*”, 08/07/2022.

Negli anni successivi alla sua fondazione, infatti, la Banca Popolare di Modena amplia il numero delle proprie filiali, contribuendo allo sviluppo del territorio grazie alla realizzazione dei Magazzini Generali, di finanziamenti per importanti opere pubbliche, di finanziamenti all'Università e di un sostegno alle microimprese del territorio.

Negli anni '70, la Banca Popolare di Modena si espande anche al di fuori dell'area modenese e fonda la Banca popolare dell'Emilia nel 1984, unendosi alla Banca Cooperativa di Bologna. Nel 1992, la Banca popolare dell'Emilia incorpora la Banca Popolare di Cesena e cambia il nome in Banca popolare dell'Emilia Romagna (BPER). Nel 1994, il Gruppo BPER nasce come progetto di costituzione di un gruppo bancario federale, attraverso l'acquisizione di numerose banche locali, preservando l'autonomia e il radicamento territoriale di ognuna di esse.

Nel 2013 BPER ha acquisito una partecipazione di controllo di CR BRA S.p.A. e nel 2014 ha dato luogo a tre importanti fusioni per incorporazione con Banca Popolare del Mezzogiorno, Banca della Campania e Banca Popolare di Ravenna. Nel 2016 è stata acquisita la partecipazione di controllo di Cassa di risparmio di Saluzzo S.p.A. ed è stata incorporata la controllata irlandese Emro Finance Irland Ltd.

Successivamente, in applicazione del Decreto Legge n. 3/2015 (“Misure urgenti per il sistema bancario e gli investimenti”), BPER ha adottato la forma giuridica di S.p.A. cambiando la denominazione sociale da “Banca popolare dell’Emilia Romagna società cooperativa” a “BPER Banca S.p.A.”.

La riforma delle banche popolari del 2015, infatti, impone l’adozione della denominazione sociale di società per azioni superati determinati target dimensionali, raggiunti dall’istituto a seguito dell’intensificazione delle aggregazioni. Nel 2019 è stata perfezionata la fusione per incorporazione di BPER Service S.C.p.A. e la fusione con Unipol Banca S.p.A. con l’obiettivo di realizzare sinergie di costo e di ricavo. Nel 2020, sono state incorporate Cassa di Risparmio di Bra S.p.A. e Cassa di Risparmio di Saluzzo S.p.A. (della quale dal 2016 BPER possedeva una partecipazione di controllo).

Infine, prima dell’operazione oggetto della presente trattazione, nel 2021, BPER ha acquisito dal gruppo Intesa Sanpaolo tre rami d’azienda: un ramo di proprietà di UBI Banca, un ramo di proprietà di Intesa Sanpaolo e un ramo di proprietà di UBISS, società consortile controllata da UBI Banca, per un totale di 486 filiali e 134 punti operativi per un corrispettivo di 644 milioni di euro.

Dalla storia del gruppo, emerge la capacità di realizzare strategie di crescita esterna, creando valore per gli *stakeholders* e garantendo allo stesso tempo la solidità patrimoniale e finanziaria richiesta dalla vigilanza prudenziale.

A tal proposito, risulta opportuno estrapolare, dal Pillar III del 2021, anno antecedente l'operazione di fusione con Carige S.p.A., i valori di Cet1Ratio, TCR, LCR e NSFR. Lo scopo è rappresentare lo stato dell'arte, con riferimento all'esercizio che precede la fusione, in termini di requisiti patrimoniali e di liquidità dell'istituto, reduce da un'intesa attività di M&A negli anni precedenti, che potesse giustificare l'aggregazione con Carige.

Dal punto di vista patrimoniale, BPER, presenta, da Pillar III di Marzo 2021, la seguente situazione interna:

Figura 4- Coefficienti di solvibilità, BPER

Coefficienti di Solvibilità (%)	31.03.2021	31.12.2020
Common Equity Tier 1 Ratio (CET1 Ratio) - Phased in	14,41%	17,70%
Tier 1 ratio (T1 Ratio) - Phased in	14,74%	18,15%
Total Capital Ratio (TC Ratio) - Phased in	17,00%	21,18%
Common Equity Tier 1 Ratio (CET1 ratio) - Fully Phased	13,42%	15,79%

Fonte: Informativa al pubblico 31/03/2021 Pillar III, BPER Banca S.p.a.

Nonostante la riduzione dei target rispetto all'anno precedente, dal confronto con le soglie comunicate da BCE a seguito del processo di Revisione e Valutazione Prudenziale (Srep), emerge la presenza di Excess Capital. Nello specifico, i requisiti minimi comunicati da BCE sono:

- Common Equity Tier 1 Ratio: pari all'8,129%
- Total Capital Ratio: pari al 12,50%

Prima di procedere con l'analisi del rischio liquidità di BPER, occorre entrare del merito degli indici regolamentari funzionali alla sua misurazione: LCR e NSFR.

Il Liquidity Coverage Ratio (LCR) è un indice di liquidità di breve periodo, con un orizzonte temporale di 30 giorni. Esso, misura la capacità di coprire, con l'attivo detenuto in portafoglio, gli impegni di brevissimo periodo, entro i 30 giorni. L'LCR, in altre parole, misura la tenuta del profilo di liquidità di una banca in un orizzonte temporale di 30 giorni.

La formula per il calcolo dell'indicatore è la seguente:

$$LCR = \frac{HQLA}{TNCO}$$

dove:

HQLA = attività liquide di elevata qualità

TNCO = deflussi netti

Il numeratore è calcolato applicando al valore di mercato dei titoli in portafoglio specifici *Haircut*, che riflettono il grado di liquidità dei titoli stessi.

L'*Haircut*, in generale, può indicare la percentuale di valore di mercato che viene sottratta a un asset quando questo viene usato come collaterale, ovvero come garanzia nelle operazioni di Pronti contro Termine, o la perdita di valore derivante dalla vendita degli asset sul mercato secondario. I titoli HQLA devono essere liberi da vincoli, ovvero non devono già essere utilizzati in operazioni di raccolta con collaterale.

Il TNCO, al denominatore, è calcolato riclassificando attivo e passivo in macro-aggregati e applicando a ciascun macro-aggregato dei fattori di ponderazione. I fattori di ponderazione riflettono per le passività, il grado di stabilità della raccolta, mentre per le attività rappresentano la capacità di generare cassa.

In sintesi, il numeratore dell'indice è composto da specifiche poste dell'attivo moltiplicate per i relativi haircut, il denominatore, invece, dai deflussi netti, ovvero la differenza tra deflussi di capitale e afflussi<sup>85</sup>. Nel calcolo del denominatore, gli afflussi vengono conteggiati fino ad un massimale del 75% dei deflussi. Il fine di tale massimale è quello di imporre alle banche di non fare completo affidamento sugli afflussi di cassa per la copertura di un eventuale aumento dei deflussi, disponendo di attività liquide di alta qualità da vendere o da utilizzare in operazioni raccolta con collaterale per il residuale 25%, entro 30 giorni dalla manifestazione dell'evento di stress.

L'LCR di BPER, a marzo 2021, e per tutti i trimestri successivi, si attesta su livelli decisamente più conservativi della soglia minima di vigilanza, ovvero del 100%:

---

<sup>85</sup> I. Gianfrancesco, "Banking Regulation", Luiss BS, Roma, 2020

Figura 4.1- LCR, BPER

EU 1a	Trimestre che termina il	31.12.2021	30.09.2021	30.06.2021	31.03.2021	31.12.2021	30.09.2021	30.06.2021	31.03.2021
23	COEFFICIENTE DI COPERTURA DELLA LIQUIDITÀ					200,619%	195,923%	188,106%	176,271%

Fonte: Informativa al pubblico 31/12/2021 Pillar III, BPER Banca S.p.A.<sup>86</sup>.

Il Net Stable Funding Ratio (NSFR), d'altra parte, è un indicatore dell'efficienza della struttura per scadenze delle poste di bilancio. Mentre l'LCR misura la capacità di far fronte agli impegni entro 30 giorni, l'NSFR misura la capacità della banca di finanziare, con fonti di raccolta stabile, le attività di lungo periodo, ovvero oltre l'anno. Un NSFR sotto i valori soglia non sottolinea carenza di attivo da smobilizzare in periodi di stress (come nell'LCR), ma l'utilizzo di raccolta instabile per finanziare gli investimenti strutturali, dunque, una gestione delle scadenze poco virtuosa. L'NSFR è calcolato come rapporto tra l'ammontare di provvista stabile disponibile e l'ammontare di provvista stabile obbligatoria<sup>87</sup>.

$$NSFR = \frac{ASF}{RSF}$$

dove:

ASF = Available amount of Stable Funding

RSF = Required amount of Stable Funding

Il calcolo dell'indicatore avviene attraverso la riclassificazione di attivo e passivo in macro aggregati e attraverso l'applicazione, per ciascun aggregato, di fattori di ponderazione. I fattori di ponderazione riflettono il grado di stabilità per le passività e il grado di immobilizzo per le attività.

<sup>86</sup> BPER Banca S.p.A., "Informativa al pubblico 31/12/2021 Pillar III"

<sup>87</sup> I. Gianfrancesco, "Banking Regulation", Luiss BS, Roma, 2020

Al numeratore (passività), un coefficiente alto riflette un alto grado di stabilità, quindi un NSFR più alto e una struttura per scadenze più virtuosa.

Al denominatore (attività) un coefficiente basso riflette un basso grado di immobilizzo, quindi una maggiore liquidità delle poste, che migliora l'NSFR.

Anche L'NSFR di BPER, a marzo 2021, e per tutti i trimestri successivi, si attesta su livelli decisamente più conservativi della soglia minima di vigilanza, ovvero del 100%:

Figura 4.1- NSFR, BPER

EU 1a	Trimestre che termina il	31.12.2021	30.09.2021	30.06.2021	31.03.2021	31.12.2021	30.09.2021	30.06.2021	31.03.2021
20	Coefficiente NSFR (%)			142,493%	137,386%	138,607%	131,616%	123,680%	

Fonte: Informativa al pubblico 31/12/2021 Pillar III, BPER Banca S.p.A.<sup>88</sup>

In base a quanto evidenziato dal documento di terzo pilastro, BPER Banca S.p.A. si dimostra come una banca solida, ben patrimonializzata e in grado di gestire eventuali scompensi di cassa derivanti da difficoltà d'integrazione post fusione.

## 4.2 CARIGE

Cassa di Risparmio di Genova (Carige), con denominazione originaria Cassa di Risparmio di Genova e Imperia, fondata nel 1846, è uno dei più antichi gruppi bancari del mondo, poiché assorbe, nell'anno di costituzione, il Monte di Pietà di Genova, istituito nel 1483.

Con la legge Amato del 1991, l'attività senza scopo di lucro relativa al Monte di Pietà viene separata da quella bancaria, dando rispettivamente origine a Fondazione Carige e Banca Carige S.p.A.

Negli anni 2000 l'istituto bancario ha conosciuto una crescita significativa, riconducibile all'intensa attività di M&A portata avanti dall'amministratore delegato Giovanni Berneschi, che acquisisce Cassa di Risparmio di Savona e Monte di Lucca.

<sup>88</sup> BPER Banca S.p.A., "Informativa al pubblico 31/12/2021 Pillar III"

Berneschi, inoltre, guida strategie di crescita esterna verso compagnie assicurative e sportelli bancari, rafforzando la presenza di Carige in Piemonte, Lombardia, Veneto, Emilia Romagna, Lazio, Marche, Umbria, Sicilia e Toscana<sup>89</sup>. Nel 2003 Berneschi ricopre il ruolo di presidente e nel 2004 l'istituto acquisisce Cassa di Risparmio di Carrara e Banca Cesare Ponti. Tra il 2008 e il 2010, il gruppo si espande ulteriormente acquisendo 78 sportelli da Intesa Sanpaolo in diverse regioni del nord e della Sardegna, 40 sportelli da Unicredit e 22 sportelli da Monte Paschi di Siena in diverse regioni d'Italia. Tuttavia, nel 2012, la banca chiude l'esercizio in perdita e la successiva ispezione di Bankitalia porta alla luce diverse irregolarità. Nel 2014, l'istituto, ormai in crisi, approva il primo di una serie di aumenti di capitale, per 800 milioni, nonostante il quale, non vengono superati gli stress test sottoposti dalla Banca Centrale Europea. Nel 2015, le autorità di vigilanza evidenziano la necessità di ricapitalizzare l'istituto per 814 milioni. Carige, a tal fine, emette nuove azioni per un valore di 500 milioni e obbligazioni convertibili per 350 milioni. Sempre nel 2015, la famiglia Malacalza acquisisce una quota partecipativa di rilevanza arrivando al 27%.

Nel 2017, dopo un ulteriore aumento di capitale sotto la direzione di Paolo Fiorentino, i dissapori tra management e presidenza Malacalza, portano a numerose dimissioni all'interno del Consiglio d'amministrazione, a seguito delle quali, giungono alla guida dell'istituto i due managers Fabio Innocenzi e Pietro Modiano.

Fabio Innocenzi e Pietro Modiano, provenienti da Ubs e Unicredit, avviano un'operazione di pulizia di bilancio svalutando crediti per 250 milioni, facendo riemergere la necessità di risorse economiche per ricapitalizzare l'istituto. Nel 2018, infatti, a seguito delle dimissioni di alcuni membri del Cda, BCE pone l'istituto in amministrazione straordinaria.

Con l'approvazione del piano di salvataggio, la banca è stata ricapitalizzata mediante un aumento di capitale sociale nel dicembre 2019. In particolare, la Vigilanza bancaria europea ha autorizzato il Fondo Interbancario per la Tutela dei Depositi (FITD) a superare la soglia della partecipazione qualificata (*qualifying holding*) del capitale di Carige. Il salvataggio prevedeva un aumento di capitale per 700 milioni, finalizzato a mettere in sicurezza l'istituto<sup>90</sup>.

Nel gennaio 2020, dopo 13 mesi di amministrazione straordinaria, si arriva alla nomina di un nuovo Consiglio di amministrazione con Vincenzo Calandra Buonaura come

---

<sup>89</sup> [www.lastampa.it](http://www.lastampa.it)

<sup>90</sup> [www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com)



presidente, morto nel dicembre 2020. Nel febbraio 2021 viene nominato il nuovo presidente Giuseppe Boccuzzi.

Il gruppo Carige, a fine esercizio 2021, anno che precede l'operazione di fusione con BPER, è presente in Italia con 382 filiali<sup>91</sup>, principalmente in Liguria, ma anche in altre regioni come Piemonte, Lombardia, Veneto, Toscana, Lazio, Sardegna e Sicilia.

Analogamente a quanto fatto per BPER, risulta opportuno estrapolare, dal Pillar III del 2021, i valori di Cet1Ratio, TCR, LCR e NSFR, per rappresentare la situazione patrimoniale e finanziaria del gruppo Carige prima dell'aggregazione, e al fine di contestualizzare gli esiti delle valutazioni condotte.

Dal punto di vista patrimoniale, Carige S.p.A. presenta, con riferimento al Pillar III di dicembre 2021, la seguente situazione interna:

Figura 4.2- Coefficienti di solvibilità, Gruppo Banca Carige S.p.a.

		a	c
		31/12/2021	30/06/2021
<b>Fondi propri disponibili (importi)</b>			
1	Capitale primario di classe 1 (CET1)	992.062	1.059.338
2	Capitale di classe 1	993.313	1.060.589
3	Capitale totale	1.201.782	1.269.060
<b>Importi dell'esposizione ponderati per il rischio</b>			
4	Importo complessivo dell'esposizione al rischio	9.167.473	9.270.767
<b>Coefficienti di capitale (in percentuale dell'importo dell'esposizione ponderato per il rischio)</b>			
5	Coefficiente del capitale primario di classe 1 (%)	10,82%	11,43%
6	Coefficiente del capitale di classe 1 (%)	10,84%	11,44%
7	Coefficiente di capitale totale (in %)	13,11%	13,69%

Fonte: Informativa al pubblico 31/12/2021 Pillar III, Gruppo Banca Carige S.p.a.

I requisiti minimi comunicati da BCE, a seguito del processo Srep, con i quali occorre confrontare gli indici interni, sono:

- Il CET1 Ratio: 10,10%
- Il TC Ratio: 14,80%

<sup>91</sup> BPER Banca S.p.A., “Documento di offerta pubblica di acquisto- Emittente: Banca Carige S.p.A. – Cassa di Risparmio di Genova e Imperia-Offrente: BPER Banca S.p.A.”, 08/07/2022

Dal confronto emerge come il Cet1 Ratio del 2021 sia appena sopra la soglia raccomandata da BCE. Inoltre, rispetto all'anno precedente, si registra una riduzione del *buffer* pari allo 0,61%. Il TCR, invece, risulta inferiore sia alla soglia di Overall Capital Requirement pari al 13,25% (somma di P1R, P2R e CBR) sia alla soglia complessiva raccomandata (somma di P2G e OCR) pari al 14,80%, che la BCE ha comunicato in sede di Srep 2020.<sup>92</sup>

Nonostante nel 2021 BCE avesse varato una serie di misure di flessibilità per le banche che contemplavano la possibilità di operare temporaneamente (fino al 31 dicembre 2022) al di sotto del livello di capitale definito dagli orientamenti di secondo pilastro (P2G) e del requisito di riserva combinato (CBR), dal Pillar III emerge come Banca Carige non sia un istituto solido dal punto di vista patrimoniale. Le difficoltà patrimoniali, rispetto alle quali, come descritto in precedenza, Banca Carige ha una storia problematica, incideranno, come vedremo, sulla capacità dell'istituto di ottenere una valutazione a premio nell'operazione di fusione. D'altra parte, confrontando gli indici patrimoniali di Carige con quelli di BPER analizzati in precedenza, emergono differenziali significativi, che normalmente dovrebbero spingere verso una valutazione a sconto dell'emittente.

L'esposizione al rischio di liquidità, di contro, presenta una situazione più stabile. L'LCR di Carige, a marzo 2021, e per tutti i trimestri successivi, si attesta su livelli decisamente più conservativi della soglia minima di vigilanza, ovvero del 100%:

Figura 4.1- LCR, Gruppo Banca Carige S.p.a.

EU 1a	Trimestre che termina il (GG Mese AAAA)	31.12.2021	30.09.2021	30.06.2021	31.03.2021	31.12.2021	30.09.2021	30.06.2021	31.03.2021
<b>VALORE CORRETTO TOTALE</b>									
EU-21	RISERVA DI LIQUIDITÀ					3.959.979	3.843.526	3.899.766	4.189.004
22	TOTALE DEI DEFLUSSI DI CASSA NETTI					1.985.868	1.920.122	1.811.003	1.767.945
23	COEFFICIENTE DI COPERTURA DELLA LIQUIDITÀ					200%	203%	220%	247%

Fonte: Informativa al pubblico 31/12/2021 Pillar III, Gruppo Banca Carige S.p.a.

<sup>92</sup> Gruppo Banca Carige S.p.A., "Informativa al pubblico 31/12/2021 Pillar III"

Nel corso del 2021 l'indicatore LCR ha assunto un livello medio del 200%, ampiamente sopra il requisito del 100% imposto dalla Vigilanza. La progressiva diminuzione dell'indice nel corso dell'anno, riscontrabile sulla tabella, fa capo al rafforzamento della raccolta. In particolare, l'aumento dei depositi al dettaglio, principali responsabili delle fluttuazioni annuali dell'indice, dovrebbe favorire l'istituto nel processo di valutazione.

La componente principale delle riserve libere, a dicembre 2021, è costituita da disponibilità presso Banche Centrali.

Con riferimento all'andamento dell'indicatore NSFR, nel corso dell'esercizio 2021, Carige riscontra un progressivo rafforzamento, in larga parte dovuto all'incremento dei depositi al dettaglio (caratterizzati da maggiore stabilità rispetto ai depositi all'ingrosso) e all'emissione di strumenti di raccolta obbligazionaria a medio-lungo termine, utilizzando i programmi Covered Bond di Gruppo, che essendo garantiti, presentano alte ponderazioni nel calcolo dell'indice. Al 31 dicembre 2021 l'indicatore si attesta al 129%, valore ampiamente superiore alla soglia regolamentare del 100%.

Risulta opportuno, inoltre, evidenziare il risultato netto d'esercizio registrato dall'istituto. Esso, consta di una perdita di 92 milioni, che, seppur in forte decremento rispetto ai 252 milioni dell'anno precedente, costituisce un ulteriore campanello d'allarme, congiuntamente ai deficit patrimoniali, sulla valutazione della capacità di Carige di creazione del valore.

In ultimo, occorre valutare la situazione di Carige per quanto concerne la qualità del credito, in quanto considerata uno dei giustificativi più rilevanti per la determinazione del corrispettivo offerto da BPER. Infatti, gli oneri derivanti da azioni sul portafoglio NPE rappresentano un ostacolo rilevante alla generazione di sinergie finanziarie.

In particolare, dal documento d'offerta dell'operazione, emerge come le esposizioni creditizie deteriorate per cassa alla clientela ammontino, con riferimento all'esercizio 2021, a 618,4 milioni, in diminuzione del 2,15% rispetto a dicembre 2020 principalmente grazie alla cessione a terzi di un portafoglio di crediti deteriorati per circa 70 milioni. L'incidenza delle esposizioni deteriorate lorde verso la clientela, sul

totale delle esposizioni creditizie verso la clientela (NPE Ratio lordo) si attesta al 5,02%<sup>93</sup>.

### 4.3 Dinamica e struttura dell'operazione

La Fusione per incorporazione di Carige S.p.A. in BPER Banca S.p.A. è un'operazione complessa, che ha coinvolto più soggetti e rappresenta il risultato ultimo di passaggi intermedi che occorre descrivere puntualmente. In primis, le società coinvolte nell'aggregazione sono tre:

- BPER Banca S.p.a.
- Banca Carige S.p.a.
- Banca del Monte di Lucca S.p.a. (BML).

In particolare, Banca del Monte di Lucca S.p.A., prima dell'incorporazione in BPER, era partecipata al 69,97% da Carige. Il restante 30,03% del capitale era suddiviso al 50% tra Fondazione Banca del Monte di Lucca e Fondazione Cassa di risparmio di Lucca. La presente trattazione, con particolare riferimento alla valutazione d'azienda funzionale alla determinazione del Concambio (per la quale si rimanda al paragrafo successivo), si concentrerà prevalentemente su Banca Carige S.p.A.

La fusione ha previsto una serie di step, in particolare:<sup>94</sup>

- L'acquisizione, conclusa in data 3 giugno 2022, da parte di BPER di una partecipazione di maggioranza, pari al 79,42% nei confronti di Carige, che deteneva il 69,97% del capitale sociale di BML. Il raggiungimento di tale partecipazione di maggioranza si è perfezionato al prezzo di € 1,00 per tutte le n.604.154.459 azioni ordinarie di Carige ed è avvenuta condizionatamente al versamento da parte del FITD (che deteneva una partecipazione qualificata nei confronti di Carige dal salvataggio del 2019), pari 530 milioni. Tale corrispettivo di natura simbolica, congiuntamente al contributo del FITD,

---

<sup>93</sup> BPER Banca S.p.A., “Documento di offerta pubblica di acquisto- Emittente: Banca Carige S.p.A. – Cassa di Risparmio di Genova e Imperia-Offerente: BPER Banca S.p.A.”, 08/07/2022.

<sup>94</sup> KPMG S.p.A., “Relazione della società di revisione sul Rapporto di Cambio delle azioni ai sensi dell’art. 2501-sexies del Codice Civile”, Bologna, 5/10/2022.

deriva dalla necessità di rafforzamento patrimoniale dell'istituto. Infatti, come analizzato in precedenza, i *buffer* patrimoniali di Carige e BPER presentavano, precedentemente all'operazione, differenziali significativi, che hanno inciso drasticamente sull'esito della valutazione. L'acquisizione di tale partecipazione di maggioranza inoltre, ha previsto, al fine di evitare il sorgere di situazioni potenzialmente rilevanti ai sensi della disciplina antitrust, la cessione di due distinti rami d'azienda, composti da sportelli bancari di proprietà di Banco di Sardegna S.p.A. e di Carige, verso e al Banco Desio e della Brianza S.p.A.<sup>95</sup>.

- La promozione di un'offerta pubblica d'acquisto (OPA) obbligatoria totalitaria verso le azioni ordinarie e di un'OPA volontaria sulle azioni di risparmio Carige il 29 luglio 2022. In particolare, l'obbligatorietà dell'offerta sulle azioni ordinarie deriva da quanto disposto dall'art 106 del TUF. L'art. 106 impone l'offerta pubblica d'acquisto delle azioni residuali con diritto di voto della società quotata target, quando la buyer detiene una partecipazione superiore al 30%. L'OPA totalitaria deve essere promossa entro 30 giorni a un prezzo non inferiore alla media aritmetica fra il prezzo medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi e quello più elevato pattuito nello stesso periodo dall'offerente per acquisti di azioni ordinarie (in questo caso il prezzo che ha portato al raggiungimento del 79,42%)<sup>96</sup>.

A seguito dell'offerta totalitaria, BPER, in data 18 agosto 2022, ha acquisito n. 717.872.028 azioni ordinarie rappresentative del 94,4% del capitale sociale di Carige.

- La procedura di obbligo di acquisto, ovvero il "Sell-Out", concluso in data 9 settembre 2022, che ha portato BPER al 96,11% del capitale sociale ordinario di Carige.
- L'acquisto delle azioni ordinarie residue (Squeeze-Out) di Carige, a seguito del quale, in data 20 settembre 2022, BPER è giunta a detenere il 100% delle azioni ordinarie di Carige.
- L'inizio del procedimento di fusione volto ad incorporare Carige e BML in BPER.

---

<sup>95</sup> BPER Banca S.p.A., "*Documento di offerta pubblica di acquisto- Emittente: Banca Carige S.p.A. – Cassa di Risparmio di Genova e Imperia-Offrente: BPER Banca S.p.A.*", 08/07/2022

<sup>96</sup> [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

Occorre approfondire, delineandone le differenze, i concetti di Sell-Out e Squeeze-Out. In entrambi i casi, si fa riferimento all'art. 108 Testo Unico della Finanza (TUF). Sia il Sell-Out che lo Squeeze-Out si riferiscono alla vendita, di natura residuale, delle azioni di una società, ma si differenziano per la prospettiva dalla quale vengono applicate.

Il Sell-Out si riferisce alla vendita delle azioni di una società da parte di un azionista di minoranza che ha deciso di abbandonare la società. In questo caso, l'azionista vende le sue azioni al prezzo stabilito dal mercato, o in alternativa, da un accordo tra le parti interessate. Il Sell-Out è un diritto dell'azionista di minoranza, che gli consente di uscire dalla società senza subire danni finanziari eccessivi.

Lo Squeeze-Out, invece, si riferisce alla situazione in cui un azionista di maggioranza, detentore di almeno il 95% delle azioni della società, decide di acquisire anche le quote residuali. In questo caso, l'azionista di maggioranza può obbligare gli azionisti di minoranza a vendere al prezzo stabilito da un valutatore indipendente, o in alternativa, da un accordo tra le parti interessate. Il Squeeze-Out è un diritto dell'azionista di maggioranza, che gli consente di acquisire il totale controllo della società e di consolidare la propria posizione sul mercato.

In sintesi, la differenza tra Sell-Out e Squeeze-Out sta nel fatto che il primo riguarda la vendita volontaria di azioni da parte di un azionista di minoranza, mentre il secondo riguarda l'acquisizione forzata di azioni da parte di un azionista di maggioranza.

Per concludere la ricostruzione, inoltre, va rilevato come BPER abbia potuto beneficiare, nell'acquisizione del 100% di Carige, degli effetti della Legge 30 dicembre 2020, n. 178, che prevede la possibilità di convertire le DTA in credito d'imposta. La conversione delle DTA in credito d'imposta<sup>97</sup> consente all'azienda di ottenere una liquidità immediata, poiché il credito d'imposta può essere utilizzato per compensare le imposte correnti o richiesto un rimborso in contanti. Tale possibilità ha incentivato, insieme al contributo de FITD e al forte sconto a cui è stata conclusa la transazione, l'ingresso in un istituto caratterizzato da deficit patrimoniali e da una storia complessa.

---

<sup>97</sup> BPER Banca S.p.A., “Documento di offerta pubblica di acquisto- Emittente: Banca Carige S.p.A. – Cassa di Risparmio di Genova e Imperia-Offrente: BPER Banca S.p.A.”, 08/07/2022.

#### 4.4 La valutazione: il rapporto di Cambio

Risulta opportuno distinguere, ai fini dell'analisi, il processo di valutazione d'azienda alla base dell'operazione di fusione per incorporazione di Carige in BPER in due parti, una effettivamente legata alla transazione e una di natura eventuale. La seconda, su cui si concentra maggiormente la presente trattazione per via del legame con i metodi di valutazione di banca descritti nel capitolo precedente, è funzionale alla determinazione dei rapporti di Cambio. Tali rapporti, sarebbero stati applicati qual ora l'offerta pubblica d'acquisto totalitaria non avesse esaurito il flottante di Carige. Tuttavia, a seguito dell'offerta totalitaria, BPER, in data 18 agosto 2022, ha acquisito il 94,4%, per poi, attraverso le procedure di Sell-Out e Squeeze-Out arrivare al 100% del capitale sociale di Carige. Dunque, i metodi di valutazione utilizzati per la determinazione dei rapporti di Cambio, non trovano riscontro nello svolgimento dell'operazione. Nello specifico, l'offerta totalitaria, che ha portato BPER dal 79,18% al 100%, ha previsto un corrispettivo di € 0,80 per ciascuna azione ordinaria portata in adesione all'offerta obbligatoria. Il prezzo pagato si presenta come nettamente superiore al corrispettivo di € 1,00 pagato per il raggiungimento della partecipazione di maggioranza. Per altro, l'articolo 106 comma 2 del TUB prevede che l'offerta obbligatoria debba essere promossa ad un prezzo "non inferiore a quello più elevato pagato dall'offerente e dalle persone che agiscono di concerto con il medesimo, nei dodici mesi anteriori alla comunicazione di cui all'articolo 102, comma 1, per acquisti di titoli della medesima categoria"<sup>98</sup>. Dunque, l'offerta di € 0,80 per azione rappresenta una valutazione a premio rispetto ai parametri imposti dalla normativa, che individuano come limite inferiore la cifra simbolica di € 1,00 corrisposta per la partecipazione di maggioranza. "Il Corrispettivo dell'Offerta Obbligatoria incorpora un premio del 27,8% rispetto alla media aritmetica, ponderata per i volumi scambiati, dei prezzi ufficiali per azione ordinaria dell'Emittente rispetto al prezzo ufficiale calcolato al 13 dicembre 2021 (pari a Euro 0,626 – Fonte: Factset), e del 29% circa rispetto al prezzo rilevato alla chiusura del 13 dicembre 2021."<sup>99</sup>

Nonostante la valutazione a premio, che ha dato esito al corrispettivo per l'offerta totalitaria, esprimere un giudizio complessivo sulla convenienza per gli azionisti di

---

<sup>98</sup> Art. 106 comma 2, T.U.F.

<sup>99</sup> BPER Banca S.p.A., "Documento di offerta pubblica di acquisto- Emittente: Banca Carige S.p.A. – Cassa di Risparmio di Genova e Imperia-Offrente: BPER Banca S.p.A.", 08/07/2022.

Carige, non può non considerare il prezzo pagato per la partecipazione di maggioranza, che, in quanto pari alla cifra simbolica di € 1,00 e associato al versamento di liquidità da parte degli azionisti precedenti per 530 milioni, configura tale operazione come un “necessaria” per preservare la stabilità finanziaria. Infatti, da un lato Carige necessitava di essere ricapitalizzata, dall’altro rappresentava per BPER un’opportunità di valenza strategica per accrescere il proprio posizionamento competitivo e la propria redditività ad un prezzo sostenibile.

In un’operazione del genere, le dissertazioni sulla congruità del corrispettivo assumono un’importanza secondaria. Infatti, si potrebbe considerare come il fine principale della presente operazione d’aggregazione, quello di ripatrimonializzare un istituto in crisi evitando che tale crisi abbia delle ripercussioni di carattere sistematico, incorporando Carige in una realtà solida.

Venendo alla valutazione dei rapporti di Cambio, tutti gli istituti coinvolti nell’operazione si sono avvalsi della consulenza di *Advisor* finanziari, con l’obiettivo di valutare reciprocamente l’appropriatezza delle offerte. Nello specifico, BPER ha coinvolto Mediobanca-Banca del Credito Finanziario S.p.A. e Rothschild & Co Italia S.p.A., Carige si è avvalsa della consulenza di Equita SIM S.p.A. e BML di Archè S.r.l.

I metodi utilizzati per la stima del Capitale economico e la conseguente determinazione dei rapporti di Cambio, fanno pieno riferimento a quelli individuati nei precedenti capitoli come i più idonei alla valutazione di banche. Nello specifico, sono stati utilizzati:

- Dividend Discount Model nella Variante Excess Capital
- Metodo delle quotazioni di Borsa
- Metodo dei Multipli di Borsa
- Modello di Gordon
- Metodo della regressione lineare (Equity Value Map)

In particolare, rispetto ai metodi analizzati in precedenza, è stato utilizzato il metodo delle Quotazioni di Borsa, che identifica il valore delle società nel prezzo delle azioni quotate. Secondo tale metodo, i prezzi di Borsa sono indicatori affidabili del valore aziendale, poiché incorporano tutte le informazioni di pubblico dominio. Inoltre, il



prezzo delle azioni, incorpora congiuntamente le opinioni del mercato sulla redditività, tenuta patrimoniale, rischiosità e probabilità di crescita del titolo. Tuttavia, risulta opportuno rilevare come tale metodo sia influenzato in larga parte dai picchi di volatilità dei mercati finanziari. La volatilità, infatti, può rappresentare un aspetto critico nella determinazione del valore delle azioni durante le operazioni di fusione e acquisizione. In particolare, se la volatilità dei mercati finanziari è elevata, il valore delle azioni delle società coinvolte nella fusione può subire variazioni significative nel corso del tempo, distorcendo la stima. La volatilità può influire sulla decisione degli azionisti di vendere o mantenere le loro azioni durante l'operazione di fusione. Quando i prezzi delle azioni sono molto instabili gli investitori potrebbero essere meno inclini a trattenere le proprie azioni e potrebbero preferire vendere prima che il valore delle azioni subisca ulteriori variazioni. A tal proposito, dalla relazione di KPMG sui rapporti di Cambio relativi all'operazione, emerge come l'applicazione delle metodologie valutative aventi ad oggetto Prezzi azionari sia stata particolarmente complessa in considerazione del contesto macroeconomico, caratterizzato da livelli anomali di volatilità che hanno influenzato le stime sui valori d'azienda. L'incidenza della volatilità sull'attendibilità della valutazione si riflette anche sul metodo dei Multipli di Borsa. Infatti, sono stati utilizzati da tutti gli *Advisor* multipli *levered* (P/E e P/TBV) che applicano i prezzi azionari al numeratore<sup>100</sup>.

Inoltre, analizzando i documenti relativi alla valutazione dei rapporti di Cambio, emerge come gli *Advisor* di Carige e BML abbiano utilizzato metodi aggiuntivi rispetto quelli applicati da BPER. In particolare, Equita (in qualità di *Advisor* di Carige) ha utilizzato, oltre al DDM nella variante Excess Capital e ai metodi comparativi, il Modello di Gordon (attualizzazione in perpetuo dei dividendi attesi) e il Modello della Regressione lineare (regredendo il PTV contro il ROTE). Equita, inoltre, ha applicato il metodo delle transazioni comparabili, utilizzando un campione composto da precedenti offerte pubbliche sul mercato italiano dal 2018, selezionando per coerenza esclusivamente operazioni in cui l'offerente già deteneva una partecipazione di maggioranza.

Archè (in qualità di *Advisor* di BML), rispetto a BPER, ha applicato il solo metodo aggiuntivo della regressione, utilizzando la stessa tipologia di input di Equita.

---

<sup>100</sup> KPMG S.p.A., “Relazione della società di revisione sul Rapporto di Cambio delle azioni ai sensi dell’art. 2501-sexies del Codice Civile”, Bologna, 5/10/2022

I motivi di tali differenze possono essere ricercati tra i “limiti e restrizioni delle analisi valutative alla base della relazione”<sup>101</sup>. Infatti, alcuni fattori avrebbero potuto distorcere o impattare significativamente sulla valutazione. Nello specifico, le difficoltà patrimoniali di Carige e la volatilità dei prezzi nel 2021, avrebbero potuto incidere su una valutazione da un lato a sconto nei confronti dell'emittente, dall'altro influenzata dalle fluttuazioni del mercato. In relazione a ciò, il modello di Gordon, che non considera l'eventuale deficit di capitale regolamentare, avrebbe potuto condurre a valori di capitale economico più favorevoli per Carige. Inoltre, la valutazione della società basata sulla regressione lineare tra PTV e ROTE può fornire una stima più affidabile e stabile del valore della società rispetto alla valutazione basata esclusivamente sulle quotazioni di borsa, soprattutto in un contesto di alta volatilità di mercato. Infatti, Se il livello di significatività della regressione lineare tra PTV e ROTE è basso, ciò potrebbe indicare che ci sono altri fattori esterni alla redditività che influenzano i prezzi di mercato della società, come la volatilità del mercato, indicando distorsioni nella valutazione.

Dunque, è ragionevole supporre che Carige e BML, in qualità di contrenti deboli rispetto all'accordo, abbiano applicato metodi di controllo per garantire una valutazione più accurata e prudente della loro posizione nella fusione con BPER.

Quando le società sono in una posizione di debolezza rispetto all'accordo di fusione, potrebbero essere inclini a utilizzare metodi di valutazione più prudenti per garantire che il loro valore non venga sottostimato e che non perdano terreno nella negoziazione. Tale aspetto è particolarmente importante quando si tratta di una fusione con un offerente più forte e più grande come BPER.

Confrontando le valutazioni sulle azioni ordinarie effettuate da Equita, datata 6 luglio 2022 e svolta per conto di Carige con la definizione definitiva dei rapporti di Cambio desumibile dalla relazione del Consiglio di amministrazione BPER, datata 5 novembre 2022<sup>102</sup>, è possibile riscontrare i presupposti dislivelli.

---

<sup>101</sup> BPER Banca S.p.A., “Documento di offerta pubblica di acquisto- Emittente: Banca Carige S.p.A. – Cassa di Risparmio di Genova e Imperia-Offerte: BPER Banca S.p.A.”, 08/07/2022.

<sup>102</sup> Si precisa che i rapporti di Cambio in oggetto, determinati col supporto degli *Advisor* finanziari di BPER (Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A. e Rothschild & Co Italia S.p.A.), se pur presenti nella relazione del C.d.A. datata novembre 2022, data nella quale BPER già possedeva il 100% delle partecipazioni di Carige, è stata rilasciata in data 19 agosto 2022

Figura 4-Rapporti di Cambio definiti da Equita SIM S.p.A

Metodologia	Valore minimo Azione Ordinaria (Euro)	Valore massimo Azione Ordinaria (Euro)
Dividend Discount Model	0,52	0,65
Modello di Gordon	0,33	0,46
Premi impliciti in precedenti offerte pubbliche	0,68	0,76
Multipli di Borsa	0,39	0,58
Regressione	0,26	0,53

Fonte: Documento di offerta pubblica di acquisto- Emittente: Banca Carige S.p.A. – Cassa di Risparmio di Genova e Imperia-Offerente: BPER Banca S.p.A.

Figura 4.1- Rapporti di Cambio

	Intervalli dei Rapporti di Cambio
Prezzi di Borsa	0,358-0,453
DDM	0,324-0,401
Multipli di mercato	0,290-0,376

Fonte: Relazione del Consiglio di amministrazione di BPER<sup>103</sup>

Comparando le differenti stime dei rapporti di Cambio (Figura 4.2), emerge come BPER applichi uno sconto medio pari a 0.149 rispetto alla valutazione di Carige, che risulta decisamente meno prudente.

<sup>103</sup> BPER Banca S.p.A., Primo punto all’ordine del giorno di parte straordinaria avente ad oggetto la “Fusione per incorporazione di Banca Carige S.p.A. e Banca del Monte di Lucca S.p.A. in BPER Banca S.p.A.”, BPER, 5/11/2022

Figura 4.2- Confronto dei rapporti di Cambio

<b>BPER</b>	min	max
Prezzi di Borsa	0.358	0.453
DDM	0.324	0.401
Multipli	0.29	0.376
<b>Media</b>	<b>0.324</b>	<b>0.41</b>
<b>Equita (Carige)</b>	min	max
DDM	0.52	0.65
Modello di Gordon	0.33	0.46
Multipli	0.68	0.76
Premi impliciti in precedenti offerte pubbliche	0.39	0.58
Regressione	0.26	0.53
<b>Media</b>	<b>0.436</b>	<b>0.596</b>
<b>Sconto medio rispetto alla valutazione di Equita</b>	<b>0.149</b>	

Fonte: Rielaborazione personale dei documenti ufficiali

In fine, osservando i rapporti di Cambio prescelti<sup>104</sup>, approvati da entrambi i Consigli d'amministrazione, è possibile riscontrare, rispetto a quanto analizzato in precedenza, il maggior potere negoziale di BPER e la debolezza di Carige nella contrattazione, derivante dalle problematiche patrimoniali e gestionali di quest'ultimo istituto. Infatti, la valutazione delle azioni ordinarie (Figura 4.3) risulta evidentemente a favore di quanto stimato da BPER.

Figura 4.3-Rapporti di Cambio prescelti

<b>Rapporti di Cambio prescelti</b>	
<b>Rapporto di Cambio Azioni Ordinarie Carige</b> n. azioni ordinarie BPER per 1 azione ordinaria Carige	<b>0,360x</b>
<b>Rapporto di Cambio Azioni di Risparmio Carige</b> n. azioni ordinarie BPER per 1 azione di risparmio Carige	<b>11.234x</b>
<b>Rapporto di Cambio Azioni Privilegiate</b> n. azioni privilegiate BPER per 1 azione di risparmio Carige	<b>10.785x</b>
<b>Rapporto di Cambio Azioni Ordinarie BML</b> n. azioni ordinarie BPER per 1 azione ordinaria BML	<b>0,045x</b>

Fonte: Relazione sui Rapporti di Cambio delle azioni effettuata da KPMG

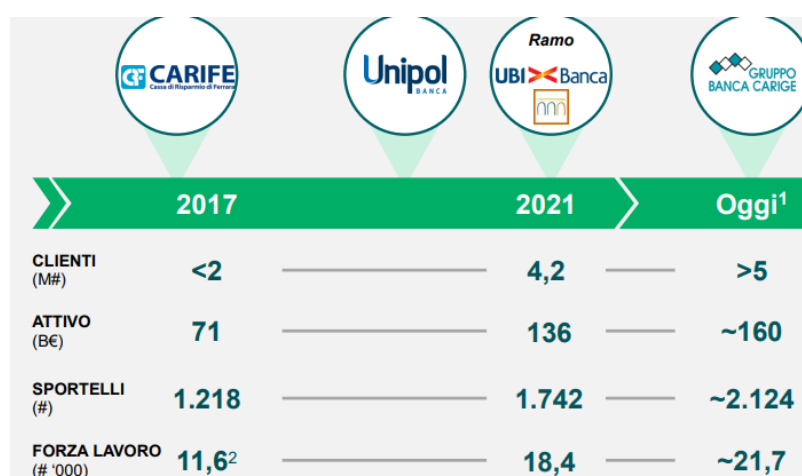
<sup>104</sup> KPMG S.p.A., "Relazione della società di revisione sul Rapporto di Cambio delle azioni ai sensi dell'art. 2501-sexies del Codice Civile", Bologna, 5/10/2022

#### 4.5 Le prospettive future per il gruppo BPER: il piano industriale<sup>105</sup>

L'integrazione del Gruppo Carige ha effetti decisivi sulle prospettive future del gruppo BPER, costituendo una delle M&A più significative tra quelle intraprese dall'incorporante e citate nel piano industriale 2022-2025. In generale, un piano industriale definisce le strategie per la crescita, il miglioramento dell'efficienza operativa, la gestione del rischio e il raggiungimento di obiettivi finanziari specifici. Dopo un'operazione di fusione e acquisizione (M&A), il piano industriale della banca coinvolta assume un carattere specifico, che tiene conto dei risultati e degli impatti dell'operazione stessa. Nel delineare e quantificare attraverso specifici indicatori gli obiettivi del gruppo, il piano industriale tiene conto del contributo delle aziende incorporate, sottolineando sinergie da un lato e costi d'integrazione dall'altro.

Dal 2017, quella con Carige rappresenta è la più importante aggregazione intrapresa da BPER da un punto di vista dimensionale. Tuttavia, l'esperienza murata fino al 2021 con le operazioni pregresse, insieme alla solidità patrimoniale e finanziaria desunta dal documento di terzo pilastro del gruppo, rende le previsioni attendibili. In particolare (figura 4.4), l'aggregazione ha portato al raggiungimento di 5 Milioni di clienti (inclusi gli 800 mila di Carige), di un attivo pari a 160 Miliardi di euro, di 2.124 sportelli e di 21.700 dipendenti a sistema.

Figura 4.4-crescita dimensionale dell'operazione



Fonte: BPER e-volution, Piano Industriale 2022-2025

<sup>105</sup> BPER Banca S.p.A., "BPER e-volution, Piano Industriale 2022-2025", Milano, 10/06/2022

Durante l'analisi dell'operazione, è emerso chiaramente che una delle principali criticità di Carige riguardava l'adeguatezza patrimoniale. Infatti, una delle condizioni necessarie per il completamento dell'operazione è stata l'iniezione di 530 milioni di euro di capitale da parte degli azionisti di Carige. L'aumento dei requisiti patrimoniali può essere realizzato attraverso l'aumento delle riserve o mediante la riduzione degli attivi ponderati per il rischio (RWA) detenuti nel bilancio. Infatti, l'utilizzo di sistemi interni più efficienti per la valutazione del rischio di credito, come ad esempio l'Approccio IRB Avanzato (AIRB), può portare a un miglioramento degli indicatori di solvibilità, mantenendo costante il livello di capitale. BPER stima che l'applicazione dei modelli AIRB sulle esposizioni di Carige potrebbe ridurre gli RWA di circa 2 miliardi di euro. Consultando il Pillar III del 2021, anno che precede la fusione con BPER, è possibile riscontrare come Carige determinasse la propria adeguatezza patrimoniale ai *buffer* di vigilanza attraverso il metodo Standardizzato<sup>106</sup>. BPER, invece, utilizza dal 2016 il metodo Advanced IRB.

Il metodo standard e l'Approccio IRB (Internal Ratings-Based Approach) sono due approcci distinti utilizzati dalle banche per valutare il rischio di credito delle esposizioni presenti nel loro bilancio. A loro volta, i metodi IRB si distinguono in Foundation e Advanced. L'approvazione del metodo Advanced da parte delle autorità di vigilanza consente alle banche di stimare, per il calcolo dei requisiti patrimoniali, oltre che la PD (probabilità di default), anche l'EAD (esposizione al momento del default) e la LGD (perdita in caso di default).

1. Metodo Standard: Il metodo standard è un approccio semplificato stabilito dalle autorità di regolamentazione bancaria. Con questo approccio, le banche utilizzano parametri di rischio predefiniti forniti dalle autorità per valutare il rischio di credito delle loro esposizioni. Questi parametri includono i coefficienti di ponderazione del rischio assegnati a ciascuna categoria di attività, come prestiti, obbligazioni o altre esposizioni. Le banche applicano questi coefficienti per calcolare gli attivi ponderati per il rischio (RWA) e determinare il capitale regolamentare necessario per coprire il rischio di credito. Il metodo standard offre un approccio uniforme e

---

<sup>106</sup> Gruppo Banca Carige S.p.A., “*Informativa al pubblico 31/12/2021 Pillar III*”

semplice, ma potrebbe non riflettere pienamente il profilo di rischio specifico delle banche.

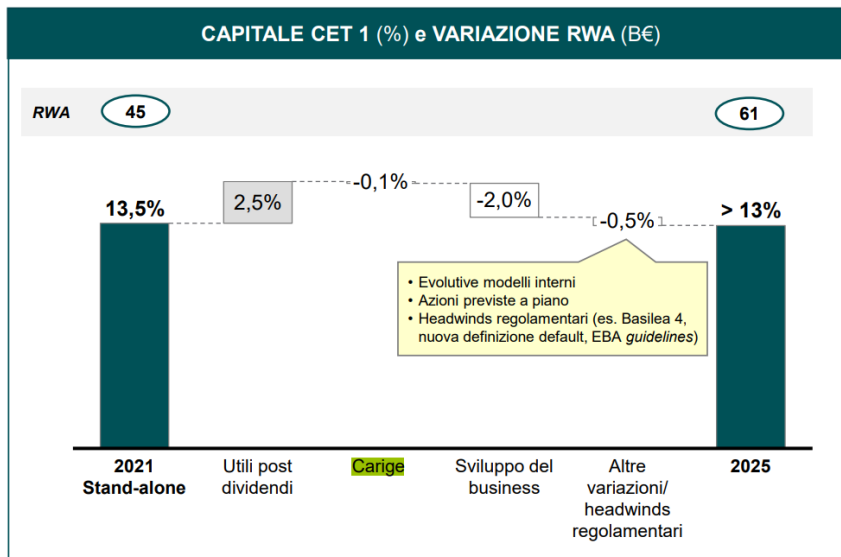
2. IRB Foundation: L'IRB Foundation (Approccio basato sui rating interni - Foundation) è un approccio intermedio in cui le banche possono utilizzare i loro modelli interni per stimare la probabilità di insolvenza dei debitori. Con l'IRB Foundation, le banche calcolano gli RWA utilizzando i propri modelli interni per la stima della PD, ma utilizzano i parametri di calibrazione forniti dalle autorità di regolamentazione per LGD e EAD. L'IRB Foundation offre alle banche una maggiore flessibilità rispetto al metodo standard.
3. IRB Advanced: L'IRB Advanced (Approccio basato sui rating interni - Advanced) è l'approccio più avanzato e sofisticato dell'IRB. Questo approccio offre alle banche la massima flessibilità e personalizzazione nella valutazione del rischio di credito. Le banche che adottano l'IRB Advanced devono soddisfare rigorosi requisiti di qualità dei dati, modellazione e validazione dei modelli interni. L'IRB Advanced consente alle banche di calcolare i requisiti di capitale basati sul rischio (RWA) in modo più preciso e granulare, riflettendo meglio il profilo di rischio specifico delle esposizioni.

Appare evidente come, la condivisione di tali metodi rappresenti, con riferimento al concetto di sinergie e miglioramento gestionale, un'opportunità per BPER, giustificando, insieme ad altri fattori, lo sbilanciamento a suo favore del potere contrattuale e della capacità di influenzare il prezzo dell'operazione.

Nel complesso, le proiezioni dell'impatto di Carige sulla solvibilità del gruppo BPER non evidenziano distorsioni rilevanti (Figura 4.5). La quota maggiormente responsabile della contrazione del Cet1 Ratio sarebbe imputabile allo Sviluppo del Business e alle imposizioni della normativa di vigilanza. Quest'ultima, al momento della redazione dell'elaborato, si ritrova a dover fronteggiare una persistente inflazione, frutto di fattori esogeni (come il Covid e la Guerra in Ucraina) e culmine di più di un decennio di espansione monetaria. Dunque, è ragionevole prevedere una contrazione degli indici patrimoniali interni per effetto di una politica di vigilanza pro-ciclicamente più stringente nella determinazione dei requisiti. In questo senso, il fatto che BPER, precedentemente all'integrazione di Carige attestasse il CET1 Ratio ampiamente sopra le richieste di BCE, consente all'istituto di integrare Carige e attuare il proprio piano industriale con margini di errore confortanti anche sulla redditività prospettica, che se

pianamente realizzata rispetto a quanto previsto dal piano industriale, neutralizzerebbe quasi totalmente gli impatti negativi sui requisiti patrimoniali, mantenendo il Cet1 Ratio ad un livello del 13%.

Figura 4.5-prospettive d’impatto sull’adeguatezza patrimoniale di BPER



Fonte: BPER e-volution, Piano Industriale 2022-2025

Nel complesso, le sinergie derivante dall’aggregazione con Carige ammontano a 155 milioni di euro lordi e si dispiegherebbero per il 50% entro la fine del 2023. In particolare, le previsioni di BPER ripartiscono tali sinergie come segue:

- Sinergie di costo per 85 milioni di euro. Queste sinergie includono diverse iniziative, tra cui:
  1. Re-internalizzazione IT Carige sulla piattaforma di Gruppo. Ciò consente di consolidare le operazioni IT di Carige sulla piattaforma tecnologica di BPER, generando efficienze e riducendo i costi associati. Come analizzato in precedenza, infatti, la distribuzione dei costi fissi legati all’impianto tecnologico di una banca, su un numero più vasto di operazioni consente la produzione di economie di scala, dunque ingenti sinergie di costo.



2. Razionalizzazione degli sportelli in ingresso. Ciò implica la riduzione delle filiali sovrapposte o poco efficienti, ottimizzando la presenza territoriale e riducendo i costi di gestione.
  3. Riduzione dei costi di Governance e Controllo. Si mira a semplificare la struttura organizzativa e i processi decisionali, riducendo così i costi amministrativi associati.
- Sinergie di funding per un importo di 40 milioni di euro, derivanti dal mancato rinnovo delle scadenze obbligazionarie di Carige e dall'allineamento progressivo del costo di raccolta di Carige a quello di BPER. Ciò consente di ridurre i costi di finanziamento complessivi del Gruppo.
  - Sinergie di ricavo per un importo di 30 milioni di euro. Queste sinergie derivano principalmente dall'aumento del cross-selling, offrendo ai clienti di Carige i prodotti e i servizi delle diverse aree di business del Gruppo BPER. Ciò consente di ampliare l'offerta per i clienti esistenti e acquisire nuovi clienti attraverso una maggiore penetrazione nel mercato.

Nel Capitolo 3, l'integrazione del concetto ESG e l'innovazione tecnologica sono stati identificati come driver fondamentali delle aggregazioni bancarie, nel contesto dei nuovi scenari competitivi. Infatti, tra i punti più rilevati del piano industriale presentato da BPER, in cui l'integrazione di Carige ha un impatto economico decisivo, vengono enfatizzati i concetti di:

- Banca semplice e digitale
- ESG *infusion*

Il primo punto prevede la razionalizzazione della rete di sportelli e la semplificazione dei processi attraverso una maggiore digitalizzazione e l'adeguamento dei modelli di servizio alla clientela in un'ottica omnicanale.

La razionalizzazione della rete di sportelli indica un processo di riduzione o riorganizzazione delle filiali bancarie al fine di ottimizzare la presenza territoriale e i relativi costi di gestione. Questa strategia può essere motivata da diversi fattori, tra cui il cambiamento delle preferenze dei clienti verso canali digitali per le operazioni

bancarie e la necessità di ridurre i costi operativi. La semplificazione dei processi, supportata dalla digitalizzazione, mira a incrementare l'efficienza operativa e a ottimizzare le procedure interne. L'automazione dei processi bancari tramite l'utilizzo di tecnologie digitali può ridurre i tempi di esecuzione, eliminare gli oneri burocratici e migliorare l'esperienza del cliente. L'adeguamento dei modelli di servizio alla clientela in un'ottica omnicanale indica la volontà di offrire ai clienti una gamma completa di canali di interazione e di servizio, tra cui filiali fisiche, piattaforme online, app mobili e servizi di assistenza clienti. L'obiettivo è consentire ai clienti di scegliere il canale più conveniente e adatto alle loro esigenze, offrendo un'esperienza fluida e integrata tra i diversi canali a disposizione.

Da un punto di vista critico, è importante considerare alcuni aspetti. La riduzione della rete di sportelli può rappresentare un vantaggio in termini di costi, ma potrebbe anche comportare un rischio di esclusione finanziaria per alcune comunità o categorie di clienti meno inclini all'utilizzo dei canali digitali. Pertanto, è necessario valutare attentamente l'impatto sociale e la capacità di garantire l'accesso ai servizi finanziari a tutti i segmenti della popolazione.

La realizzazione della “ESG *infusion*”, infine, delinea una strategia di sviluppo in ambito ESG (Ambientale, Sociale e di Governance) con l'obiettivo di creare valore condiviso nel lungo periodo attraverso il rafforzamento delle tematiche di sostenibilità all'interno del modello di business aziendale. Parte delle sinergie prodotte dall'aggregazione con Carige, infatti, saranno utilizzate entro la fine del piano di industriale a implementazione della gestione ESG del gruppo, che prevede l'ampliamento del 25% dell'offerta di prodotti di investimento ESG e l'incremento del 25% delle masse gestite ESG rispetto al 31/12/21 (12,7 miliardi), anno che precede l'operazione.

## Conclusioni

Il presente elaborato, al fine di fornire una panoramica quanto più esaustiva sul fenomeno delle M&A bancarie, cerca di approfondirne gli aspetti più rilevanti. Le operazioni di *Mergers and Acquisitions* (M&A), costituiscono operazioni di finanza straordinaria, che incidono sulla struttura e sull'assetto patrimoniale delle aziende, modificando in maniera sostanziale l'allocazione delle risorse. È stato visto, ripercorrendo l'evoluzione del fenomeno del consolidamento bancario degli ultimi 30 anni, come tali operazioni escano sempre più dal campo semantico dello "straordinario", abbracciando quello dell'"ordinario", rappresentando una prassi fondamentale per garantire il buon funzionamento e la stabilità del sistema finanziario. Alla luce di quanto trattato, appare chiaro come il fenomeno del consolidamento bancario sia stato influenzato nel corso dei decenni da molteplici fattori, che impattano sull'intensità e sulle modalità di attuazione delle M&A. Le ondate di fusioni e acquisizioni si sono verificate in presenza di rilevanti cambiamenti politico normativi, tecnologici o finanziari. In primo luogo, l'evoluzione delle concentrazioni bancarie è strettamente correlata alla regolamentazione dei mercati finanziari. Nonostante l'introduzione degli Accordi di Basilea I nel 1988, il periodo di forte deregolamentazione che aveva caratterizzato gli anni precedenti e le imperfezioni della prima versione degli accordi hanno contribuito agli eventi che hanno portato alla crisi finanziaria del 2008. Dagli anni 80 ai primi del 2000, infatti, si osserva una crescita esponenziale delle M&A, favorite dalla deregolamentazione del settore bancario, che ha ridotto le restrizioni e le barriere all'ingresso nel mercato finanziario. La deregolamentazione ha permesso alle banche di espandersi attraverso fusioni e acquisizioni, consentendo loro di consolidare il proprio business, ampliare la presenza geografica, migliorare l'efficienza e accrescere la quota di mercato.

La crisi finanziaria globale del 2008 ha rappresentato uno spartiacque significativo nell'evoluzione del settore bancario. Questa crisi ha evidenziato gravi vulnerabilità e rischi sistemici nel sistema finanziario internazionale, portando a una revisione delle politiche e delle regole di settore. Il crescente carico normativo ha influenzato le M&A bancarie, intensificando le cosiddette "fusioni di salvataggio". In particolar modo, il perfezionamento della normativa sull'adeguatezza patrimoniale ha impattato sul modo di prezzare un istituto di credito. Le varianti Excess Capital, infatti, incorporano nella definizione di valore, la capacità delle banche di soddisfare le richieste delle autorità

di vigilanza in termini di solvibilità, scongiurando i rischi che eventuali carenze patrimoniali avrebbero sulla stabilità finanziaria.

Inoltre, essendo le M&A strategie di crescita esterna, risultano influenzate e motivate nel tempo dai *driver* di mercato. In questo senso, le aggregazioni bancarie mirano ridurre la concorrenza inglobando i competitors o a migliorare il posizionamento competitivo acquisendo *Know-How* dall'esterno, sulla base dei Mega Trend più attuali come la digitalizzazione dei servizi finanziari e i fattori ESG. Infatti, sia l'aumento della concorrenza nel settore FinTech, che l'implementazione dei fattori di sostenibilità sociale, ambientale e di governance (ESG) richiesti dal mercato, hanno incentivato gli istituti bancari ad intraprendere strategie di crescita esterna per consolidare quote di mercato a rischio.

Per analizzare il fenomeno delle M&A bancarie, è stato indispensabile approfondire le tecniche di valutazione d'azienda. Gli enti creditizi rivestono un ruolo di importanza primaria e strutturale, in quanto veicolano il trasferimento delle risorse dai soggetti in surplus a quelli in deficit di risparmio. In questo contesto, il concetto di valutazione d'azienda, alla base delle operazioni di finanza straordinaria, dà rilievo ai diversi aspetti del mercato M&A. Per valutare un'azienda, infatti, è necessario anzitutto cogliere le determinanti delle differenti definizioni di "valore" e formalizzarle in processi che valorizzino le caratteristiche dell'operazione. È importante definire l'oggetto della valutazione, distinguendo la prospettiva di natura stand alone da quella di natura combinata (sinergie). L'utilizzo congiunto di più tecniche valutative mette in evidenza, utilizzando prassi matematiche e logiche specifiche, aspetti differenti di un'azienda e cerca di ritrarre quanto più oggettivamente possibile la sua capacità di produrre valore per il sistema finanziario. La valutazione delle banche, in particolare, si serve di metodi che valorizzano il proprio ruolo all'interno dei mercati finanziari, incorporando nelle logiche di calcolo, aspetti propri di un'azienda comune, aspetti di carattere regolamentare e i *driver* più attuali come la digitalizzazione dei servizi offerti e l'impatto ESG. L'obiettivo finale del presente elaborato è quello di inserire la fusione per incorporazione di Carige in BPER in questo impianto teorico. A tal fine, analizzando individualmente le due banche, emergono due profili contrapposti. Nell'anno che precede l'operazione, BPER si presenta come un istituto solido, ben patrimonializzato, redditizio e in grado di gestire virtuosamente la struttura per scadenze. Carige, al contrario, presenta una storia complessa, fatta di inefficienze gestionali che si rispecchiano in un istituto fragile dal punto di vista patrimoniale e

reddituale. L'operazione, per entrambi gli istituti, può essere letta da una duplice prospettiva.

BPER, in ragione della sua posizione di contraente forte, risulta maggiormente in grado influenzare prezzo e condizioni dell'accordo a proprio vantaggio. Tuttavia, l'incorporazione di un istituto come Carige potrebbe comportare difficoltà di integrazione e avere un impatto negativo sulla propria solvibilità.

Per Carige, la fusione rappresenta l'opportunità di entrare a far parte di una realtà virtuosa, da cui poter trarre il *Know-How* e le risorse necessarie a superare le problematiche cumulate negli anni. Tuttavia, il rischio per Carige, è quello di cedere passivamente a condizioni il cui fine primario sia quello di preservare la stabilità finanziaria a costo di distruggere valore per gli azionisti. Alla luce di quanto effettivamente avvenuto, si ritiene che siano stati preservati gli interessi di entrambe le controparti. In primo luogo, infatti, l'acquisto della partecipazione di maggioranza da parte di BPER si è concluso ad una cifra simbolica e condizionatamente alla ricapitalizzazione dell'istituto con 530 milioni iniettati dal FITD. In secondo luogo, l'acquisizione del residuale 20% ca. del capitale sociale, è avvenuta ad un corrispettivo che incorpora un premio del 27,8% rispetto alla media ponderata dei prezzi utilizzati per la valutazione e del 29% rispetto al prezzo di chiusura del 2021. Pertanto, è possibile affermare che l'operazione si sia conclusa a condizioni ragionevoli per entrambe le parti. L'accordo ha minimizzato, da un lato, il rischio che le fragilità di Carige intaccassero le performance di BPER, dall'altro, il rischio per gli azionisti di minoranza dell'incorporanda di non essere remunerati adeguatamente.

## Bibliografia

André F., Roland G., Szafarz A., “*A General Formula for the Wacc*”, international journal of business, 2006.

Art. 10 T.U.B.

Art. 106 comma 2, T.U.F.

Art. 2501, Codice Civile.

Banca d'Italia, Relazione Annuale, “*Il consolidamento e la diversificazione nel settore bancario dell'Area dell'Euro*”, in Bollettino Mensile BCE, maggio 2005, p. 77 e ss, 1998.

Bektas E., Izcan D., “*The Relationship between ESG Scores and Firm-Specific Risk of Eurozone Banks*”, MDPI, 2022.

Bonaccorsi di Patti E., Ciocchetta F., “*Economie di scala rivisitate: evidenze per le banche italiane*”, Banca d'Italia, 2020.

BPER Banca S.p.A., “*BPER e-volution, Piano Industriale 2022-2025*”, Milano, 10/06/2022.

BPER Banca S.p.A., “*Informativa al pubblico 31/12/2021 Pillar III*”

BPER Banca S.p.A., “*Relazione del Consiglio di amministrazione di BPER*”

BPER Banca S.p.A., Documento di offerta pubblica di acquisto- Emittente: Banca Carige S.p.A. – Cassa di Risparmio di Genova e Imperia-Offerente: BPER Banca S.p.A., 08/07/2022.

BPER Banca S.p.A., Primo punto all'ordine del giorno di parte straordinaria avente ad oggetto la "*Fusione per incorporazione di Banca Carige S.p.A. e Banca del Monte di Lucca S.p.A. in BPER Banca S.p.A.*", BPER, 5/11/2022.

Brealey R.A., Myers S.C., Sandri S., "*Principi di finanza aziendale*", 8 ED, McGraw-Hill, Milano, 2020.

Cappa F., Collevicchio F., Oriani R., Peruffo E., "*Banks responding to the digital surge through Open Innovation: Stock market performance effects of M&As with fintech firms*", Journal of Economics and Business, 2022.

Capriglione F., "*Manuale di diritto bancario e finanziario*", Cedam, 2019.

Chiaromonte L., "*Le concentrazioni bancarie in Europa e i processi di integrazione cross-border. Il caso Unicredit-HVB*", Università degli studi di Verona, 2007.

Comana M., "*La concentrazione del sistema bancario italiano*", Roma. 2020.

Damodaran A., "*Ten Questions about Bottom-up Betas*", NYU, 2017.

Damodaran A., "*Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation, and Implications*", Stern School of Business, 2022.

Damodaran A., "*Finanza Aziendale*", Apogeo, Milano, 2001.

Damodaran A., "*Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*", Stern School of Business, Wiley, 2012.

Damodaran A., "*Valutazione delle aziende*", Maggioli Education, 2014.

Feng X., "*The role of ESG in acquirers' performance change after M&A deals*", AIMS Green Finance, 2021.

Fontana S., “*Valutazione d’azienda*”, La Sapienza, Roma, 2020.

Franceschi L. F., “*Modelli finanziari per la valutazione d’azienda*”, EDUCatt, Milano, 2015.

Gianfrancesco I., “*Banking Regulation*”, Luiss BS, Roma, 2020.

Goedhart M., Koller T., Wessels D., “*Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*”, McKinsey & Company, 2020.

Gruppo Banca Carige S.p.A., “*Informativa al pubblico 31/12/2021 Pillar III*”  
Heid J., Lakhani K., Templeman L., Deutsche Bank, 2019

Hurn S., Martin L., Yu J., Phillips C.B., “*Financial Econometric Modeling*”, OUP USA, 2020.

KPMG S.p.A., “*Relazione della società di revisione sul Rapporto di Cambio delle azioni ai sensi dell’art. 2501-sexies del Codice Civile*”, Bologna, 5/10/2022.

KPMG S.p.A., “*rapporto M&A 2018*”, 2018.

Lacchini M., Onesti T., Zanda G., “*La valutazione delle aziende*”, Giappichelli, Torino, 2013.

Naccarato P., “*Financial Management*”, Luiss Business School, Roma, 2020.

Panariello P., “*Valutazioni finanziarie per operazioni di investment banking*”, Luiss Business School, Roma, 2020.

Passera C., “*Il processo di concentrazione del sistema bancario*”, Enc. giur. Treccani, 2009.



Porzio C., *“La valutazione degli investimenti - La valutazione finanziaria: definizione dei flussi rilevanti nel Costo del Capitale”*, Luiss Business School, Roma, 2020.

Principi contabili OIC – “OIC4”.

Principi italiani di valutazione, 2015.

Rutigliano M., *“La valutazione delle banche e degli altri intermediari finanziari”*, Egea, 2018.

Sabbatelli I., *“La riforma delle banche di credito cooperativo”*, Cacucci editore, 2017.

Testo Unico della Finanza

## Sitografia

[www.agicap.com](http://www.agicap.com)

[www.assets.kpmg.com/](http://www.assets.kpmg.com/) KPMG-Digital-Banking-2018

[www.assets.kpmg.com/](http://www.assets.kpmg.com/) KPMG-Digital-Banking-2018

[www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it)

[www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2019-0494/QEF\\_494\\_19](http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2019-0494/QEF_494_19).

[www.bankpedia.org](http://www.bankpedia.org)

[www.borsaefinanza.it](http://www.borsaefinanza.it)

[www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

[www.brocardi.it](http://www.brocardi.it)

[www.ecb.europa.eu /press/key/date/2007](http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2007)

[www.ecb.europa.eu/stats](http://www.ecb.europa.eu/stats)

[www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com)

[www.istituzionale.bper.it](http://www.istituzionale.bper.it)

[www.iusinitinere.it](http://www.iusinitinere.it)

[www.janushenderson.com](http://www.janushenderson.com)

[www.lastampa.it](http://www.lastampa.it)

[www.mef.gov.it/focus/sistema\\_bancario/Le-riforme-delle-banche-Popolari-e-delle-BCC](http://www.mef.gov.it/focus/sistema_bancario/Le-riforme-delle-banche-Popolari-e-delle-BCC)

[www.milanofinanza.it/news/mps-per-il-2023-la-bce-indica-un-cet-1-ratio-minimo-all-8-8-e-rimuove-il-divieto-di-distribuzione-di-202212270855598296?refresh\\_cens](http://www.milanofinanza.it/news/mps-per-il-2023-la-bce-indica-un-cet-1-ratio-minimo-all-8-8-e-rimuove-il-divieto-di-distribuzione-di-202212270855598296?refresh_cens)

[www.morningstar.it](http://www.morningstar.it)

[www.repubblica.it/economia/affari-e](http://www.repubblica.it/economia/affari-e)

[finanza/2022/01/24/news/banche\\_e\\_l\\_ora\\_dei\\_risiko\\_europeo\\_ma\\_servono\\_regole\\_valide\\_per\\_tutti](http://www.repubblica.it/economia/affari-e-finanza/2022/01/24/news/banche_e_l_ora_dei_risiko_europeo_ma_servono_regole_valide_per_tutti)

[www.studiofazzini.it](http://www.studiofazzini.it)

[www.treccani.it/enciclopedia/il-processo-di-concentrazione-del-sistema-bancario](http://www.treccani.it/enciclopedia/il-processo-di-concentrazione-del-sistema-bancario)

[www.we-wealth.com](http://www.we-wealth.com)

[www.wikipedia.org](http://www.wikipedia.org)

## Riassunto

Il presente elaborato mira a rappresentare, descrivere ed analizzare il fenomeno delle M&A bancarie. Con tale intento, nel primo capitolo sono state approfondite le motivazioni alla base delle fusioni e delle acquisizioni nel settore bancario e l'evoluzione del fenomeno del consolidamento. Nel secondo capitolo, sono stati esaminati i metodi generali per la valutazione di un'azienda, approfondendone prassi matematiche e logiche alla base. Per completezza, si è ritenuto opportuno rappresentare tutti i principali criteri di valutativi: criteri finanziari e comparativi, criterio patrimoniale, reddituale, misto.

Inoltre, i suddetti metodi sono stati affrontati sia nella prospettiva Asset Side che Equity Side.

Il terzo capitolo si è concentrato sui metodi di valutazione specifici per le banche, analizzando le varianti che incorrono sui metodi generali, volte a valorizzare l'attività caratteristica di questo particolare tipo di azienda. In particolare, le varianti Excess Capital incorporano nella definizione di valore, la capacità delle banche di soddisfare le richieste delle autorità di vigilanza in termini di solvibilità, scongiurando i rischi che eventuali carenze patrimoniali avrebbero sulla stabilità finanziaria. Il terzo capitolo, inoltre, approfondisce l'impatto sulla valutazione di banca dei nuovi scenari competitivi, che hanno ampliato il ventaglio dei *driver* che spingono gli istituti ad aggregarsi. Infatti, essendo le M&A strategie di crescita esterna, risultano influenzate e motivate nel tempo dai *driver* di mercato. In questo senso, le aggregazioni bancarie mirano ridurre la concorrenza inglobando i competitors o a migliorare il posizionamento competitivo acquisendo *Know-How* dall'esterno, sulla base dei Mega Trend più attuali come la digitalizzazione dei servizi finanziari e i fattori ESG. Infatti, sia l'aumento della concorrenza nel settore FinTech, che l'implementazione dei fattori di sostenibilità sociale, ambientale e di governance (ESG) richiesti dal mercato, hanno incentivato gli istituti bancari ad intraprendere aggregazioni per consolidare quote di mercato a rischio.

Il quarto capitolo, in fine, si concentra sul caso specifico della fusione tra Banca Carige e BPER. L'obiettivo finale del presente elaborato, infatti, è quello di inserire la fusione per incorporazione di Carige in BPER nell'impianto teorico delineato nei capitoli precedenti. A tal fine, analizzando individualmente le due banche, emergono due profili contrapposti. Nell'anno che precede l'operazione, BPER si presenta come un

istituto solido, ben patrimonializzato, redditizio e in grado di gestire virtuosamente la struttura per scadenze. Carige, al contrario, presenta una storia complessa, fatta di inefficienze gestionali che si rispecchiano in un istituto fragile dal punto di vista patrimoniale e reddituale. L'operazione, per entrambi gli istituti, può essere letta da una duplice prospettiva.

BPER, in ragione della sua posizione di contraente forte, risulta maggiormente in grado influenzare prezzo e condizioni dell'accordo a proprio vantaggio. Tuttavia, l'incorporazione di un istituto come Carige potrebbe comportare difficoltà di integrazione e avere un impatto negativo sulla propria solvibilità.

Per Carige, la fusione rappresenta l'opportunità di entrare a far parte di una realtà virtuosa, da cui poter trarre il *Know-How* e le risorse necessarie a superare le problematiche cumulate negli anni. Tuttavia, il rischio per Carige, è quello di cedere passivamente a condizioni il cui fine primario sia quello di preservare la stabilità finanziaria a costo di distruggere valore per gli azionisti. Alla luce di quanto effettivamente avvenuto, si ritiene che siano stati preservati gli interessi di entrambe le controparti. In primo luogo, infatti, l'acquisto della partecipazione di maggioranza da parte di BPER si è concluso ad una cifra simbolica e condizionatamente alla ricapitalizzazione dell'istituto con 530 milioni iniettati dal FITD. In secondo luogo, l'acquisizione del residuale 20% ca. del capitale sociale, è avvenuta ad un corrispettivo che incorpora un premio del 27,8% rispetto alla media ponderata dei prezzi utilizzati per la valutazione e del 29% rispetto al prezzo di chiusura del 2021. Pertanto, è possibile affermare che l'operazione si sia conclusa a condizioni ragionevoli per entrambe le parti. L'accordo ha minimizzato, da un lato, il rischio che le fragilità di Carige intaccassero le performance di BPER, dall'altro, il rischio per gli azionisti di minoranza dell'incorporanda di non essere remunerati adeguatamente.