



Cattedra di Finanza Aziendale Avanzato

**ANALISI DELLE OPERAZIONI DI M&A NEL SETTORE BANCARIO: FOCUS  
SUL CASO UNICREDIT - BANCO BPM**

RELATORE

Prof. Arturo Capasso

CORRELATRICE

Prof. Rosella Santella

CANDIDATO

Luca Antonio Giovini

Anno Accademico 2024/2025



# INDICE

## **INTRODUZIONE** **7**

---

## **CAPITOLO PRIMO – UN QUADRO INTRODUTTIVO ALLE OPERAZIONI DI MERGER & ACQUISITION** **12**

---

1.1 LA CRESCITA DELLE IMPRESE	12
1.1.1 LE OPERAZIONI DI M&A	14
1.2 LA LETTERATURA E L'ASPETTO STORICO	18
1.2.1 IL CONTESTO ITALIANO	23
1.3 LE DIVERSE TIPOLOGIE DI M&A E LE MOTIVAZIONI STRATEGICHE	25
1.3.1 LE IMPLICAZIONI PER GLI STAKEHOLDERS	31
1.4 LE FASI DEL PROCESSO	33
1.5 IL FINANZIAMENTO PER LE OPERAZIONI DI M&A	37

## **CAPITOLO SECONDO – LE OPERAZIONI NEL SETTORE BANCARIO** **41**

---

2.1 IL SISTEMA BANCARIO ITALIANO	41
2.1.1 LA CONCENTRAZIONE	47
2.2 LE PRINCIPALI OPERAZIONI DI M&A	49
2.2.1 IL CASO INTESA SAN PAOLO – UBI BANCA	52
2.2.2 LA SITUAZIONE ATTUALE	56
2.3 LA NORMATIVA DELLE OPERAZIONI DI FUSIONE ED ACQUISIZIONE	59

2.3.1 IL RUOLO DELL'AGCM	59
2.3.2 IL RUOLO DELLA BANCA D'ITALIA E DELLA BANCA CENTRALE EUROPEA	62
2.3.3 I TRE PILASTRI DI BASILEA	66
<b><u>CAPITOLO TERZO – LA VALUTAZIONE DELLE AZIONI</u></b>	<b>70</b>
3.1 LA VALUTAZIONE DI UN'AZIENDA	70
3.2 DISCOUNTED CASH FLOW – DCF	74
3.2.1. METODO DEL WACC – ASSET SIDE	76
3.2.2 METODO DEL FLOW TO EQUITY – FTE – EQUITY SIDE	78
3.3 DIVIDEND DISCOUNT MODEL – DDM	79
3.3.1 TOTAL PAYOUT MODEL	81
3.4 IL METODO DEI MULTIPLI	82
3.5 IL METODO ECONOMIC ADDED VALUE – EVA	86
3.6 IL METODO PATRIMONIALE E REDDITUALE	87
<b><u>CAPITOLO QUARTO – FOCUS SUL CASO UNICREDIT – BANCO BPM</u></b>	<b>92</b>
4.1 UNICREDIT	92
4.2 BANCO BPM	94
4.3 L'OPERAZIONE DI OPS	96
4.3.1 IL RUOLO DELLE ISTITUZIONI	103
4.4 LE SINERGIE	105
4.5 IL CALCOLO DEL VALORE AZIENDALE DI BANCO BPM	107
4.5.1 CALCOLO CON METODO DEI MULTIPLI	110
4.5.2 CALCOLO CON METODO DDM	114
4.6 ANALISI FINANZIARIA DI BANCO BPM E COMPARAZIONE CON CASI PRECEDENTI	118

**CONCLUSIONI** **125**

---

**BIBLIOGRAFIA** **130**

---

**SITOGRAFIA** **138**

---



## INTRODUZIONE

In questa attuale primavera, che possiamo considerare quasi rivoluzionaria per un settore, quello bancario, definito nel secolo scorso dall'ex Ministro del Tesoro Giuliano Amato come "*foresta pietrificata*", molte sono le mosse finanziarie da osservare con attenzione. Molte strategie incrociate, messe in atto dai diversi player coinvolti, potranno ridisegnare il panorama bancario italiano. Da Luigi Lovaglio, amministratore delegato di Monte Paschi di Siena, che ha proposto un'Ops su Mediobanca, passando per il rinnovo dei vertici di Generali, in cui si confrontano due diversi blocchi contrapposti, fino all'Ops di UniCredit su Banco BPM, che allo stesso tempo sta concludendo l'acquisizione di Anima, e quella di BPER Banca su Banco Popolare di Sondrio. All'interno di questo risiko, Andrea Orcel, CEO di UniCredit, che detiene almeno il 5% delle quote di Generali, potrebbe inserirsi nella partita delle nomine di Generali come ago della bilancia, soprattutto per contrapporsi alla posizione di Intesa Sanpaolo da sempre storica rivale di UniCredit. Il calendario fittissimo, caratterizzato da assemblee, alleanze, voti e strategie, ci impone di seguire con attenzione questo risiko per comprendere come si concluderà questa partita.

In questo elaborato verranno infatti trattati, partendo dalle basi teoriche, il tema delle operazioni di M&A, l'evoluzione del sistema bancario italiano e le metodologie di valutazione delle azioni; infine verrà posta particolare attenzione al caso di UniCredit e all'operazione pubblica di scambio che la banca ha lanciato nei confronti di Banco BPM.

Non da molto tempo la misurazione del valore delle imprese ha raggiunto l'importanza che oggi le viene riconosciuta. Il valore intrinseco di un'azienda da pochi anni è, infatti, diventato componente essenziale del bagaglio delle conoscenze dei portatori di interesse dell'azienda stessa. Non si può, però, valutare un'azienda, in modo credibile, se non la si conosce a fondo. Nel contesto delle operazioni di Merger & Acquisition, rivestono particolare importanza le metodologie di valutazione aziendale, strumenti utili a stimare il valore delle aziende coinvolte. Una medesima importanza deve essere riconosciuta alle sinergie, ovvero l'incremento dei ricavi o la riduzione dei costi generati dalla combinazione di due entità, che determinano il più delle volte l'ammontare del premio per l'acquisizione pagato dagli acquirenti<sup>1</sup>. Se guardiamo, però, ai precedenti sulle sinergie che si sono effettivamente concretizzate, rispetto a quelle ipotizzate, lo scetticismo nel processo di realizzazione di operazioni di M&A, che talvolta emerge da parte degli investitori, pare altamente giustificato.

Sfruttare le possibili sinergie diventa questione necessaria, ma non sufficiente, per portare a termine un'operazione di M&A in modo adeguato. Ogni sinergia, che sia di costo o di ricavo, operativa o finanziaria, richiede uno sforzo congiunto da ambo le parti coinvolte poiché molto spesso i costi di integrazione e le difficoltà derivanti da differenze culturali possono rappresentare un ostacolo. Una considerazione sostanziale riguarda anche l'unicità del contributo che la società bidder può apportare nei confronti della target. Infatti, se l'impresa acquirente fosse l'unica in grado di apportare competenze necessarie allo sfruttamento delle sinergie, essa potrebbe acquisire maggiore potere nella negoziazione. Al contrario, se l'apporto dell'impresa acquirente potesse essere offerto anche da altri competitor, sarebbe la target ad aumentare inevitabilmente il proprio potere contrattuale.

---

<sup>1</sup> Damodaran A.; *Valutazione delle aziende*, Maggioli Editore, 2014.

Sono questi i temi principali che verranno affrontati nei vari capitoli di questo elaborato per avere una completa comprensione dei principali fattori utili ad analizzare il caso oggetto di questa tesi: la potenziale acquisizione di Banco BPM da parte di UniCredit, il cui avanzamento si sta concretizzando in concomitanza con la stesura dell'elaborato in questione.

In particolare, nel primo capitolo, sarà condotta un'analisi approfondita sulle ragioni strategiche che indirizzano le imprese ad intraprendere un percorso di crescita esterna attraverso la realizzazione di operazioni di Merger & Acquisition. Questo tipo di operazioni, sempre più rilevanti nel contesto competitivo attuale, rappresentano per molte aziende un'opportunità per espandere rapidamente la propria quota di mercato, accedendo a nuove risorse, competenze e tecnologie, o – in alternativa – per realizzare economie di scala e sinergie operative. In tale capitolo verranno esaminate le tipologie, quindi le diverse fasi che si susseguono nel processo di M&A: l'analisi strategica, la due diligence, la negoziazione e la conclusione dell'accordo, oltre ai fattori critici che possono emergere lungo il percorso e compromettere la buona riuscita dell'operazione.

Nel secondo capitolo, si sposterà il focus su un settore, quello bancario, che si dovrà comprendere a fondo per analizzare l'operazione su cui si concentra questo elaborato: la fusione tra Banco BPM e UniCredit. I cambiamenti legislativi, avvenuti nel corso degli anni '90, a partire dalla legge Amato, hanno portato a un processo di consolidamento del sistema bancario italiano che si è adeguato al contesto europeo. In questo stesso capitolo si affronterà anche un precedente caso di fusione, quello tra Intesa Sanpaolo ed UBI Banca,

attraverso il quale verranno evidenziati i fattori chiave che risulteranno utili ad analizzare il caso di fusione oggetto di questa tesi.

Il terzo capitolo riguarderà, invece, l'aspetto teorico e tecnico delle diverse metodologie di valutazione: il Discounted Cash Flow, il Dividend Discount Model, il metodo dei multipli, il metodo dell'Economic Added Value, il metodo patrimoniale e reddituale. Ogni metodologia sarà valutata in relazione ai contesti nei quali risulta maggiormente applicabile, considerando variabili come la natura del settore, le caratteristiche dell'impresa, la disponibilità ed affidabilità dei dati finanziari.

Il caso UniCredit – Banco BPM verrà analizzato nel quarto ed ultimo capitolo, dove inizialmente ci si concentrerà sulla storia e le caratteristiche delle due società, la target e la bidder, considerando prima quelle che saranno le possibili sinergie ottenibili dall'operazione di offerta pubblica di scambio, ed evidenziando, di seguito, le opinioni, le reazioni e le considerazioni dei principali player coinvolti, istituzioni comprese. Nell'ultima parte del capitolo si procederà a stimare il valore intrinseco delle azioni di Banco BPM per confrontarlo con l'offerta posta in essere da UniCredit tramite alcune delle metodologie esaminate nel capitolo precedente per determinare se tale offerta rappresenti un'opportunità vantaggiosa per gli azionisti di Banco BPM.



# CAPITOLO PRIMO – UN QUADRO INTRODUTTIVO ALLE OPERAZIONI DI MERGER & ACQUISITION

## 1.1 La crescita delle imprese

L'obiettivo delle imprese è quello di ottenere e mantenere un vantaggio competitivo sostenibile nel tempo. Micheal Porter, celebre economista, affermava infatti che un'azienda deve non solo raggiungere redditività maggiore rispetto ai propri concorrenti, ma anche assicurarsi che tale redditività sia durevole e difendibile nel tempo<sup>2</sup>. Per conseguire questo obiettivo le imprese adottano diverse strategie di crescita, che si suddividono principalmente in due categorie: crescita interna, detta anche organica, e crescita esterna, detta inorganica.

La crescita interna si concretizza attraverso l'utilizzo e lo sviluppo di risorse tecnologiche, umane e finanziarie già presenti nell'azienda. Questo tipo di strategia prevede investimenti in nuove tecnologie, formazione del personale, ampliamento degli impianti produttivi e miglioramento delle capacità operative. Attraverso la crescita organica, l'impresa può estendere i confini<sup>3</sup> senza dipendere da fattori esterni, consolidando il proprio posizionamento sul mercato. Ad esempio, lo sviluppo di nuovi impianti servirà ad

---

<sup>2</sup> Porter M.E.; *Il vantaggio competitivo*, Einaudi, 2002.

<sup>3</sup> Fontana F., Boccardelli P.; *Corporate Strategy: una prospettiva organizzativa e finanziaria per la crescita*, Hoepli, 2015.

aumentare la capacità produttiva e rispondere ad un aumento della domanda. Le risorse utilizzate per la crescita interna devono essere valutate in relazione a quattro criteri: valore (la risorsa deve generare valore per i clienti), rarità (deve essere rara, quindi difficilmente reperibile) ed inimitabilità (difficile da imitare o replicare per i concorrenti); inoltre l'azienda deve essere organizzata in modo tale da utilizzare efficacemente le risorse.

Talvolta, le imprese incontrano limiti alla crescita organica. In particolare, può risultare un processo lungo e complesso, che richiede impiego di risorse economiche ed umane significative. Le tempistiche lunghe, come evidenziato in letteratura<sup>4</sup>, possono rappresentare un beneficio poiché permetterebbero una crescita graduale che garantirebbe all'impresa un vantaggio competitivo maggiormente difendibile. Le imprese possono però trovarsi davanti alla necessità di rispondere rapidamente ai cambiamenti del mercato, non disponendo del tempo necessario allo sviluppo di nuove strategie interne. Per restare quindi competitive nel breve periodo, la crescita interna potrebbe non essere sufficiente.

Un'alternativa efficace alla crescita organica è rappresentata dalla crescita esterna, o crescita inorganica, che consiste nella ricerca di investimenti da realizzare al di fuori dell'organizzazione e si basa sulla creazione di sinergie con altre aziende, consentendo un accesso più rapido ai nuovi mercati, tecnologie o competenze. La principale motivazione riguarda il fattore tempo: acquisendo un'azienda già operativa o stringendo accordi strategici, un'impresa può evitare i lunghi tempi di sviluppo richiesti dalla crescita interna raggiungendo rapidamente gli obiettivi prefissati.

---

<sup>4</sup> Barney J.; *Firm resources and sustained competitive advantage* in Journal of management, pp. 99-120, 1991; si veda anche Rispoli M.; *Sviluppo dell'impresa e analisi strategica*, Il ed, 2002.

Tuttavia, la crescita esterna comporta delle sfide: se l'azienda sceglie di far ricorso ad una crescita esterna è importante affrontare correttamente l'integrazione tra due o più realtà che hanno culture differenti<sup>5</sup>. Sebbene con la ricerca di asset esterni si assiste ad una riduzione del controllo ed un aumento dell'incertezza, l'azienda che realizza l'investimento ne guadagna sotto il profilo delle tempistiche<sup>6</sup>. Le modalità attraverso cui può avvenire la crescita esterna sono molteplici e includono operazioni di franchising, licensing, joint venture, alleanze strategiche e, in particolare, fusioni ed acquisizioni (M&A) di cui parleremo dettagliatamente in questo elaborato.

La scelta dipende da molteplici fattori, tra cui le risorse disponibili, il contesto di mercato e gli obiettivi strategici dell'impresa. Entrambe le strategie, come abbiamo evidenziato, presentano vantaggi e criticità, ed è spesso necessario adottare un approccio flessibile, combinando elementi di entrambe le modalità per ottenere una crescita equilibrata. La crescita interna ed esterna costituiscono, quindi, due percorsi che l'azienda può intraprendere e cambiare nel tempo, poiché è difficile stabilire a priori quale delle due soluzioni sia più adeguata.

### 1.1.1 Le operazioni di M&A

Con il termine M&A (Merger & Acquisition) si intendono operazioni poste in essere dalle società al fine di ridefinire la loro struttura, rientranti tra quelle operazioni di finanza straordinarie che, dunque, superano i confini dell'ordinaria amministrazione. Regolata

---

<sup>5</sup> Hammer B.; *Inorganic growth strategies and the evolution of the private equity business model* in Journal of corporate finance, 2017.

<sup>6</sup> *Ibidem*.

dall'art. 2501 del Codice civile, per merger (fusione) si intende l'unione tra due o più compagini societarie sotto il profilo economico e anche giuridico<sup>7</sup>.

È per questo importante, prima di soffermarci sull'aspetto economico-finanziario, sottolineare le implicazioni giuridiche. Con la fusione si ha la sostituzione ad un unico rapporto sociale, a seguito di specifico procedimento, rispetto ai due o più preesistenti<sup>8</sup>. La norma inserita nell'art. 2504 conferma come la società che risulti dalla fusione (sia che la fusione avvenga per incorporazione, sia che si tratti di una fusione propria) succede in tutti i rapporti giuridici - negativi e positivi –, quindi assume tutti i diritti e gli obblighi delle società partecipanti alla fusione proseguendo nei loro rapporti processuali, anche quelli anteriori alla fusione.

Come anticipato, in Giurisprudenza, si fa una distinzione tra:

- Fusione in senso stretto (detta anche “fusione propria”): in questo caso le società coinvolte nella fusione cessano le loro attività e confluiscono in una società di nuova costituzione (c.d. *newco*).
- Fusione per incorporazione: in questo caso la società incorporante, dopo la fusione, conserva la propria soggettività giuridica ma “contiene” il patrimonio dell'incorporata.

Il Processo di fusione si articola, ai sensi degli art. 2501-*ter*, 2502, 2504 in<sup>9</sup>:

---

<sup>7</sup> Chiappetta F.U.; *Diritto del Governo Societario: la corporate governance delle società quotate*, Cedam - Scienze giuridiche, 1° ed., 2010.

<sup>8</sup> Berk J., DeMarzo P., Hardford J., Ford G. et al; *Fundamentals of corporate finance*, Pearson Higher Education AU, 2013.

<sup>9</sup> Chiappetta F.U.; *Diritto del Governo Societario: la corporate governance delle società quotate*, Cedam - Scienze giuridiche, 1° ed., 2010.

- Progetto: la responsabilità di decidere se compiere o meno un'operazione ricade su chi gestisce la società, ovvero gli amministratori che redigono i documenti in cui si sottolineano le modalità dell'operazione. L'operazione di fusione è definita straordinaria poiché può comportare una modifica della ricchezza imprenditoriale e/o nel governo dell'impresa ma l'operazione di redazione del progetto di bilancio rientra nell'ordinaria attività d'impresa dell'amministratore.
- Delibera: approvazione da parte delle assemblee secondo i criteri di maggioranza previsti ai sensi di legge o dello statuto
- Atto: dopo che il progetto è stato approvato, si lasciano trascorrere 60 giorni dal deposito presso il registro delle imprese per poi procedere con la stipula dell'atto di fusione davanti ad un notaio in forma di atto pubblico.

Accade spesso che le operazioni di fusione e scissione vengano accomunate e confuse, in realtà rappresentano, seppur con delle similitudini, operazioni differenti. L'acquisition (acquisizione) è il trasferimento di proprietà di un'azienda – o di parte di essa – verso l'acquirente (bidder); la differenza principale con una fusione risiede nel fatto che in questo caso la società acquisita risulta limitata nella sua indipendenza, a differenza della fusione dove, invece, le due società risultano partner alla pari: si manifesta, quindi, un diverso equilibrio di poteri<sup>10</sup>. Assistiamo ad un'interazione tra una società bidder, che è appunto la società acquirente, e la società target, che invece rappresenta la società bersaglio.

---

<sup>10</sup> Berk J., DeMarzo P., Hardford J., Ford G. et al; *Fundamentals of corporate finance*, Pearson Higher Education AU, 2013.

Dal punto di vista giuridico, le acquisizioni vengono disciplinate da una serie di normative all'interno del Codice civile (in particolare l'Art. 2555 che disciplina il trasferimento d'azienda, e regola la cessione dell'attività economica nel suo complesso) e del TUF (Testo Unico della Finanza), senza dimenticare il ruolo dell'AGCM – che analizzeremo nello specifico nel successivo capitolo – nel controllo della concorrenza sia nei casi di acquisizione che di fusione.

Le operazioni di fusione o acquisizione non sempre si realizzano con un totale accordo tra le parti. Si parla di acquisizione amichevole quando la società target accetta l'offerta dell'acquirente e il consiglio d'amministrazione approva la transazione. Tale acquisizione è caratterizzata dalla collaborazione da parte del management per la facilitazione dell'operazione, oltre che da minori resistenze interne, una due diligence approfondita e meno tensione tra gli stakeholders che, come approfondiremo in seguito, possono essere particolarmente interessati all'operazione. Accade talvolta che il consiglio rifiuti la proposta del bidder, che deciderà così di rivolgersi direttamente al mercato<sup>11</sup>, ovvero agli azionisti attraverso diverse modalità tra cui:

- OPA: Offerta Pubblica d'Acquisto tramite la quale l'acquirente offre agli azionisti della target un prezzo per ogni azione spesso superiore al valore di mercato.
- Proxy: Tentativo da parte dell'acquirente di sostituire all'interno del consiglio d'amministrazione i componenti contrari con soggetti che possano favorire l'approvazione dell'acquisizione.

---

<sup>11</sup> Betton S., Eckbo B.E., Thorburn K.S.; *Corporate takeovers* in Handbook of empirical corporate finance, pp.291-429, 2008.

- Creeping takeover: l'acquirente potenziale acquisisce gradualmente le quote di mercato della target.

Per contrastare l'eventuale scalata ostile, la società target può porre in essere una serie di strumenti difensivi, tra i quali troviamo le Poison Pill, che rendono l'acquisizione poco conveniente, poiché prevede, ad esempio, l'emissione di nuove azioni da offrire agli azionisti esistenti; il Golden Parachute, che riguarda un'operazione particolarmente controversa dal momento che presuppone l'attribuzione di compensi molto elevati ai dirigenti in caso di cambio di controllo; infine il White Knight, ovvero la ricerca di un acquirente diverso che sia più gradito e che possa contrastare la scalata ostile<sup>12</sup>.

## 1.2 La letteratura e l'aspetto storico

Nonostante l'importanza attuale del fenomeno, le M&A non sono una novità, poiché la loro origine coincide con la storia stessa delle società. Fin dall'inizio della modernizzazione economica, le aziende hanno visto nelle aggregazioni un mezzo per acquisire vantaggi competitivi e ottimizzare risorse. Il fenomeno ha iniziato a svilupparsi su larga scala verso la fine del XIX secolo, con l'emergere del cosiddetto "Great Merger Movement" negli Stati Uniti, un periodo caratterizzato da un'intensa attività di fusioni aziendali e consolidamenti industriali.

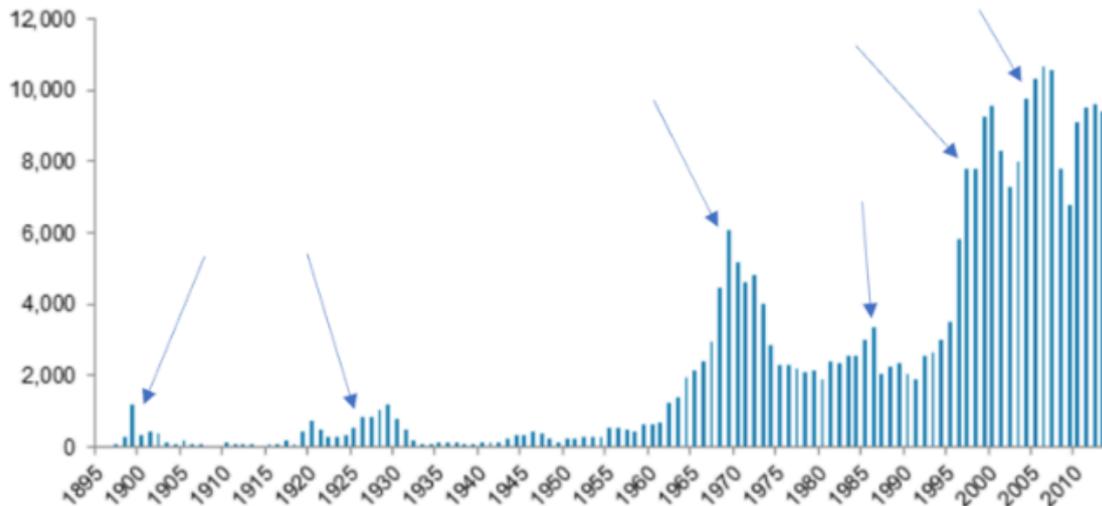
Gli studi condotti dagli economisti hanno evidenziato una ciclicità nelle operazioni di fusione e acquisizione, con periodi di intensa attività seguiti da fasi di rallentamento, spesso a causa di crisi economiche o di mutamenti normativi. Queste fasi sono note come

---

<sup>12</sup> Shleifer A., Vishny R.W.; *A survey of corporate governance* in *The journal of finance*, pp.737-783, 1997.

"merger waves" e sono strettamente correlate agli sviluppi tecnologici, economici e istituzionali. A partire dal 1900, è possibile individuare sei grandi ondate di fusioni e acquisizioni, ciascuna con caratteristiche peculiari e specifiche dinamiche di mercato.

Merger waves negli Stati Uniti



Fonte: Merger waves; Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances

La prima grande ondata di fusioni si sviluppò tra la fine del XIX secolo e i primi anni del XX secolo, in seguito alla Guerra Civile americana e all'espansione del sistema ferroviario. Questo periodo fu caratterizzato dalla creazione di un mercato nazionale unificato, che ridusse le barriere geografiche e intensificò la concorrenza tra le imprese. Per far fronte a questa crescente competitività, molte aziende adottarono strategie di consolidamento, unendosi a realtà simili per ottenere economie di scala e rafforzare la propria posizione sul mercato. Il risultato fu la formazione di grandi conglomerati industriali, con una significativa concentrazione del potere economico. Le imprese coinvolte nel cosiddetto fenomeno del "*merger for monopoly*" riuscivano a sfruttare al meglio le economie di scala favorendo la nascita di diversi colossi come General Electric. Per i consumatori finali, il

prodotto diventava maggiormente accessibile poiché le imprese erano in grado di ridurre i costi di produzione<sup>13</sup>. Il crescente potere di questi monopoli sollevò però preoccupazioni in ambito politico ed economico, portando all'introduzione di normative antitrust volte a preservare la concorrenza e a limitare il controllo delle grandi imprese sul mercato.

La seconda ondata di fusioni ebbe luogo tra il 1916 e il 1929<sup>14</sup>, in un contesto influenzato dalla Prima guerra mondiale e dalle nuove politiche economiche del periodo. A differenza della precedente, questa fase fu caratterizzata dall'introduzione di normative più severe, tra cui il Clayton Antitrust Act del 1914, che mirava a contrastare la formazione di monopoli e a garantire un livello più elevato di concorrenza. Le fusioni e acquisizioni di questo periodo portarono alla nascita di oligopoli, in cui poche grandi imprese esercitavano un'influenza dominante sul mercato, pur senza raggiungere il monopolio assoluto. Un ruolo determinante fu svolto dal settore bancario che finanziò molte di queste operazioni, le quali ebbero luogo in particolare tra i principali produttori di automobili<sup>15</sup>. Tuttavia, l'assenza di una regolamentazione stringente comportò numerosi conflitti di interesse che contribuirono alla crisi del 1929. L'impatto devastante del crollo del mercato azionario spinse le autorità statunitensi a intervenire con misure più rigorose, tra cui la creazione della Securities and Exchange Commission (SEC) e l'introduzione di nuove norme per aumentare la trasparenza delle operazioni finanziarie.

Durante gli anni '60, gli Stati Uniti conobbero un periodo di forte espansione economica e di sviluppo dei mercati finanziari. La terza ondata di fusioni e acquisizioni si differenziò

---

<sup>13</sup> Gaughan P.A.; *Mergers: what can go wrong and how to prevent it*; John Wiley & Sons, 2005.

<sup>14</sup> Malik M.F., Anuar M.A. et al.; *Mergers and acquisitions: A conceptual review* in International Journal of Accounting and Financial Reporting, 2014.

<sup>15</sup> Vazirani N.; *A Literature Review on Mergers and Acquisitions Waves and Theories*, SIES Journal of Management, 2015.

dalle precedenti per la crescente diffusione delle fusioni conglomerali, ovvero operazioni tra aziende appartenenti a settori diversi. Questa tendenza fu determinata da due fattori principali:

- Le nuove normative antitrust, introdotte dopo la crisi del 1929, che limitavano le concentrazioni tra imprese dello stesso settore.
- L'influenza della finanza strategica, con l'ascesa di operatori finanziari, noti come financial wizards, che basavano le decisioni di acquisizione su valutazioni di natura prettamente finanziaria, piuttosto che su sinergie operative.

Un ruolo cruciale fu svolto dal mercato borsistico, che favorì la speculazione attraverso strumenti finanziari innovativi, portando a una rapida crescita delle operazioni di fusione. Tuttavia, questa fase iniziò ad arrestarsi a seguito della crisi del 1969, che evidenziò le vulnerabilità del sistema e portò a un ulteriore inasprimento delle normative di settore, concludendosi tra il 1973<sup>16</sup> ed il 1975<sup>17</sup>.

Il panorama delle fusioni e delle acquisizioni cambiò nuovamente con l'emergere di operazioni finanziarie più aggressive, tra cui le acquisizioni ostili (hostile takeovers) e l'uso estensivo del leverage buyout (LBO), un meccanismo che permetteva l'acquisto di aziende attraverso l'indebitamento. In questa che viene definita la quarta ondata, collocata nel periodo tra il 1984 ed il 1989<sup>18</sup>, le operazioni M&A coinvolsero imprese di grandi dimensioni, in particolare dell'industria elettronica che si distinse in questo periodo per la sua espansione<sup>19</sup>; Un altro elemento distintivo riguarda il coinvolgimento delle istituzioni

---

<sup>16</sup> Martynova M., Renneboog L., *A century of corporate takeover: What have we learned and where do we stand?* In Journal of Banking & Finance, 2008.

<sup>17</sup> Kleinert J., Klodt H.; *Causes and consequences of merger waves*, 2002.

<sup>18</sup> *Ibidem*.

<sup>19</sup> Jarrel G.A. et al.; *The market for corporate control: The empirical evidence since 1980* in Journal of Economic Perspectives, pp. 49-68, 1988.

bancarie, che fornivano finanziamenti mirati per queste acquisizioni. L'approccio strategico si basava sull'idea di acquisire aziende sottovalutate per ristrutturarle e aumentarne il valore. Un aspetto che si può sottolineare relativamente alla quarta ondata è l'introduzione della matrice BCG – Boston Consulting Group – al fine di comprendere se l'impresa avesse o meno la necessità di espandersi in nuovi business e quali fossero più adatti alle sue caratteristiche.

Negli anni '90, l'integrazione economica globale e la crescita dei mercati finanziari favorirono un aumento delle operazioni di fusione e acquisizione, con un'enfasi particolare sulle operazioni transfrontaliere. Questa fase vide l'emergere di mega fusioni, che coinvolgevano aziende di diverse nazionalità, spesso spinte dalla liberalizzazione dei mercati e dalla deregolamentazione, sicché si può parlare con certezza della prima vera ondata di acquisizioni internazionali<sup>20</sup>. Le caratteristiche distintive di queste operazioni tipiche della quinta ondata riguardano in particolare un aumento della complessità a causa dell'esistenza di elevate differenziazioni sotto il profilo culturale e normativo tra le varie nazioni. La bolla speculativa legata al settore tecnologico (dot-com bubble) e alcuni scandali finanziari determinarono un brusco rallentamento delle operazioni M&A nel 2001.

Infine, l'ultima grande ondata di fusioni e acquisizioni ebbe inizio nel 2003 e fu caratterizzata dalla crescente importanza degli investitori istituzionali, oltre che dall'aumento delle operazioni finanziate attraverso fondi di private equity. Il mercato per il controllo aziendale era meno competitivo, i manager mostravano meno ottimismo e le offerte comprendevano premi significativamente inferiori ai periodi precedenti indicando

---

<sup>20</sup> Black B.S.; *The first international merger wave (and the fifth and last US wave)*; U. Miami L. Rev.; 54/1999.

decisioni di acquisizione più caute e razionali<sup>21</sup>. Questa fase si concluse intorno alla fine del 2007<sup>22</sup> con l'approssimarsi della crisi dei mutui subprime del 2008, che ebbe ripercussioni sull'intero sistema economico globale, portando a un drastico calo delle operazioni di fusione e acquisizione.

Recentemente si è iniziato anche a parlare di una settima ondata. Dopo la crisi del 2008, l'ambiente aziendale, caratterizzato dall'avversione al rischio e da un focus sulla crescita organica da parte delle aziende, si stava dissipando. In un contesto volatile potrebbe non essere più possibile fare affidamento solo sulla crescita organica e sul taglio dei costi, pertanto i manager sembrano ancora una volta credere che sia più facile acquisire la crescita che costruirla<sup>23</sup>.

### 1.2.1 il contesto Italiano

Se guardiamo al contesto italiano, utilizzando i dati degli ultimi dieci anni<sup>24</sup>, possiamo osservare, da una parte un andamento variabile relativamente al controvalore delle operazioni (Figura 1) mentre, dall'altra, una costante crescita del numero delle operazioni (Figura 2). Fino al 2019 si è assistiti ad una forte crescita di queste operazioni, in particolare grazie ai processi di internazionalizzazione e al crescente interesse degli investitori per il made in Italy che hanno trainato operazioni sia domestiche che internazionali.

---

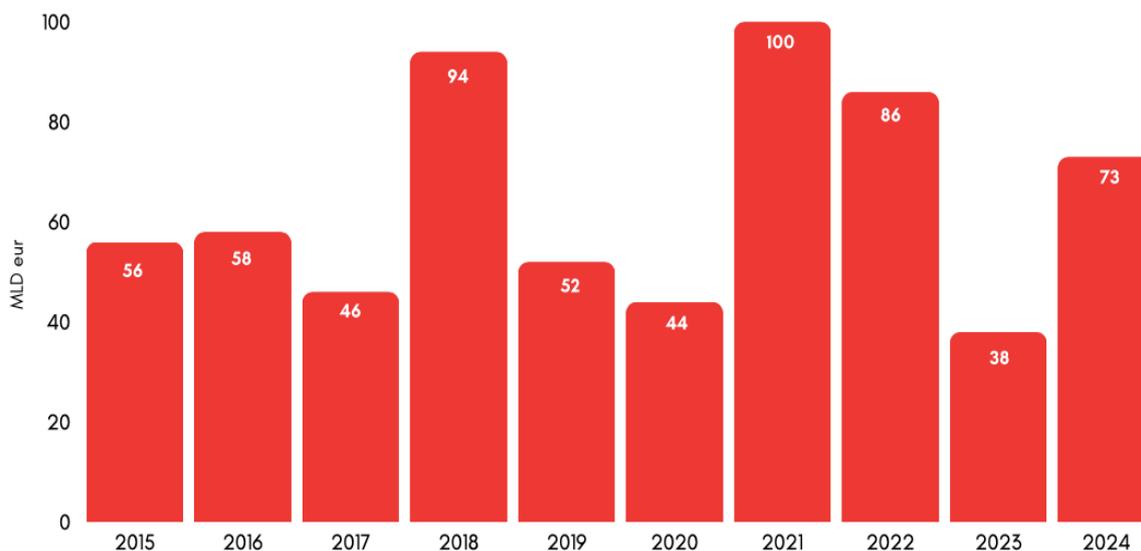
<sup>21</sup> Alexandridis G., et al.; *How have M&A's changed? Evidence from the sixth merger wave* in The European Journal of Finance, 2012.

<sup>22</sup> *Ibidem*.

<sup>23</sup> Cordeiro M.; *The seventh M&A wave*, Camaya Partners Report, 2014.

<sup>24</sup> KPMG, Report annuali M&A in Italia 2015-2024.

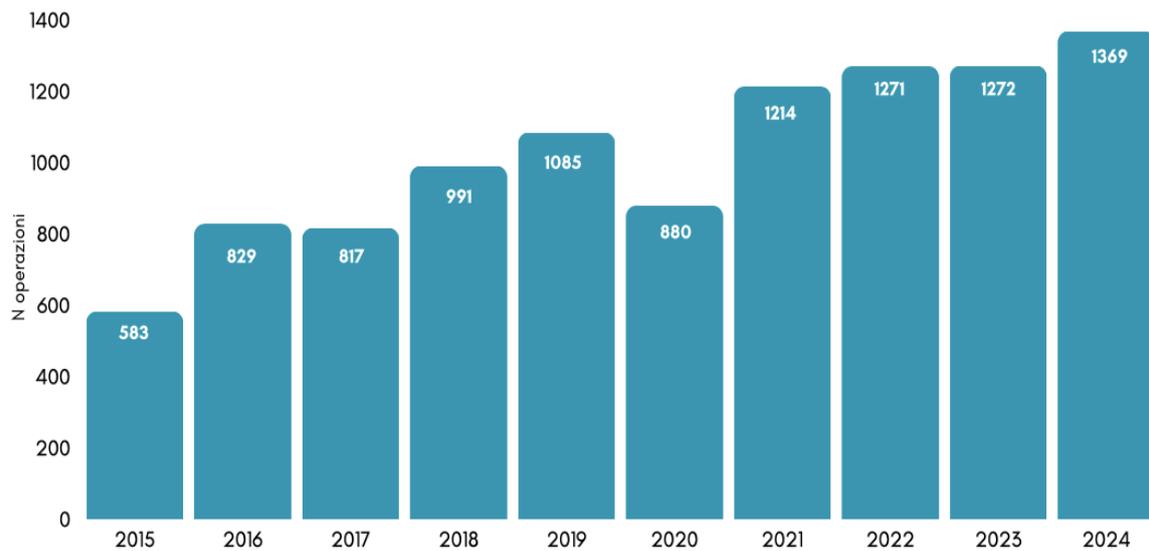
Figura 1: Controvalore delle operazioni di M&A in Italia - Rappresentazione propria



Fonte: KPMG, report annuale mercato M&A in Italia 2015-2024

Nel 2020, con l'avvento della pandemia Sars-Cov2 si assiste ad una contrazione sia del numero che del valore delle operazioni, non solo in Italia ma al livello globale, a causa delle restrizioni e dell'incertezza economica. Con la ripresa dell'economica si è registrata una crescita significativa che ha portato alla conclusione di operazioni di particolare rilievo. Il 2024 ha poi segnato un record storico con 1.369 operazioni ed un controvalore totale di 73 miliardi grazie ad un generalizzato miglioramento del contesto macroeconomico.

Figura 2: Numero delle operazioni di M&A in Italia - Rappresentazione propria



Fonte: KPMG, report annuale mercato M&A in Italia 2015-2024

### 1.3 Le diverse tipologie di M&A e le motivazioni strategiche

Le motivazioni che possono portare le imprese a compiere queste operazioni di finanza straordinaria possono avere diverse ragioni e possono essere classificate in diverse modalità. La governance di una società può compiere una fusione o un'acquisizione per ragioni di carattere difensivo a protezione del proprio mercato o per entrare in modo indiretto in nuovi mercati o settori diversi da quelli che riguardano le proprie core competencies. Le decisioni non sempre sono pianificate e deliberate in un lungo lasso temporale ma talvolta le società possono trovarsi davanti ad opportunità inattese da cogliere nel breve periodo.

Joseph Bower dalla sua analisi ha definito, in base alle caratteristiche aziendali, cinque diversi scenari<sup>25</sup>:

- Overcapacity: fa riferimento in particolare ad operazioni che si verificano in settori maturi o in cui ci sia un'elevata concentrazione. L'acquirente mira a ridurre i costi, consolidare il mercato e migliorare la redditività. Emblematico esempio sottolineato da Bower è l'acquisizione di Chrysler da parte di Daimler-Benz avvenuta nel 1998, una delle prime acquisizioni che ha portato a far parlare dell'avvento del global capitalism<sup>26</sup>.
- Roll-Up: operazioni che hanno l'obiettivo di espandere la presenza in nuovi mercati geografici per quelle imprese che vogliono sviluppare un piano di internazionalizzazione; esse sono più semplici e facili da concludere rispetto al caso precedente. Recentemente, sono state individuate quattro tipologie di programmi di acquisizioni Roll-Up, ovvero cautious approach, political approach, investment-intensive approach e hybrid approach<sup>27</sup>.
- Merger and Acquisition as R&D: operazioni che vengono poste in essere con l'obiettivo di acquisire know-how e tecnologie senza dover investire in ricerca e sviluppo, o con il fine di ottenere brevetti di altre società. Sono particolarmente diffuse in quei settori ad alta tecnologia come farmaceutico e IT.
- Industry coverage: operazioni finalizzate alla creazione di nuovi business combinando competenze e tecnologie di settori diversi, individuando le possibili sinergie. È un approccio difficile da analizzare rigorosamente.

---

<sup>25</sup> Bower J.L.; *Not all M&A are alike: and that matters. Merger and Acquisition: A critical reader*, Harvard business review, pp. 93-101, 2001.

<sup>26</sup> Yergin D.; *The Age of Globality*, Newsweek, 131 - pp.24-25, 1998.

<sup>27</sup> Vuori N., Laamanen T.; *Geographic roll-up acquisition and their performance implication in Advances in Mergers & Acquisitions – Emerald Publishing Limited*, pp. 17-32, 2020.

- Market extension: operazioni finalizzate all'estensione delle attività dell'impresa in nuovi segmenti di mercato aumentando la gamma di prodotti gestita al fine di diversificare il business e ridurre conseguentemente il rischio.

Abitualmente si può semplificare con una distinzione delle acquisizioni in:

- Orizzontali: quando le due imprese coinvolte sono in competizione nello stesso mercato, l'azienda *bidder* riesce così ad incrementare la sua posizione di forza e a sfruttare le diverse sinergie che si possono creare. Questa tipologia rappresenta il caso maggiormente diffuso<sup>28</sup>.
- Verticali: fa riferimento ai casi in cui la *target* è un'impresa che opera lungo la filiera produttiva dell'azienda acquirente, la quale decide in questo modo di internalizzare alcune attività riducendo i costi di produzione e accrescendo il controllo della qualità dei prodotti. Possono essere distinte in forward (se si acquista una società che opera nella fase successiva della catena di approvvigionamento) o backward (se invece la target opera nelle fasi precedenti).
- Conglomerale: fa riferimento ad una tipologia di acquisizione che avviene tra due aziende non operanti nello stesso settore. Tale acquisizione permette all'acquirente di entrare in un nuovo mercato tramite una crescita esterna sfruttando quelle che sono le conoscenze dell'impresa *target*.

L'obiettivo principale di chi realizza un'operazione di M&A è quello di sfruttare al meglio le sinergie, che possono essere manageriali, finanziarie, fiscali ed operative. La gran parte delle fusioni e delle acquisizioni si basa, infatti, sulle sinergie nel processo di creazione del valore, mentre solo una piccola parte viene intrapresa per motivi non sinergici, come ad

---

<sup>28</sup> Capasso A.; *Economia e finanza delle acquisizioni aziendali*; Cedam, 1990.

esempio la volontà da parte di grandi gruppi di diversificare gli investimenti per ridurre il rischio. Le sinergie sono lo strumento su cui il board fa leva per giustificare il pagamento dei premi sul valore autonomo delle società target ed è per questo fondamentale comprendere a pieno come valutarle in modo accurato<sup>29</sup>.

Le sinergie possono essere classificate, come scritto precedentemente in:

- Sinergie finanziarie: fanno riferimento in particolare ai benefici che l'azienda, risultante dalla fusione o a seguito dell'acquisizione, ottiene a livello di aumento della capacità di indebitamento oppure di riduzione dei costi di finanziamento. Un ulteriore aspetto relativo alle sinergie finanziarie riguarda la riduzione della concorrenza, poiché una fusione o acquisizione permette un allargamento della base di clienti che potrebbe tradursi in un aumento delle entrate.
- Sinergie operative: Nella maggior parte dei casi si parla di economie di scala, quando si ottiene un risparmio nel costo di produzione unitario grazie all'aumento delle quantità prodotte, e di economie di scopo, quando si ottiene una riduzione dei costi totali grazie alla produzione congiunta di due o più prodotti rispetto ai costi delle due produzioni considerate singolarmente. Tuttavia, non bisogna sottovalutare l'aspetto relativo all'aumento dei costi di gestione dovuto all'aumento delle dimensioni aziendali.
- Sinergie manageriali: Possono giocare un ruolo cruciale nella creazione di valore e riguardano il miglioramento della struttura organizzativa con una leadership più efficace o una riorganizzazione dei ruoli chiave a seguito della fusione per aumentare l'efficienza e la velocità decisionale. Spesso, infatti, un'azienda sceglie

---

<sup>29</sup> Kode G.V.M., Ford J.C., Sutherland M.M.; *A conceptual model for evaluation of synergies in mergers and acquisitions: A critical review of the literature* in South African journal of business management, 34, 27/38, 2003.

di acquisire una target quando i suoi gestori hanno un comportamento al di sotto del potenziale dell'azienda, pertanto, attraverso un'acquisizione è possibile realizzare una sostituzione del team di governance per affidare la gestione della società acquisita a manager più competenti.

- Sinergie fiscali: fanno riferimento alla facoltà dell'azienda risultante di sfruttare le perdite pregresse dell'impresa target per ridurre i propri oneri fiscali. Inoltre, se l'operazione porta l'impresa a migliorare il rapporto di indebitamento può sopraggiungere un beneficio relativo alla deduzione degli interessi passivi dal reddito imponibile.

Un'acquisizione o una fusione crea nuovo valore economico quando ad operazione conclusa il valore dell'impresa acquirente è maggiore della somma dei valori delle due imprese, prima dell'acquisizione, al netto del prezzo pagato agli azionisti dell'impresa. Dunque, l'operazione può essere ritenuta conveniente quando determina un beneficio economico. Questo concetto si può sintetizzare nella formula:

$$V(A^*) > V(A) + V(B) - P(A-B)$$

Dove  $V(A)$  sta ad indicare il valore dell'azienda A stand alone ovvero valutata singolarmente e  $V(B)$  il valore dell'azienda B stand alone. Mentre  $V(A^*)$  sta ad indicare il valore di A considerando il valore attuale delle potenziali sinergie. Dunque, il valore che si realizzerebbe dall'operazione di M&A deve essere maggiore rispetto alla somma delle due aziende prese singolarmente considerando il prezzo pagato dalla società A per acquisire B<sup>30</sup>.

---

<sup>30</sup> Capasso A.; *Economia e finanza delle acquisizioni aziendali*, Cedam, p.170, 1990.

Un'ulteriore considerazione fondamentale riguarda i costi di integrazione e di transazione. Nella prospettiva dell'acquirente, infatti, non bisogna sottovalutare questi due aspetti poiché spesso una valutazione di questi costi non accurata comporta un fallimento. Si fa riferimento a tutti quei costi legati all'organizzazione di un'attività, che si possono dividere in costi ex ante (prima della transazione) ed ex post (dopo la transazione), quindi lo sforzo dei contraenti per arrivare ad un accordo e i costi che insorgono per fare rispettare quanto stabilito. La teoria dei costi di transazione risale a Robert Coase, a cui si riconosce l'aver evidenziato l'importanza dei costi di transazione nella struttura istituzionale e nel funzionamento dell'economia.

Il processo d'integrazione richiede la gestione dell'assimilazione di più culture, l'innovazione, la creazione di nuovi team e, in generale, la gestione di un complesso processo di cambiamento. Nonostante ciascuna operazione sia unica, ci sono alcuni punti comuni: dimostrare una leadership forte ed impegnata, fornire persone capaci e motivate, far sì che i dipendenti abbraccino il cambiamento, stabilire le priorità, combinare funzioni aziendali e processi interni ed ovviamente la misurazione dei risultati<sup>31</sup>.

Problematiche nella valutazione dei costi di transazione ed integrazione non rappresentano l'unico rischio di fallimento di M&A. Twardawski ha evidenziato come il successo di precedenti operazioni possa offuscare la capacità di giudizio del board, determinando un problema di overconfidence che non coinvolge esclusivamente il CEO ma anche l'intero consiglio d'amministrazione<sup>32</sup>. Troppo sicuri di sé, gli amministratori tendono a

---

<sup>31</sup> Wolf R., *Integration key to M&A success* in Financial Executive, 19(6), pp.62-65, 2003.

<sup>32</sup> Twardawski T., Kind A.; *Board overconfidence in mergers and acquisitions* in Journal of Business Research, 165, 2023.

sopravvalutare le loro capacità di generare valore nelle fusioni ed acquisizioni; l'eccessiva sicurezza non si può definire in un tratto individuale stabile ma può sopraggiungere nel tempo attraverso un'auto attribuzione distorta<sup>33</sup>.

### 1.3.1 Le implicazioni per gli stakeholders

Gli stakeholders sono tutti quei soggetti che operano ed interagiscono nell'ecosistema dell'azienda influenzando e subendo a loro volta gli effetti delle decisioni strategiche dell'impresa. Tra questi si annoverano dipendenti, azionisti, banche, concorrenti, istituzioni, clienti, fornitori. Ciascuno di questi può reagire in modo diverso ad una specifica operazione di M&A a seconda degli interessi in gioco e della posizione ricoperta nel sistema economico dell'azienda coinvolta<sup>34</sup>. Il successo di tali operazioni non dipende solo dalle valutazioni finanziarie e dagli accordi legali, ma anche dalla capacità di identificare e coinvolgere attivamente tutti i portatori di interesse coinvolti<sup>35</sup>. È fondamentale, ad esempio, comunicare in modo trasparente ed efficace con i vari stakeholders, affrontando le loro preoccupazioni per mantenere alta la fiducia ed il supporto in tutto il processo di integrazione<sup>36</sup>.

Ad esempio, nel caso degli azionisti della società target, ovvero quelle oggetto di acquisizione, essi beneficiano di un premio di acquisizione dovuto al prezzo offerto maggiorato rispetto al valore di mercato. Al contrario, quelli della società acquirenti,

---

<sup>33</sup> Billett M.T. et al.; *Are overconfident CEO's born or made? Evidence of self-attribution bias from frequent acquirers* in Management Science, 2008.

<sup>34</sup> DePamphilis D.; *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities: An integrated approach to process, tools, cases, and solution*, Academic Press, 2019; *Si veda anche Bruner R.F.; Applied mergers and acquisitions*, John Wiley & Sons, 2004.

<sup>35</sup> Hazan S.J., *Considering stakeholders in M&A*, NYUJL, 16/2019.

<sup>36</sup> *Ibidem*.

possono essere esposti ad una serie di implicazioni più complesse. Infatti, sebbene possano ottenere benefici derivanti dall'aumento del valore economico dovuto allo sfruttamento delle sinergie saranno soggetti ad un aumento del rischio se l'operazione dovesse essere finanziata con un eccessivo indebitamento.

Un'altra categoria di stakeholders che può subire importanti conseguenze è quella dei clienti. Le operazioni di fusione e acquisizione possono comportare significativi cambiamenti per il consumatore finale, influenzando non solo i prezzi e la qualità del prodotto offerto ma anche la customer experience, ovvero il livello di assistenza fornito. Dal punto di vista del cliente, quindi, può esserci una perdita di familiarità con il brand che insieme alla discontinuità nell'offerta può spingerli a rivolgersi ai concorrenti. Una comunicazione chiara e tempestiva è fondamentale per limitare il rischio di perdere quote di mercato<sup>37</sup>. L'integrazione post-fusione genera incertezze anche tra i dipendenti con effetti negativi sulla motivazione, produttività e turnover del personale. Un esempio emblematico riguarda le problematiche legate all'integrazione culturale a seguito di fusioni che coinvolgono aziende con culture molto diverse. Inoltre, i processi di M&A possono portare ad un taglio del personale derivante da strategie di razionalizzazione che mirano a ridurre i costi<sup>38</sup>.

Un altro gruppo di stakeholders che può essere particolarmente coinvolto da tali operazioni è quello dei fornitori. Da un lato, questi possono vedere i loro profitti crescere poiché un'azienda più grande, risultante dalla fusione o acquisizione, genera maggiori volumi di acquisto che si traduce in opportunità di business e maggiore stabilità contrattuale nel

---

<sup>37</sup> Anderson H., Havila V., Nilsson F.; *Mergers and acquisitions: The critical role of stakeholders*; Routledge, 2012.

<sup>38</sup> *Ibidem*.

lungo periodo. Dall'altro lato, tuttavia, le aziende, se combinate tra loro, possono esercitare un maggiore potere di negoziazione imponendo margini più stringenti; inoltre, le ristrutturazioni della catena di fornitura post M&A potrebbero comportare la perdita di contratti per alcuni fornitori, in particolare quelli che non riescono ad adattarsi alle nuove condizioni imposte dall'azienda risultante.

Le operazioni di M&A alterano l'equilibrio competitivo del settore in cui operano le aziende coinvolte<sup>39</sup>; infatti, se tali operazioni non vengono gestite accuratamente, gli altri competitor possono sfruttare eventuali inefficienze e difficoltà di integrazione o per acquisire quote di mercato oppure per competere con il nuovo gruppo, offrendo prezzi più competitivi se l'azienda risultante dalla fusione dovesse aumentare i prezzi. Ci sono però anche da considerare i numerosi rischi che i competitor affrontano quando invece l'operazione si concretizza nel modo auspicato, tra cui il rischio di cannibalizzazione del mercato da parte della nuova entità aziendale, l'aumento della competizione per l'accesso a risorse chiave e la necessità di rivedere le proprie strategie per mantenere un vantaggio competitivo.

#### 1.4 Le fasi del processo

In letteratura, in riferimento alle fasi del processo di M&A si è fatta spesso una distinzione tra pre-merger and post-merger<sup>40</sup>. Con il termine pre-merger si fa riferimento a tutte le attività poste in essere prima della chiusura del deal: è una fase critica che ha l'obiettivo di

---

<sup>39</sup> Clougherty J.A., Duso T.; *Using rival effects to identify synergies and improve merger typologies* in Strategic Organization, 2011.

<sup>40</sup> Calipha R., Tarba S., Brock D.; *Mergers and acquisitions: A review of phases, motives and success factors* in Advances in mergers and acquisitions, 1-24, 2010.

valutare la fattibilità dell'operazione e predisporre tutte le condizioni per rendere il processo efficace<sup>41</sup>. Diversi sono gli attori che vengono coinvolti nel processo: oltre ai dirigenti, infatti, le società possono avvalersi di consulenti finanziari e legali esterni per sviluppare in modo più adeguato le analisi della target al fine di minimizzare il rischio e assicurarsi una transazione fluida. Molte operazioni di M&A falliscono non esclusivamente per problematiche finanziarie o strategiche ma a causa di una cattiva gestione dell'integrazione. È stato osservato come un'integrazione più lenta riduce al minimo i conflitti tra i partner della fusione e migliora la creazione di fiducia; al contrario, quando l'integrazione è più rapida, si accorcia il processo scoraggiando la capacità delle società e delle risorse umane nel riconoscere le sinergie attuabili<sup>42</sup>.

Nel momento in cui una società decide di portare avanti un'operazione straordinaria ci sono diverse fasi che portano alla conclusione dell'accordo. In un primo momento si realizza un documento chiamato "Teaser" che riguarda la società target, nel quale si descrivono tutte le caratteristiche utili ai potential buyers per verificare la fondatezza del loro interesse all'acquisto della società. Accanto a questo primo documento, risulta fondamentale il Confidential Agreement con cui le parti si impegnano a mantenere la confidenzialità sulle informazioni riservate che emergono dalla trattativa, necessarie alla formulazione di un'offerta.

Quando il potenziale acquirente decide di proseguire nella trattativa, poiché le caratteristiche della target combaciano con quella che è la strategia che il bidder intende

---

<sup>41</sup> Calipha R., Brock D.; *The pre-M&A stage: understanding the phases and success factors*; Journal of Intercultural Management and Ethics, 13-34, 2019.

<sup>42</sup> Oh Joon-Hee, Johnston W.J.; *How post-merger integration duration affects merger outcomes*, Journal of Business & Industrial Marketing, 36(5); pp. 807-820, 2021.

portare avanti, si definisce l'information memorandum, ovvero un documento informativo relativo all'azienda oggetto di cessione, contenente tutti i dati economici-finanziari sufficienti per permettere una prima valutazione d'impresa, inviato al potenziale acquirenti o ai potenziali acquirenti qualora più di una società manifestasse un sostanziale interesse all'acquisto dopo che questi hanno firmato il Confidential Agreement.

Si passa così alla fase della trattativa vera e propria, in cui le condizioni vengono discusse in modo più dettagliato. In primis viene presentata una Non-binding offer ovvero un'offerta preliminare non vincolante posta in essere dai potenziali acquirenti in base alle modalità indicate dalla Round I Letter. Una volta esaminate le offerte si definisce una short list (se ci sono numerosi potenziali acquirenti) per identificare le società con cui organizzare una meeting per visitare l'azienda ed effettuare accertamenti ritenuti necessari.

Scelto l'acquirente si procede con la fase più complessa ed articolata, ovvero la due diligence, preceduta dalla lettera di intenti dove si evidenziano tutti i punti condivisi. Nella due diligence si realizza un'analisi approfondita dello stato di salute dell'azienda relativamente al mercato industriale, agli aspetti economici, finanziari, legali, fiscali, ambientali e alle risorse umane oltre all'analisi dei rischi e benefici legali alle tecniche di acquisizione e le possibili sinergie di natura fiscale. In questa fase ci si occupa anche di studiare la congruità e la coerenza dei valori risultanti dalla contabilità e dai bilanci in relazione alla struttura economica e le situazioni finanziarie per individuare possibili squilibri strutturali. Il problema in questo caso riguarda la capacità delle aziende di portare a termine nel modo corretto la due diligence. Tra le best practies troviamo: identificazione di sinergie su costi e ricavi, strategia di penetrazione del mercato, razionalizzazione della supply chain, identificazione delle priorità, elaborazione di piani di mitigazione del rischio

per restituire agli investitori una discussione convincente durante l'annuncio dell'acquisizione<sup>43</sup>.

Un aspetto da non sottovalutare in questo processo riguarda la c.d. soft due diligence. La maggior parte delle aziende svolge un lavoro approfondito dell'aspetto economico-finanziario ma troppo spesso si ignora o sottovaluta l'importanza dei problemi del personale, delle differenze culturali e degli stili decisionali che generano lotte intestine all'interno dell'azienda<sup>44</sup>; prendendo in considerazione tutti questi aspetti, svolgendo la soft due diligence, si pongono le basi per un'integrazione fluida evitando di incorrere in problematiche legate agli aspetti culturali nella fase di post-merger.

Molto spesso, durante la due diligence si costituisce una data room ovvero uno spazio regolamentato dove è possibile reperire i principali documenti sull'azienda. Trascorso tutto il tempo necessario, la società bidder formula una Binding offer ai sensi della Round II Letter e contenente il prezzo offerto, le modalità di pagamento, la struttura dell'operazione e l'SPA che l'acquirente intenderà firmare – una vera e propria offerta vincolante.

Per SPA (Sale and Purchase agreement) si intende il contratto di compravendita, attraverso il quale la transazione viene considerata valida. In tale contratto vengono definite, oltre al prezzo, le garanzie per tutelare il compratore dal rischio di perdite economiche derivanti da fatti imputabili alla gestione precedente o eventi avvenuti prima del closing; infine, i patti parasociali per la regolamentazione del comportamento dei soci, degli assetti

---

<sup>43</sup> Perry J.S., Herd T.J., *Reducing M&A risk through improved due diligence*, Strategy & leadership, 32(2), pp.12-19, 2004.

<sup>44</sup> Harding D., Rouse T.; *Human due diligence*, Harvard business review, 85.4, 2007.

proprietari e del governo societario, utili soprattutto quando il socio mantiene un ruolo operativo all'interno dell'azienda.

## 1.5 Il finanziamento per le operazioni di M&A

Quando un'azienda decide di avviare una procedura di fusione o acquisizione è rilevante anche comprendere la forma di finanziamento per portare a termine queste operazioni. Le modalità di finanziamento, infatti possono incidere particolarmente sull'equilibrio finanziario dell'azienda dopo la chiusura dell'operazione. Tra le alternative cui l'azienda può ricorrere troviamo l'autofinanziamento, l'incremento del capitale proprio ed il ricorso al debito o una combinazione di esse. Oltre a queste forme più tradizionali possiamo anche citare strumenti ibridi come la cartolarizzazione, le operazioni di sale & leaseback, le obbligazioni convertibili ed il debito mezzanino che si stanno affermando sempre di più sui mercati finanziari, soprattutto nell'ambito della crescita delle piccole e medie imprese<sup>45</sup>. La scelta sulla forma di finanziamento più adeguata necessita un'accurata analisi relativamente alla struttura finanziaria dell'azienda e alle implicazioni a lungo termine.

In Italia, una delle forme più comuni di finanziamento è l'autofinanziamento che prevede quindi l'utilizzo del capitale proprio per completare le operazioni di fusione ed acquisizione senza dover attingere a risorse esterne. L'azienda investe quindi la propria liquidità in operazioni di M&A per trasformarla in flussi di cassa effettivi. C'è da considerare, però, il mancato impiego di tali risorse in opportunità alternative di

---

<sup>45</sup> Bellucci A., Gucciardi B.; *Introduzione alla special issue: Piccole e medie imprese e accesso a forme alternative di finanziamento*, 2021.

investimento. Tra le operazioni più recenti concluse attraverso il ricorso all'Equity possiamo menzionare l'acquisizione di UBI Banca da parte di Intesa San Paolo per un valore superiore ai 4 miliardi, che nel successivo capitolo di questo elaborato analizzeremo con attenzione.

L'aumento di capitale si basa sull'emissione di nuove azioni finalizzate alla raccolta di denaro per realizzare l'operazione, sicché si trasferisce il rischio sugli azionisti riducendo l'indebitamento dell'azienda e si punta a rafforzare la credibilità del progetto attirando nuovi investitori. L'indebitamento, invece, rappresenta una forma tradizionale per reperire i fondi attraverso intermediari finanziari. In letteratura è stato spesso sottolineato che uno dei benefici che potrebbe spingere le società a fare ricorso al debito riguarda l'aspetto della tassazione: la deducibilità delle spese per interessi crea un incentivo per le società acquirenti a finanziare un'operazione di M&A con debito<sup>46</sup>. Tale visione si contrappone a quella di Donaldson e Myers che suggeriscono come l'impresa preferisca le riserve interne come fonte di finanziamento perché non soggette alla disciplina di mercato<sup>47</sup>. Un esempio di operazione realizzata con ricorso al debito risale al 2018 quando la società Atlantia – oggi nota come Mundys – attiva nel settore delle infrastrutture autostradali ha acquisito, attraverso una joint-venture con ACS, il gruppo spagnolo Abertis. L'operazione da 16.5 miliardi è stata conclusa attraverso un finanziamento ponte (bridge-loan).

Come citato precedentemente tra le forme ibride, diverse da quelle tradizionali possiamo trovare anche la cartolarizzazione che trasforma crediti in strumenti finanziari negoziabili,

---

<sup>46</sup> Scheuering U.; *M&A and the tax benefits of debt-financing*, ZEW Centre for European Economic Research Discussion Paper, 2014.

<sup>47</sup> Donaldson G.; *Corporate Debt Capacity: A study of Corporate Debt Policy and the determination of Corporate Debt Capacity*, Harvard Graduate School of Business Administration, 1961; si veda anche Myers S.C.; *The Capital structure puzzle in Journal of Finance*, 1984.

le operazioni di sale & leaseback che permettono di ottenere liquidità dalla vendita di asset mantenendo l'utilizzo tramite leasing, e le obbligazioni convertibili che consentono agli investitori di trasformare il credito in partecipazioni azionarie; troviamo, infine, il debito mezzanino che è una soluzione intermedia tra prestito garantito e capitale proprio.



## CAPITOLO SECONDO – LE OPERAZIONI NEL SETTORE BANCARIO

### 2.1 Il sistema bancario italiano

Come enunciato nel 2008 da Fabrizio Saccomanni, allora Direttore Generale della Banca d'Italia, la fisionomia del sistema bancario e finanziario italiano è stata frutto di un complesso processo, che ne ha modernizzato la struttura e lo ha condotto ad una piena integrazione nel mercato europeo<sup>48</sup>.

Il sistema bancario italiano era stato regolato dalla Legge Bancaria risalente al 1936<sup>49</sup>, che aveva determinato una forte rigidità operativa, ed evidenti differenze tra operatori con la facoltà di erogare finanziamenti a medio-lungo termine, e quelli con la facoltà di erogarli esclusivamente a breve termine. In quest'ottica le banche erano viste come portatrici di interesse pubblico e non come entità a carattere imprenditoriale<sup>50</sup>.

Tale situazione si protese per molti anni, fino al c.d. periodo di “*bancarizzazione*”, ovvero il periodo compreso tra il 1975 e la fine degli anni '80 caratterizzato dalla liberalizzazione degli sportelli bancari sui volumi intermediati, oltre ad una diffusione delle reti bancarie

---

<sup>48</sup> Saccomanni F.; *L'evoluzione del sistema finanziario italiano nel contesto europeo ed internazionale*; Zurigo, 27 giugno 2008.

<sup>49</sup> Convertito nella Legge 141/1938 ed in seguito Legge 636/1938.

<sup>50</sup> Costi R.; *La legge bancaria del 1936* in Banca Impresa Società, pp. 349-364, 31/2012.

sul territorio<sup>51</sup>. La situazione politico-economica caratterizzata dalla crisi petrolifera e dagli scandali finanziari di quegli anni amplificò la necessità di liquidità da parte della clientela e delle società colpite dalla forte inflazione.

In questo contesto, poche sono state le operazioni di finanza straordinaria realizzate all'interno di questo settore. Come sottolineato, alla fine degli anni '80, da Riccardo Ferretti: le operazioni di M&A, nonostante non fossero estranee al sistema bancario, non avevano determinato cambiamenti strutturali significativi<sup>52</sup>. Il processo di concentrazione ha infatti incontrato diversi ostacoli derivanti da specificità strutturali ed istituzionali proprie del sistema bancario italiano.

Un primo limite era costituito dalla rilevante presenza pubblica – diretta o indiretta – nel settore, che ha condizionato le strategie di consolidamento. A ciò si aggiunse la scarsa diffusione della forma societaria ordinaria, aspetto strettamente legato alla natura pubblica di molte istituzioni finanziarie. Dal punto di vista aziendale, le operazioni di M&A condotte dalle banche italiane sono state spesso guidate più da un intento espansivo<sup>53</sup>, talvolta frammentato e poco coordinato, piuttosto che da un chiaro obiettivo di razionalizzazione volto a migliorare produttività ed efficienza.

Nonostante questi limiti, il processo di trasformazione del settore bancario era ancora in evoluzione, infatti lo stesso Ferretti, individuando dei primi segni di cambiamento, ha evidenziato come in futuro le operazioni di M&A avrebbero potuto assumere

---

<sup>51</sup> Vezzani P.; *L'impatto della liberalizzazione sui volumi intermediati, sui costi e sui margini bancari* in *Analisi dei Bilanci Bancari*, pp. 67-106, 1991.

<sup>52</sup> Ferretti R.; *Fusioni ed acquisizioni nel processo di ristrutturazione del sistema bancario italiano* in *Laboratorio di politica industriale*, pp. 63-76, 1988.

<sup>53</sup> De Bruyn R., Ferri G.; *Le ragioni delle banche popolari: motivi teorici ed evidenze empiriche*, Disefin, 2005.

caratteristiche diverse, maggiormente orientate ad un'effettiva riorganizzazione del sistema<sup>54</sup>.

È proprio al termine degli anni Ottanta che si assistette ad un incremento delle operazioni di fusione ed acquisizione grazie ai processi di privatizzazione conseguenti alla legge n.218/1990<sup>55</sup> (Legge Amato). Essa riguardava disposizioni in materia di ristrutturazione ed integrazione patrimoniale degli istituti di credito di diritto pubblico: ampliando gli ambiti di attività delle banche si cominciava ad aprire il sistema alle Direttive europee in materia. Con l'approvazione di tale legge, venne favorito il passaggio delle banche a società per azioni e quindi forme societarie privatistiche, per superare la problematica relativa al fatto che il Ministero del Tesoro sarebbe stato allo stesso tempo proprietario, autorità di controllo e, talvolta, debitore delle banche stesse.

Il periodo tra il 1993 ed il 1994 fu di transizione da una privatizzazione formale ad una sostanziale (considerata come la restituzione all'area privata di attività svolte da imprese pubbliche<sup>56</sup>). Con la Legge 474/1994 infatti avvenne una dismissione delle partecipazioni bancarie affidate alle fondazioni affermando in modo definitivo l'attività bancaria come attività imprenditoriale.

Il processo di concentrazione ha visto una prima fase rilevante alla fine degli anni '90. Da allora è proseguito con diverse intensità<sup>57</sup>. Due tendenze hanno segnato l'evoluzione delle M&A: l'aumento della dimensione media delle operazioni e la crescita delle aggregazioni

---

<sup>54</sup> *Ibidem*.

<sup>55</sup> *Disposizioni per la ristrutturazione e per la disciplina del gruppo creditizio*

<sup>56</sup> Cardia C.G.; *Profili giuridici della privatizzazione*, Il Sole 24 ore libri, 1994.

<sup>57</sup> Passera C.; *Il processo di concentrazione del sistema bancario*, 2009.

transnazionali (c.d. cross-border), determinando cambiamenti significativi alla struttura bancaria. Negli anni Novanta, le fusioni coinvolgevano principalmente istituti di piccole dimensioni per migliorarne l'efficienza, mentre già alla fine del decennio le operazioni divennero più rilevanti, mirando a rafforzare la competitività degli istituti di credito.

La crescita dimensionale si è rilevata essenziale per la crescita dell'autonomia e della leadership nei mercati di riferimento, portando alla nascita di gruppi finanziari in grado di competere su scala globale<sup>58</sup>. Il consolidamento è stato particolarmente intenso in Europa, favorito sicuramente dall'integrazione monetaria<sup>59</sup>. Tale processo è stato caratterizzato dall'emergere di grandi istituti nazionali e dall'aumento delle operazioni transfrontaliere ed intersettoriali. Sotto la spinta della Banca d'Italia, alla realizzazione di maggiori aggregazioni, allo scopo di preservare la nazionalità dei principali istituti bancari e sostenere la concorrenza delle realtà europee ed internazionali, crebbero sempre di più le operazioni all'interno del settore bancario raggiungendo un culmine nel 2007.

Tra il 1998 ed il 2007 si realizzarono un totale di 193 operazioni di fusione ed incorporazione tra banche italiane: 133 operazioni di acquisizione di banche italiane e 52 operazioni di acquisizione di banche estere da parte di gruppi bancari italiani. Di questa straordinaria trasformazione la Banca d'Italia è stata la principale ispiratrice in un contesto globale favorevole all'affermarsi della concorrenza. In Italia, il consolidamento bancario non è stato però vivace come negli altri Stati membri dell'UE<sup>60</sup>. Durante gli anni duemila,

---

<sup>58</sup> *Ibidem*.

<sup>59</sup> Losanni M., Natali P., Tirelli P.; *Disegno delle istituzioni e stabilità finanziaria nell'Unione Monetaria Europea*, Economia Politica, pp. 243-270, 1999.

<sup>60</sup> Bini Smaghi L.; *Consolidamento bancario, innovazione e accesso al credito*, Comitato esecutivo BCE, 2007.

infatti, l'aumento della concentrazione è stato particolarmente significativo in paesi come Belgio, Portogallo, Regno Unito e Francia<sup>61</sup>.

Figura 3 – Fusioni, incorporazione ed acquisizioni nel sistema bancario italiano

Periodi	Fusioni e incorporazioni tra banche italiane		Acquisizioni di banche italiane		Acquisizioni di banche estere da parte di gruppi bancari italiani	
	Numero di operazioni	Quota sul totale dell'attivo (%)	Numero di operazioni	Quota sul totale dell'attivo (%)	Numero di operazioni	Quota sul totale dell'attivo (%)
Totale 1998-2002	147	4,7	98	34,4	24	2,5
2003	20	0,2	9	1,5	4	0,2
2004	10	0,0	7	0,4	4	0,1
2005	4	0,0	7	2,3	4	22,9
2006	6	5,5	4	3,3	10	0,1
2007	6	3,2	8	10,1	6	0,4
Totale 2003-2007	46	8,9	35	17,6	28	23,8
Totale 1998-2007	193	13,6	133	52,1	52	26,2

Fonte: Pisanti C.; Banca d'Italia, 2010

La crisi finanziaria del 2007-2008 ha comportato l'avvio di un periodo di recessione che ha inevitabilmente colpito in modo profondo il settore; nonostante questo, nessuna banca italiana è fallita. La probabile ragione decisiva della resistenza del sistema bancario italiano alla crisi sta, oltre che nella sua robustezza, in alcune caratteristiche proprie e nelle modalità di esercizio della vigilanza prudenziale<sup>62</sup>.

<sup>61</sup> Passera C.; *Il processo di concentrazione del sistema bancario*, 2009.

<sup>62</sup> Pisanti C., *Il riassetto bancario in Italia dopo le riforme degli anni '90 e fino ai giorni nostri*, Banca d'Italia, 2010.

Nello stesso periodo della crisi finanziaria si è assistito ad un processo di trasformazione digitale generato dal progresso tecnologico che ha avuto un ruolo nella riduzione dei costi e nel miglioramento dei servizi offerti. In particolare, lo sviluppo dell'ICT (Information and Communication Technology) ha consentito la creazione di nuovi canali distributivi per fornire ai clienti una vasta scelta di servizi che richiedevano però notevoli investimenti.

L'integrazione rapida ed efficiente dei sistemi informatici non solo consente di ottenere significativi miglioramenti in termini di efficienza, ma risulta anche fondamentale per garantire il controllo dei rischi: un aspetto sempre più cruciale in un contesto caratterizzato da una crescente complessità operativa ed un'espansione verso nuovi mercati<sup>63</sup>. Per tali ragioni, il progresso tecnologico ha accentuato l'importanza delle economie di scala; le operazioni di M&A rappresentano quindi un'opportunità per migliorare l'efficienza delle banche e possono essere considerate una soluzione per fronteggiare le nuove esigenze<sup>64</sup>.

Con l'avvento del Covid19, il sistema economico ha subito un duro colpo. A differenza della crisi del 2007 dove la causa era interna al sistema finanziario stesso, nel caso della pandemia, essa era di natura esogena quindi esterna al sistema. In questo contesto, il settore bancario per assicurare la continuità operativa, nonostante i numerosi DPCM<sup>65</sup> che avevano limitato la circolazione degli individui, ha accelerato il processo di digitalizzazione già in essere stringendo anche alleanze con altri player del mercato. Le

---

<sup>63</sup> Draghi M.; *Intervento del Governatore della Banca d'Italia*; Assemblea Ordinaria dell'Associazione Bancaria Italiana; p.10, 2008.

<sup>64</sup> Poggiani A., Tedeschi G.; *La trasformazione digitale come matrice di crescita*, Accenture, 2014 si veda anche Passera C.; *Il processo di concentrazione del sistema bancario*, 2009.

<sup>65</sup> Decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri.

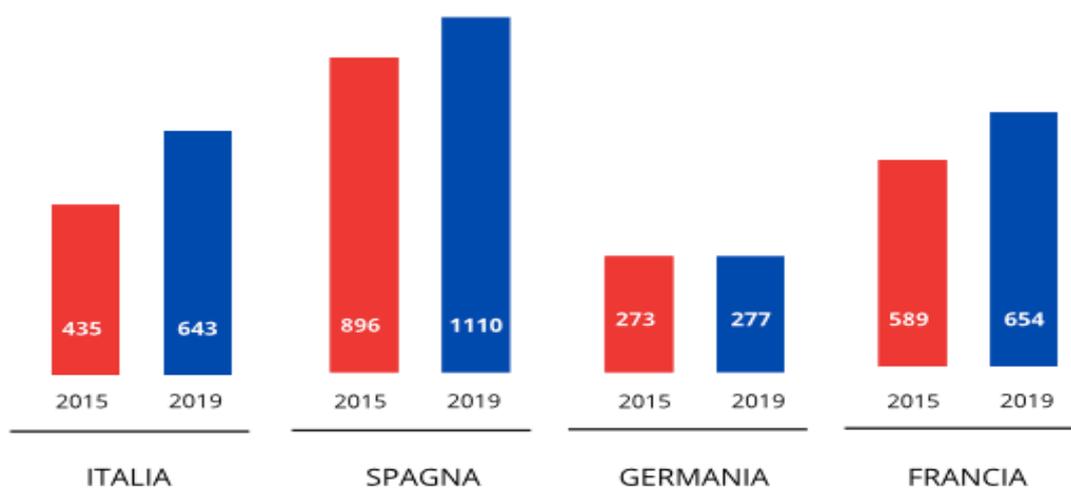
banche sono state chiamate a svolgere il compito di sostenere l'economia reale soprattutto attraverso la trasmissione di liquidità<sup>66</sup>.

### 2.1.1 La concentrazione

Come sottolineato nel paragrafo precedente, fin dagli anni '80, non solo in Italia, si è assistito ad un processo di ristrutturazione e aggregazione dei principali operatori del settore. Tale situazione ha generato un aumento della concentrazione del settore bancario.

La concentrazione fa riferimento alla distribuzione delle quote di mercato all'interno di un settore ed è un indicatore particolarmente rilevante poiché influisce sul comportamento degli operatori.

Figura 4 – Indice HHI in Italia, Francia, Germania e Spagna



Fonte: Comana M.; Concentrazione del sistema bancario italiano – Rappresentazione propria

<sup>66</sup> Maggiolino M.; *Appunti sul ruolo delle banche ai tempi del COVID-19*, in Rivista delle società, 2020.

Solitamente, in letteratura si fa riferimento all'indice di Herfindahl-Hirschman (HHI) che si calcola come somma dei quadrati delle quote di mercato di tutte le imprese. È consuetudine utilizzare una scala da 0 a 10.000, dove il primo limite rappresenta il massimo frazionamento degli operatori ed il secondo corrisponde alla presenza di un solo operatore (in questo caso la sua quota di mercato sarebbe pari a 100, che elevato al quadrato porta proprio a 10.000).

Come si nota dalla figura 4 in Italia l'indice HHI è in forte crescita, ma fin dove si spingeranno le aggregazioni del settore? Sia la Banca d'Italia che la Banca Centrale Europea guardano con favore alla crescita dimensionale delle banche ma è importante evidenziare alcune considerazioni in merito. La crescente concentrazione bancaria ha creato un divario con il sistema produttivo, storicamente frammentato e composto da piccole imprese. Se inizialmente l'aggregazione bancaria era vista come stimolo alla crescita dimensionale delle imprese, oggi questa correlazione è meno efficace<sup>67</sup>: il credito è concentrato, mentre il tessuto produttivo è rimasto sostanzialmente invariato. Inoltre, l'asimmetria tra banche e imprese rafforza il potere contrattuale degli istituti di credito, riducendo la concorrenza e limitando le opzioni disponibili per aziende e consumatori; sebbene emergano alternative ai servizi bancari tradizionali, la loro incidenza resta marginale, aggravando il rischio di scelte subottimali per i clienti<sup>68</sup>.

Per la concertazione di un settore si utilizza anche il concentration ratio, che misura la quota di mercato detenuta dalle N imprese più grandi del settore. Al 2007 i primi 5 gruppi bancari (Intesa San Paolo, Unicredit, Banco Popolare, UBI Banca, Monte Paschi) avevano

---

<sup>67</sup> Comana M.; *La concentrazione del Sistema bancario italiano: un'analisi e qualche interrogativo* in non solo diritto bancario, 2021.

<sup>68</sup> *Ibidem*.

una quota di mercato superiore pari al 52%<sup>69</sup>. Dalla relazione annuale della Banca d'Italia si evidenzia una crescita dal 27,8% al 31,1% nel grado di concentrazione relativo ai primi due gruppi (Intesa Sanpaolo, Unicredit) tra il 2002 ed il 2011. Possiamo quindi affermare come il settore bancario italiano sia altamente concentrato.

Guardando al contesto europeo, nel suo complesso, l'indice CR5<sup>70</sup> nell'Unione monetaria, è passato tra 2001 al 2006 dal 39% al 43%<sup>71</sup>, nonostante permanessero significative differenze a livello nazionale tra paesi come la Germania (CR5 al 22% nel 2006) e Paesi Bassi e Belgio (CR5 pari a circa l'85%)<sup>72</sup>.

## 2.2 Le principali operazioni di M&A

Negli studi di letteratura economica e finanziaria, è emerso come l'incremento del livello di efficienza delle banche non sia necessariamente una conseguenza diretta delle operazioni di fusione e acquisizione, ma dipenda piuttosto dalla struttura societaria risultante<sup>73</sup>. In particolare, la trasformazione delle banche in Società per Azioni, avvenuta con la Legge Amato del 1992, ha reso gli istituti di credito molto più attraenti per gli investitori, favorendo un contesto di maggiore competitività. Tale cambiamento ha incentivato le banche non solo a migliorare la propria efficienza gestionale, ma anche a

---

<sup>69</sup> Pisanti C., *Il riassetto bancario in Italia dopo le riforme degli anni '90 e fino ai giorni nostri*, Banca d'Italia, 2010.

<sup>70</sup> Concentration ratio delle prime 5 banche.

<sup>71</sup> Passera C.; *Il processo di concentrazione del sistema bancario*, 2009.

<sup>72</sup> *Ibidem*.

<sup>73</sup> Messori M.; *Consolidation, ownership structure and efficiency in the Italian banking system*, PSL Quarterly Review, 2002.

intraprendere operazioni di finanza straordinaria per rafforzare la propria posizione sul mercato.

Negli ultimi trent'anni, il settore bancario ha assistito ad un significativo aumento delle operazioni di M&A, un processo che ha avuto un impatto rilevante sia sulla crescita dimensionale delle singole imprese che sul mercato stesso. Attraverso queste operazioni, le banche hanno potuto adottare strategie più flessibili, migliorando l'operatività e la capacità di risposta alle esigenze di un contesto economico in continua evoluzione. Le fusioni e le acquisizioni hanno consentito agli istituti di rafforzare la propria solidità patrimoniale, ampliare il proprio raggio d'azione e ottimizzare la gestione del rischio, elementi fondamentali per affrontare le sfide della globalizzazione e della digitalizzazione finanziaria.

Le operazioni di fusione e acquisizione non solo favoriscono la crescita delle banche coinvolte, ma permettono anche di generare sinergie significative che si traducono in riduzione dei costi operativi, maggiore efficienza nella gestione delle risorse e miglioramento della qualità dei servizi offerti alla clientela. Infatti, dal punto di vista dei clienti, è stato osservato come gli effetti a lungo termine delle operazioni di M&A sono favorevoli sui prezzi praticati ai clienti. Il tasso sui depositi delle banche, nonostante un temporaneo impatto sfavorevole nell'immediato, aumenta nel lungo termine garantendo benefici ai risparmiatori in termini di remunerazione<sup>74</sup>.

---

<sup>74</sup> Focarelli D., Panetta F.; *Are mergers beneficial to consumers? Evidence from the Italian market for bank deposit*, in *The American economic review*, 2003.

Tuttavia, le operazioni di M&A comportano anche delle sfide, tra cui la necessità di armonizzare differenti culture aziendali, gestire il turnover del personale e integrare i sistemi informatici. Un aspetto fondamentale, inoltre, riguarda il rispetto delle normative antitrust, che possono imporre cessioni di filiali (come nel caso Intesa Sanpaolo – UBI) o altre misure per garantire la concorrenza del mercato.

Tra le operazioni più rilevanti nel panorama bancario italiano, a partire dal 2007, possiamo citare alcuni casi emblematici:

- Fusione tra Sanpaolo IMI e Banca Intesa (2007): questa operazione ha portato alla nascita del gruppo Intesa Sanpaolo S.p.A., uno dei principali attori del sistema bancario europeo. La fusione ha consentito di raggiungere una quota di mercato superiore al 17%, consolidando la posizione del nuovo gruppo come leader nel settore. L'operazione si è conclusa attraverso l'emissione di nuove azioni per gli azionisti di Sanpaolo IMI, con un valore nominale di 0,52 euro per azione<sup>75</sup>.
- Acquisizione di Antonveneta S.p.A. da parte di Monte dei Paschi di Siena (2008): annunciata nel novembre del 2007, l'operazione aveva l'obiettivo di rafforzare la copertura geografica del Monte dei Paschi di Siena. Banco Santander, che controllava Antonveneta, cedette l'istituto bancario italiano per un valore di nove miliardi di euro. L'acquisizione fu finanziata principalmente attraverso un aumento di capitale, segnando una delle operazioni più discusse nella storia del settore bancario italiano.
- Fusione di Capitalia S.p.A. in Unicredit S.p.A. (2007): l'operazione fu realizzata mediante l'emissione di azioni ordinarie di Unicredit destinate al concambio, con un premio del 23,5% sul prezzo di chiusura di Capitalia. Questa fusione permise a

---

<sup>75</sup> Documento informativo sulla Fusione per incorporazione in Banca Intesa S.p.A. di Sanpaolo IMI S.p.A.

Unicredit di ampliare ulteriormente il proprio raggio d'azione e consolidarsi come uno dei principali gruppi bancari a livello europeo.

Guardando a casi più recenti, è importante porre attenzione al caso Intesa San Paolo – UBI Banca che per la portata dell'operazione presenta delle similitudini con il caso Unicredit – Banco BPM, oggetto di questo elaborato.

### 2.2.1 Il caso Intesa San Paolo – UBI Banca

La banca Intesa Sanpaolo, nella sua struttura attuale, esiste dal 2007, nata a seguito della fusione tra due importanti istituti di credito italiani: Sanpaolo IMI e Banca Intesa. Questa fusione ha dato vita a un gruppo bancario di rilevanza internazionale, con una forte presenza in Italia e all'estero. Oltre a svolgere il ruolo di banca commerciale, Intesa Sanpaolo opera in settori strategici come il corporate investing banking, l'asset management, la gestione del risparmio e il settore assicurativo. Il gruppo si distingue per la sua ampia rete di filiali e per la sua capacità di innovazione nei servizi finanziari. Al 2020, Intesa Sanpaolo risultava essere il primo gruppo bancario italiano per dimensione e capitalizzazione, consolidando la sua posizione di leadership nel mercato nazionale e internazionale.

Parallelamente, il Gruppo UBI Banca nacque sempre nel 2007 dalla fusione tra Banche Popolari Unite e Banca Lombarda. Nel corso degli anni, UBI Banca si è affermata come una delle realtà bancarie più importanti del Paese, posizionandosi come il quarto gruppo bancario italiano fino al 2020. Prima dell'acquisizione da parte di Intesa Sanpaolo, UBI contava circa 2.000 filiali distribuite su tutto il territorio nazionale e serviva circa 4 milioni

di clienti. La banca aveva una forte presenza nel settore dell'asset management e delle assicurazioni, oltre a operare in ambiti strategici come il leasing e il factoring, contribuendo alla crescita economica e finanziaria delle imprese italiane.

Nel febbraio del 2020, Carlo Messina, CEO di Intesa Sanpaolo, annunciò un'importante operazione finanziaria: un'offerta pubblica di scambio (OPS) per acquisire UBI Banca. L'OPS aveva un valore complessivo di 4,9 miliardi di euro e riguardava 1.143.425.545 azioni di UBI. L'offerta prevedeva un premio del 23% rispetto al valore di mercato delle azioni di UBI Banca, con una proposta di scambio che prevedeva un controvalore di 4,25 euro per ogni azione ceduta.

La buona riuscita dell'operazione era subordinata al raggiungimento di almeno i due terzi del capitale sociale di UBI, ovvero il 66,67% delle azioni, un obiettivo necessario per garantire la maggioranza in assemblea e procedere con la fusione tra i due istituti bancari. L'operazione ricevette le autorizzazioni necessarie da parte delle autorità competenti, inclusa la Banca d'Italia e la Banca Centrale Europea. Il 25 giugno 2020, anche la CONSOB approvò ufficialmente l'OPS, sancendo un importante passo avanti nel processo di acquisizione.

Il 3 agosto 2020, con la conclusione del periodo di adesione all'offerta, Intesa Sanpaolo comunicò i risultati ufficiali: erano state conferite 1.041.458.904 azioni di UBI Banca, corrispondenti al 91,01% del capitale sociale. Il superamento della soglia minima richiesta del 66,67% rese l'offerta efficace, sancendo il definitivo passaggio di UBI Banca sotto il controllo di Intesa Sanpaolo. A seguito di questa acquisizione, UBI Banca fu delistata

dall'indice di borsa FTSE MIB, chiudendo un capitolo della sua storia come banca indipendente.

Tuttavia, per completare definitivamente l'unione tra i due gruppi, Intesa Sanpaolo dovette risolvere alcune problematiche concorrenziali sollevate dall'Antitrust, in conformità con la legge n. 287/1990 sulla tutela della concorrenza. Per questo motivo, fu raggiunto un accordo con BPER Banca per la cessione di alcune filiali di UBI Banca, riducendo così la concentrazione di sportelli bancari nelle aree in cui la fusione avrebbe potuto creare squilibri competitivi. Questa operazione garantì l'approvazione definitiva dell'operazione da parte delle autorità regolatorie.

Intesa Sanpaolo sottolineò che la fusione avrebbe portato numerosi benefici per entrambe le realtà, generando valore aggiunto grazie a una serie di sinergie e vantaggi economici.

Tra i principali obiettivi dichiarati vi erano:

- Riduzione della frammentazione del settore bancario: rafforzando la stabilità e la competitività del gruppo bancario risultante dalla fusione.
- Aumento degli utili: con una previsione di oltre 6 miliardi di euro per il 2022<sup>76</sup>, grazie alla maggiore efficienza operativa e alla riduzione dei costi.
- Sinergie stimate in circa 700 milioni di euro per il 2024, derivanti dall'ottimizzazione delle strutture aziendali e dalla razionalizzazione dei processi interni.
- Maggiore solidità del titolo azionario, con una liquidità migliorata e una più elevata capacità di distribuzione di valore agli azionisti, anche attraverso un aumento del pay-out ratio.

---

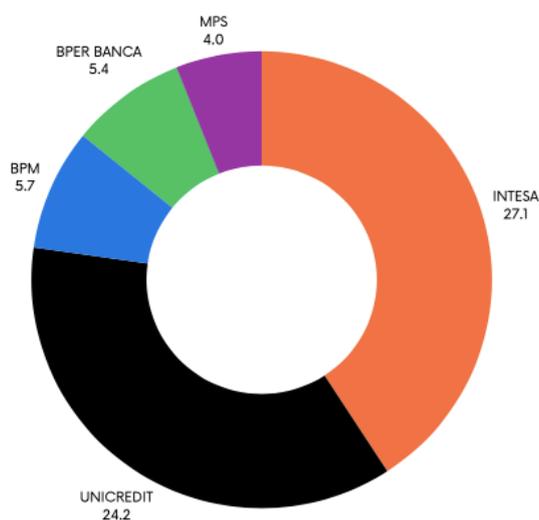
<sup>76</sup> Intesa San Paolo, *Bilancio consolidato 2021*.

- Espansione della presenza territoriale, con una copertura più capillare in aree precedentemente meno presidiate, sfruttando economie di scala per migliorare l'efficienza e ridurre i costi.
- Accorpamento di alcune linee di business, con una riorganizzazione interna volta a integrare i servizi offerti dalle due banche e ottimizzare le competenze specifiche di ciascun istituto.
- Riduzione dei crediti deteriorati, migliorando la qualità del portafoglio crediti e rafforzando la posizione patrimoniale del gruppo.

Intesa Sanpaolo ha consolidato ulteriormente il proprio ruolo di leader nel panorama bancario italiano ed europeo, migliorando la capacità di offrire servizi finanziari innovativi e di qualità a imprese e privati. L'acquisizione di UBI Banca ha rappresentato una delle operazioni più significative degli ultimi anni nel settore bancario italiano, contribuendo alla creazione di un gruppo ancora più solido e competitivo nel contesto economico globale.

## 2.2.2 La situazione attuale

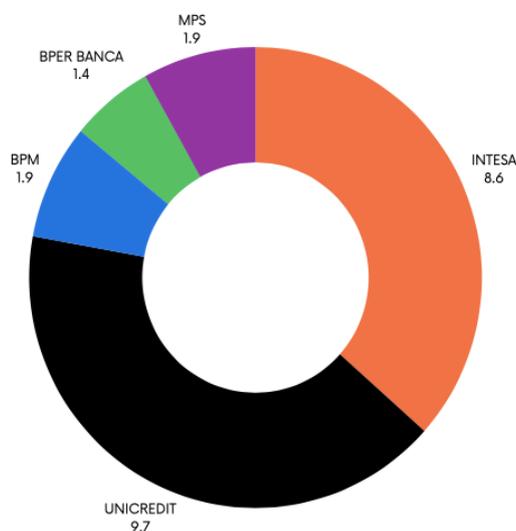
Figura 5 – Fatturato delle prime cinque banche italiane 2024



Fonte: Unimpresa – Rappresentazione propria

Le numerose operazioni di M&A compiute nel corso degli ultimi anni hanno portato ad un cambiamento dell'assetto organizzativo del settore bancario italiano. Due sono i principali gruppi bancari che si contendono la leadership di mercato: Intesa San Paolo che nel 2024 ha realizzato un fatturato di 27.1 miliardi ed un utile netto di 8.6 miliardi e Unicredit che ha realizzato un fatturato ed un utile netto rispettivamente di 24.2 e 9.7 miliardi.

Figura 6 – Utile netto delle prime cinque banche italiane 2024



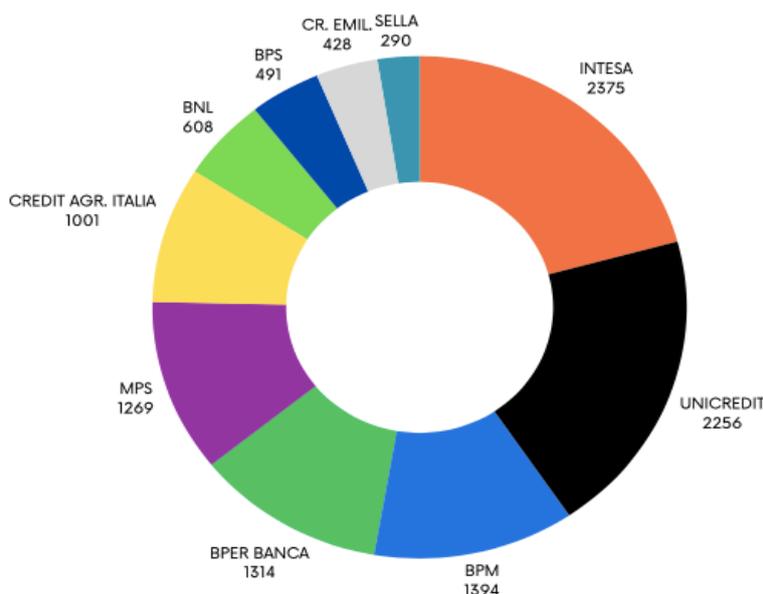
Fonte: Unimpresa – Rappresentazione propria

Guardando alla Figura 7, notiamo come queste due banche siano anche le più presenti sul territorio con più di 2.200 filiali. Il numero di sportelli in Italia è, però in costante diminuzione. In base ai dati forniti dalla Banca d'Italia alla fine del 2023 si contavano 20.160 sportelli, con una riduzione di 826 unità rispetto all'anno precedente. Questa tendenza è da attribuire principalmente all'aumento dei servizi digitali, che sta influenzando la struttura e la distribuzione delle reti fisiche.

Un ulteriore elemento di trasformazione del settore bancario italiano è rappresentato dall'attenzione verso la finanza sostenibile. Intesa San Paolo ed Unicredit hanno adottato strategie orientate all'integrazione dei criteri ESG – Environmental, Social, Governance - nei processi di investimento e nella concessione del credito, rispondendo così alle esigenze di investitori ed istituzioni in termini di crescita sostenibile. La transizione verso un

modello di finanza sostenibile è incentivata dalle normative europee, che impongono alle banche sempre più stringenti standard in materia di responsabilità ambientale e sociale.

Figura 7 – Numero di filiali delle prime dieci banche italiane 2024



Fonte: Banca d'Italia – Rappresentazione propria

La Banca d'Italia ha identificato per il 2025 i gruppi bancari Unicredit, Intesa Sanpaolo, Banco BPM, BPER Banca, Mediobanca, ICCREA e Banca Nazionale del Lavoro come istituzioni a rilevanza sistemica nazionale (Other Systemically Important Institutions, O-SII) autorizzate in Italia<sup>77</sup>. La decisione relativa ai buffer di capitale è stata adottata in conformità con la circolare n.285/2013 della Banca d'Italia, che recepisce nel quadro normativo italiano la Direttiva UE 2013/36 e definisce i criteri metodologici per l'individuazione delle O-SII. La valutazione è stata condotta in base alle linee guida contenute negli Orientamenti dell'Autorità Bancaria Europea, che stabilisce i criteri e i dati necessari per identificare le O-SII all'interno degli Stati membri dell'Unione Europea.

<sup>77</sup> Banca d'Italia; *Comunicato stampa identificazione delle istituzioni a rilevanza sistemica nazionale*, 2025.

## 2.3 La normativa delle operazioni di fusione ed acquisizione

### 2.3.1 Il ruolo dell'AGCM

L'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (AGCM) è l'organo preposto all'applicazione delle norme sulla concorrenza previste dalla Legge 287/1990 approvata dal Parlamento durante il Governo Andreotti VI, meglio nota come legge antitrust. L'introduzione di tale legge rappresenta un superamento della legge bancaria del 1936 che risultava ormai inattuale rispetto alle nuove necessità del mercato: come progresso tecnologico, mercato unico e deregolamentazione. A livello normativo è importante sottolineare l'importanza del Testo Unico Bancario (D.Lgs. n. 385/1993) entrato in vigore il 1° gennaio 1994 e fondamentale per l'incremento. Nel contesto europeo invece è il titolo VII del TFUE – Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea – che ha l'obiettivo di garantire la concorrenza sul mercato interno. della concorrenza nel settore bancario<sup>78</sup>.

L'AGCM va dunque a colmare un vuoto normativo nell'ordinamento giuridico italiano. Il suo compito principale è vigilare sulle operazioni economiche che potrebbero costituire o rafforzare una posizione dominante, vietandole o subordinandole a condizioni che ne eliminino gli effetti restrittivi sulla concorrenza. Gli unici monopoli possibile ai sensi dell'art. 43 della Costituzione della Repubblica Italiana sono quelli pubblici. Inoltre, con l'approvazione della Legge n.262/2005, le operazioni di M&A diventano anche oggetto di valutazione dell'AGCM, compito precedentemente a carico esclusivo della Banca d'Italia.

---

<sup>78</sup> Fazio A.; *Il sistema bancario italiano: Concorrenza, efficienza, sviluppo*; Intervento del Governatore dell'Assemblea Ordinaria dell'Associazione Bancaria Italiana, Roma, 1999.

Relativamente alle operazioni di concentrazione poste in essere in uno specifico settore, esse devono essere comunicate all'AGCM se superano determinate soglie di fatturato, aggiornate annualmente. Se la concentrazione rientra nelle competenze della Commissione Europea, l'AGCM può richiedere un confronto preventivo prima della comunicazione formale per evitare interruzioni procedurali. L'AGCM segnala inoltre a Governo, Parlamento, Regioni ed Enti locali provvedimenti normativi che potrebbero limitare la concorrenza. Dal 2010, l'Autorità invia una relazione alla Presidenza del Consiglio sui riferimenti normativi che ostacolano la concorrenza<sup>79</sup>, mentre il Governo presenta alle Camere la legge annuale sulla concorrenza, accogliendo o motivando il rigetto delle osservazioni dell'AGCM. Le decisioni vengono prese considerando tutti i possibili effetti sul sistema economico.

Con le riforme del 2011 e del 2012, il potere di advocacy dell'AGCM è stato rafforzato, permettendole di monitorare gli effetti delle segnalazioni e di intervenire contro atti amministrativi che violano le norme sulla concorrenza<sup>80</sup>. L'Autorità può avviare indagini conoscitive nei mercati sospettati di ostacolare la concorrenza e, in caso di abuso di posizione dominante, adottare misure correttive e sanzioni. Un altro evento di particolare rilevanza risale al 2015, quando, con la legge n.33/2015, è cominciato il processo che ha portato alla trasformazione delle banche popolari in società per azioni per fronteggiare la crisi finanziaria che le aveva rese non più in grado di fronteggiare le esigenze del mercato bancario.

---

<sup>79</sup> Legge 99/2009.

<sup>80</sup> Ai sensi degli Art. 21-bis legge n.287/1990.

L'AGCM vieta gli accordi tra imprese che coordinano il comportamento sul mercato in modo da limitare la concorrenza. Tuttavia, ha introdotto un programma di clemenza che prevede la riduzione o l'annullamento delle sanzioni per le aziende che si autodenunciano e forniscono prove dell'infrazione.

Se un'impresa detiene una posizione dominante, ciò non costituisce un illecito, a meno che non vi sia abuso con danni a consumatori o concorrenti. In questi casi, l'AGCM può adottare misure cautelari e applicare sanzioni. Le stesse normative si applicano agli istituti bancari, dove operazioni di fusione o acquisizione possono essere vietate se creano o rafforzano una posizione dominante. L'istruttoria su tali operazioni si conclude entro 30 giorni, con esito positivo o negativo. Se emergono rischi per la concorrenza, l'AGCM può richiedere misure cautelari e le imprese hanno tre mesi per proporre soluzioni che eliminino le criticità<sup>81</sup>.

L'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (AGCM) ha il potere di autorizzare operazioni di concentrazione nel settore bancario, soprattutto quando queste sono richieste dalla Banca d'Italia per motivi di stabilità finanziaria. Questo meccanismo consente di bilanciare la tutela della concorrenza con la necessità di preservare l'equilibrio del sistema bancario, soprattutto in situazioni di crisi o di difficoltà per determinati istituti di credito.

Se l'AGCM ritiene che una determinata operazione possa limitare la concorrenza, avvia un'istruttoria per analizzare gli effetti dell'operazione sul mercato e valutare eventuali rischi di abuso di posizione dominante o di riduzione della pluralità degli operatori. In questa fase, viene pubblicato un avviso per raccogliere osservazioni da terzi, tra cui

---

<sup>81</sup> Art. 14-bis della legge n.287/1990.

concorrenti, consumatori e altri soggetti interessati, in modo da garantire una valutazione completa dell'impatto dell'operazione<sup>82</sup>.

Un esempio significativo di questo processo è rappresentato dall'acquisizione di Unipol Banca da parte di BPER Banca nel 2019. Questa operazione ha interessato diversi settori, tra cui quello bancario, assicurativo e finanziario, e ha richiesto un'attenta valutazione degli effetti sulla concorrenza, data la presenza di entrambe le realtà in più segmenti del mercato creditizio e assicurativo.

### 2.3.2 Il ruolo della Banca d'Italia e della Banca Centrale Europea

La Banca d'Italia, istituita nel 1893 aveva l'obiettivo di riorganizzare il sistema degli istituti di emissione. A partire dal 1926, ha assunto il ruolo esclusivo di emissione delle banconote, divenendo l'unico ente autorizzato ed acquisendo allo stesso tempo il compito di vigilare sulle altre banche. Ad oggi, i suoi compiti riguardano anche la responsabilità di garantire la stabilità finanziaria e monetaria del paese.

Grazie alla posizione di supervisore, essa monitora i mercati finanziari per prevenire crisi e disordini, intervenendo, quando necessario, per mantenere l'integrità del sistema. Un ulteriore aspetto fondamentale del suo operato è rappresentato dalla vigilanza sugli intermediari finanziari. La Banca d'Italia ha il compito di garantire che le banche italiane operino seguendo principi di sana e prudente gestione, in modo da evitare il rischio di instabilità sistemica. L'assetto e il processo di supervisione fanno perno sulla presenza di due strutture ugualmente solide in termini organizzativi: vigilanza a distanza (off site) e

---

<sup>82</sup> Art. 16 della legge n.287/1990.

vigilanza ispettiva (on site). Con questo approccio si accentua il carattere preventivo dell'attività di vigilanza: l'obiettivo è quello di individuare precocemente i sintomi che porterebbero al deterioramento.

Tra le competenze della Banca d'Italia rientra anche l'autorizzazione alle fusioni e alle scissioni bancarie per le quali si occupa di verificarne la sostenibilità economica, la solidità finanziaria e l'efficienza organizzativa delle banche coinvolte<sup>83</sup>. La valutazione delle fusioni è cruciale poiché è da essa che dipende l'esito positivo o negativo di tali operazioni. In caso di esito favorevole, la Banca d'Italia consente l'iscrizione dell'operazione nel registro delle imprese, formalizzandola.

Un'altra funzione fondamentale riguarda la gestione dei pagamenti. La Banca d'Italia è responsabile della supervisione e gestione dei principali circuiti di pagamento, contribuendo a garantire che le transazioni finanziarie si svolgano in modo sicuro, efficiente e conforme alle normative. L'obiettivo è mantenere l'integrità e la stabilità del sistema dei pagamenti, supportando al contempo l'efficacia della politica monetaria.

La Banca d'Italia è intervenuta anche sul nesso tra governance e performance. Già a partire dagli anni '80 ha emanato istruzioni sul ruolo degli organi amministrativi, del collegio sindacale, sul sistema dei controlli interni<sup>84</sup>. Nel marzo del 2008, una disciplina sulla governance delle banche anticipa le iniziative internazionali anche sulla remunerazione dei managers; infatti, gli incentivi come le stock options o legati alle performance, devono

---

<sup>83</sup> Art. 57 del T.U.B.

<sup>84</sup> Pisanti C., Il riassetto bancario in Italia dopo le riforme degli anni '90 e fino ai giorni nostri, Banca d'Italia, 2010.

essere tarati sul rischio assunti e non essere in conflitto con l'interesse di lungo periodo della banca.

Dal punto di vista internazionale, la Banca d'Italia gioca un ruolo importante all'interno dell'Unione Bancaria Europea. Dai primi anni Duemila era chiaro come l'interazione con le istituzioni comunitarie fosse destinata a intensificarsi attraverso la creazione di una rete di coordinamento tra le autorità antitrust dei Paesi membri, prevista nel quadro del progetto di modernizzazione delle normative sulla concorrenza. In un contesto di crescente globalizzazione dei mercati, la cooperazione internazionale rappresenta un elemento imprescindibile per garantire l'efficacia delle misure a tutela della concorrenza<sup>85</sup>. Dal 2014, la Banca d'Italia collabora con la BCE nell'ambito del Meccanismo di Risoluzione Unico, un sistema volto a gestire le crisi bancarie e a garantire che le istituzioni finanziarie siano in grado di resistere ad eventuali difficoltà economiche senza compromettere la stabilità del sistema finanziario europeo. La vigilanza congiunta assicura che le banche operino secondo norme rigorose e che, in caso di crisi, esistano meccanismi di risoluzione efficaci e tempestivi.

Nell'ambito delle operazioni di fusione bancaria, la Banca d'Italia riveste una funzione centrale e insostituibile. Le fusioni tra istituti di credito non possono essere concluse senza l'autorizzazione della Banca d'Italia, la quale, attraverso un'analisi approfondita, verifica che non vi siano rischi di distorsioni di mercato o di indebolimento del sistema. In particolare, la Banca d'Italia è tenuta a valutare che l'operazione non pregiudichi la concorrenza nei mercati in cui le banche operano, e che il gruppo risultante dalla fusione

---

<sup>85</sup> Fazio A.; *Concorrenza, sviluppo e Sistema bancario: Concorrenza ed autorità Antitrust un bilancio a dieci anni dalla legge*, Intervento del Governatore della Banca d'Italia, p.13, 2000.

rispetti tutte le normative relative alla gestione prudenziale. Il suo ruolo in questo processo è di fondamentale importanza per mantenere l'equilibrio del sistema finanziario e garantire che le operazioni di fusione avvengano in modo trasparente e conforme alle normative.

Possiamo citare due casi in cui la Banca d'Italia e la BCE sono intervenute impedendo o ponendo condizioni restrittive a determinate operazioni di fusione:

- Veneto Banca e Banca Popolare di Venezia (2017): le due banche citate hanno attraversato un profondo periodo di crisi dovuti non solo alla situazione economica ma anche per responsabilità riconducibili agli amministratori<sup>86</sup>. Tra le opzioni per il salvataggio si era ipotizzata anche una fusione che la Banca d'Italia ha ostacolato poiché avrebbe messo a rischio la stabilità. Le motivazioni che hanno portato la Banca d'Italia ad avviare la liquidazione coatta amministrativa sono dipese da gravi problemi finanziari e gestionali che riguardavano entrambi gli istituti: le due banche avevano registrato ingenti perdite che avevano comportato una drastica riduzione del capitale ed un'elevata esposizione a crediti deteriorati. La Banca d'Italia, pertanto, in coordinamento con le autorità europee, ha ritenuto che una fusione non avrebbe rappresentato una soluzione efficace ai problemi strutturali esistenti, e che, anzi, una simile operazione avrebbe potuto aggravare ulteriormente le criticità compromettendo la stabilità del sistema bancario italiano.
- Banca Popolare di Sondrio e Banca di Cento (2018-2019): la Banca di Sondrio aveva pianificato l'acquisizione della Banca di Cento. Tuttavia, l'intervento della BCE ha bloccato l'operazione esprimendo delle preoccupazioni riguardo alla

---

<sup>86</sup> Banca d'Italia; La crisi di Veneto Banca S.p.A. e Banca Popolare di Vicenza S.p.A.; Sez. I: Come si è arrivati alla liquidazione delle due banche? 2017.

solidità patrimoniale del gruppo risultante dalla fusione, inviando un segnale sull'importanza di adeguati requisiti di capitale per le operazioni di consolidamento. La BCE ha espresso in particolare la necessità che Banca Popolare di Sondrio desse priorità alle iniziative di *derisking* già in corso, focalizzandosi sulla diminuzione dei crediti deteriorati e sul rafforzamento delle strutture di governance e controllo rischi<sup>87</sup>. Questa posizione indicava che l'istituto non era ancora in una condizione finanziaria e organizzativa tale da poter sostenere un'acquisizione significativa come quella della Banca di Cento. Di conseguenza, gli accordi tra la Banca Popolare di Sondrio e la Banca di Cento sono stati annullati.

La Banca Centrale Europea, attraverso il Meccanismo di Vigilanza Unico, svolge una funzione complementare nella supervisione delle fusioni bancarie. La BCE si occupa di verificare che il gruppo bancario risultante dalla fusione sia finanziariamente solido ed in grado di operare nel rispetto dei requisiti prudenziali, quali la solvibilità, la liquidità e una governance adeguata. L'istituto si occupa di esaminare anche la sostenibilità a lungo termine dell'operazione valutando il piano industriale ed i rischi associati. Banca d'Italia e BCE, quindi, attraverso un'attenta cooperazione garantiscono la stabilità e l'efficienza del sistema bancario europeo, creando un'ambiente che consenta alle banche di operare in modo sicuro e di rispondere adeguatamente alle sfide economiche future.

### 2.3.3 I tre pilastri di Basilea

Le operazioni di fusione e acquisizione nel settore bancario sono regolate anche dagli accordi di Basilea, i quali stabiliscono requisiti prudenziali per garantire stabilità nel

---

<sup>87</sup> Graziani A.; *Lo stop di BCE a Sondrio rischia di frenare le fusioni tra le banche italiane*, Il Sole 24 Ore, 2019.

sistema finanziario. L'accordo internazionale di Basilea nasce nella sua prima versione nel 1998, con l'obiettivo di introdurre una disciplina sui requisiti patrimoniali delle banche dei paesi aderenti, tra cui l'Italia. Nel corso degli anni, l'accordo è stato modificato con alcune integrazioni fino all'ultima disciplina nota come Basilea III. Quest'ultima disciplina è stata introdotta per affrontare le debolezze del sistema bancario globale che sono emerse dopo la crisi finanziaria del 2007-2008. Tra i requisiti introdotti dal Basilea III troviamo il leverage ratio che limita l'assunzione di debito da parte delle banche al 3% per evitare che le banche si esponano troppo a livelli eccessivi di leva finanziaria, riducendo il rischio di insolvenza<sup>88</sup>.

Sono tre i pilastri fondamentali: requisiti patrimoniali minimi, supervisione prudenziale ed infine disciplina di mercato – tutti elementi determinanti nelle strategie delle banche coinvolte in operazioni straordinarie.

Il primo pilastro impone alle banche di detenere un livello minimo di capitale a copertura dei rischi assunti. Con l'implementazione di Basilea III, tali requisiti sono stati rafforzati attraverso l'aumento del coefficiente minimo di capitale primario di classe 1 e l'integrazione di buffer di capitale per assorbire eventuali perdite in situazioni di crisi. Nell'ambito delle operazioni di M&A questi requisiti possono incidere sulla capacità delle banche di realizzare tali operazioni senza compromettere la loro solidità patrimoniale. Un'acquisizione, infatti, comporta spesso un incremento dei rischi; pertanto, è possibile che le banche debbano pianificare operazioni di rafforzamento del capitale per rispettare la compliance della normativa di Basilea.

---

<sup>88</sup> Basel committee on Banking supervision; *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, Bank for international settlements, 2011.

Il secondo pilastro si concentra sulla supervisione prudenziale da parte delle autorità che si occupano della regolamentazione valutando la capacità delle banche di gestire i rischi che derivano dalle operazioni straordinarie, dato che un'integrazione tra istituti bancari potrebbe aumentare la complessità operativa della società risultante. La supervisione prudenziale include analisi della governance, concentrazione del credito e della liquidità, e, infine, valutazione della capacità delle banche di integrare i modelli di gestione del rischio. Per recepire le indicazioni del Comitato di Basilea, la Banca d'Italia ha invitato i maggiori gruppi italiani ad adottare sistemi integrati di analisi e controllo del rischio di liquidità<sup>89</sup>.

Il terzo pilastro fa riferimento alla disciplina di mercato, imponendo alle banche l'obbligo di divulgare informazioni sulla posizione patrimoniale e la gestione del rischio. La chiarezza delle informazioni finanziarie è fondamentale nell'ambito delle operazioni di M&A poiché incide sulla fiducia degli investitori e dei clienti, oltre che su quella delle autorità di regolamentazione. Il terzo pilastro impone, inoltre, l'adozione di meccanismi di governance adeguati a garantire una corretta informazione al pubblico, soprattutto quando la realizzazione di un'operazione di finanza straordinaria comporta una riorganizzazione interna significativa.

---

<sup>89</sup> Draghi M.; *Intervento del Governatore della Banca d'Italia*; Assemblea Ordinaria dell'Associazione Bancaria Italiana; p.9, 2008.



## CAPITOLO TERZO – LA VALUTAZIONE DELLE AZIONI

### 3.1 La valutazione di un'azienda

La valutazione di un'azienda ci permette di realizzare una stima del valore aziendale in un determinato momento<sup>90</sup>. Essa può essere utilizzata per realizzare una stima delle aziende prima di un IPO (Initial Public Offering), per compiere decisioni di investimento, per aumenti del capitale sociale, per operazioni di finanza straordinaria o offerte di vendita. Si va a determinare il valore intrinseco delle azioni e lo si confronta con il suo valore di mercato<sup>91</sup>. Le azioni di un'azienda possono quindi essere adeguatamente valutate dal mercato se il loro valore intrinseco è pari a quello di mercato; invece, saranno sopravvalutate se il valore di mercato è maggiore rispetto al c.d. “valore equo” e sottovalutate se il valore di mercato è minore del valore equo, cioè della stima risultante dal processo di valutazione.

Considerando che gli elementi su cui si basa una valutazione lasciano ampio margine ad interpretazioni e giudizi soggettivi, valutare un'azienda non significa individuare un valore oggettivo ed univoco. Nessuna metodologia è in grado, infatti, di fornire un risposta definitiva sul valore delle aziende; ogni approccio presenta ipotesi e previsioni che per loro natura comportano un elevato grado d'incertezza. La superiorità di una metodologia di valutazione rispetto ad un'altra può essere individuata in via relativa, considerando le

---

<sup>90</sup> Manzana G., Iori M.; *Guida alla valutazione d'azienda*, Feltrinelli, 2012.

<sup>91</sup> Berk J.B., DeMarzo P.M.; *Corporate Finance*, Pearson Education, Ed. Italiana, 2011.

caratteristiche dell'azienda e del settore di riferimento<sup>92</sup>. Molti esperti adottano più tecniche di valutazione simultaneamente e considerano più attendibile la stima quando i diversi metodi producono risultati coerenti tra loro.

Diversi studi hanno evidenziato come gli individui non agiscono in modo razionale ma sono influenzati dalle loro esperienze passate, dalle loro credenze, dal contesto, dal modo in cui le informazioni gli vengono presentate<sup>93</sup> e questo potrebbe evidenziare alcune differenze tra il valore di mercato ed il valore intrinseco dell'azienda. Damodaran sostiene però, come, nonostante l'influenza della scarsa razionalità, sia possibile risalire ad una stima del valore di un'impresa basandosi su fondamenti finanziari<sup>94</sup>. I prezzi di mercato, infatti, nel lungo periodo, non possono discostarsi in modo significativo dal valore stimato.

Uno dei più importanti contributi accademici agli studi di valutazione aziendale risale al 1981 con la pubblicazione della prima edizione de *La Valutazione delle aziende* di Luigi Guatri che attribuisce a tale argomento autonomia e sistematicità concettuale. Tale opera, rappresenta l'inizio di un decennio di particolare rilevanza per il tema della valutazione aziendale; infatti, gli anni '80 sono contraddistinti da una trasformazione delle imprese il cui obiettivo non è più l'esigenza di sopravvivenza ma lo sviluppo e la crescita nel medio-lungo termine<sup>95</sup>.

Come analizzato nel capitolo precedente, negli anni '80 si assiste anche ad una trasformazione del sistema bancario italiano, precedentemente caratterizzato da

---

<sup>92</sup> Marasca S.; *I principali fattori d'incertezza nella valutazione d'azienda*, 2014.

<sup>93</sup> Tversky A., Kahneman D.; *Choices, values, and frames*. New York: Cambridge University Press, 2000.

<sup>94</sup> Damodaran A.; *Finanza aziendale*, Apogeo Editore, 2006.

<sup>95</sup> Monforte D.; *Teorie e tecniche della valutazione d'azienda: una ricostruzione in chiave evolutiva*, Vol.2; Morlacchi Editore, 2004.

immobilismo e mancanza di ottica imprenditoriale. Questo sviluppo portò di conseguenza, seppur con notevole ritardo in Italia, ad un'esplosione dei casi di M&A che subirono una crescita esponenziale. Proprio in questi anni, si assistette ad una diffusione sempre maggiore della metodologia basata sui flussi di risultato, evidenziando, nel dibattito scientifico, una distinzione tra i metodi basati sul reddito e i metodi basati sui flussi di cassa, definiti per la prima volta da Pivato<sup>96</sup> come flussi monetari disponibili per l'investitore.

In generale, nella dottrina italiana non è mai emersa una sostanziale unanimità sulle modalità di valutazione delle aziende<sup>97</sup>. Qualunque sia la metodologia scelta, essa deve rispettare un criterio di razionalità ed affidabilità<sup>98</sup>. Anche i metodi più razionali possono però portare a risultati incerti, poiché essi implicano congetture e stime sugli andamenti futuri del valore dell'azienda; allo stesso modo quelli più affidabili possono essere caratterizzati da scarsa razionalità date le ipotesi teoriche cui s'ispirano<sup>99</sup>.

È fondamentale determinare se la valutazione debba essere condotta dal punto di vista dell'insieme degli operatori di mercato o nell'ottica di un singolo soggetto, sia esso il detentore dell'attività o un potenziale acquirente. Infatti, il valore di un bene varia in base a chi lo possiede o intende acquistarlo. Se si adotta un approccio che considera l'intero mercato, la stima deve essere depurata da qualsiasi elemento specifico legato al singolo soggetto<sup>100</sup>. Al contrario, qualora la valutazione venga effettuata dal punto di vista di un

---

<sup>96</sup> Pivato G.; *Trattato di finanza aziendale*, Il mulino, 1983.

<sup>97</sup> Monforte D.; *Teorie e tecniche della valutazione d'azienda: una ricostruzione in chiave evolutiva*, Vol.2; Morlacchi Editore, 2004.

<sup>98</sup> Zanda G.; Lacchini M., Onesti T.; *La valutazione delle aziende*. Giappichelli, 2001.

<sup>99</sup> Marasca S.; *I principali fattori d'incertezza nella valutazione d'azienda*, 2014.

<sup>100</sup> Balducci D.; *La valutazione dell'azienda*, Edizioni FAG, 2006.

unico soggetto, è necessario includere, nella valutazione, tutti quei fattori soggettivi, come le sinergie o i benefici fiscali, che possono influenzarne il valore, aumentandolo o riducendolo.

Valutare il capitale economico d'impresa significa attribuire un valore all'azienda, che è caratterizzato da astrattezza, poiché non tiene conto della natura delle parti, degli interessi in gioco e della forza contrattuale che i soggetti coinvolti nella negoziazione esprimono; e da genericità, poiché il valore risultante dalla valutazione fa sì che esso sia valevole per tutti i potenziali acquirenti in condizioni normali di mercato<sup>101</sup>.

Un aspetto da considerare nel processo di valutazione è l'asimmetria informativa tra venditore ed acquirente. In letteratura è emerso, infatti, come l'asimmetria informativa abbia effetti negativi sul valore dell'impresa target, rispetto ai casi in cui la società è più trasparente. Tale trasparenza garantisce una più corretta valutazione delle sinergie attese e pertanto una maggiore precisione nella determinazione del prezzo<sup>102</sup>. Ciò determina un ulteriore aumento dell'aleatorietà del valore dell'azienda derivante dal processo di valutazione.

Il prezzo di contrattazione, infatti, raramente coincide col valore teorico di valutazione. Dalla quantificazione del valore alla determinazione del prezzo intervengono importanti fattori come le situazioni personali, gli interessi economici delle parti, le preferenze, l'utilità prospettica, la forza negoziale, l'abilità commerciale e le modalità e capacità di conseguire il pagamento. Per tutte queste ragioni, il prezzo pagato nelle transazioni

---

<sup>101</sup> *Ibidem*.

<sup>102</sup> Erickson M. et al.; *The change in information uncertainty and acquirer wealth losses*, Review of Accounting Studies, 2012.

effettive può risultare anche significativamente diverso dal valore determinato con l'applicazione delle differenti metodologie valutative<sup>103</sup>.

### 3.2 Discounted Cash Flow – DCF

Il Discounted Cash Flow è uno dei metodi più utilizzati per la valutazione aziendale, basato sulla capacità di generare flussi di cassa futuri, attualizzati ad un tasso che riflette il rischio dell'investimento. Nel corso degli anni, questo metodo di valutazione ha acquisito maggiore centralità per via della possibilità di utilizzarlo in contesti economici diversificati. Il metodo può avere due diverse prospettive<sup>104</sup>:

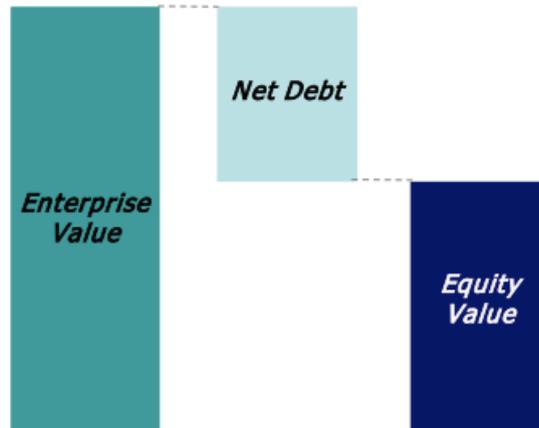
- Equity Side: tale metodologia mira a stimare il valore del capitale netto dell'azienda (equity value) considerando il Free Cash Flow to Equity (FCFE), ovvero i flussi di cassa disponibili per gli azionisti.
- Asset Side: tale metodologia mira a stimare il valore complessivo dell'impresa (enterprise value) considerando il Free Cash Flow (FCF), ovvero i flussi di cassa disponibili per l'impresa volti a pagare tutti gli investitori, azionisti e detentori del debito.

---

<sup>103</sup> Balducci D.; *La valutazione dell'azienda*, Edizioni FAG, 2006.

<sup>104</sup> Berk J.B., DeMarzo P.M.; *Corporate Finance*, Pearson Education, Ed. Italiana, 2011.

Figura 8 – Asset Side vs Equity Side



Fonte: Berk J.B., DeMarzo P.M.; *Corporate Finance*, 2011.

Nel metodo dei DCF viene utilizzato anche il Terminal Value (TV), ovvero il valore attualizzato dei flussi di cassa per il periodo di vita dell'azienda successivo a quello considerato nell'orizzonte temporale del business plan di riferimento: esso assume un peso rilevante nella determinazione del valore aziendale.

<b>REDDITO NETTO</b>
+/- VARIAZIONI DEL CAPITALE CIRCOLANTE NETTO
+ AMMORTAMENTO
- SPESE IN CONTO CAPITALE
<b>FCF – Free Cash Flow</b>
- INTERESSI
+ FLUSSO NETTO DEL DEBITO
<b>FCFE – Free Cash Flow to Equity</b>

### 3.2.1. Metodo del WACC – Asset Side

Il modello di valutazione aziendale basato sui flussi di cassa scontati è utilizzato per stimare il valore della società in base ai flussi di cassa futuri che l'azienda sarà in grado di generare. Il processo prevede che inizialmente si faccia una previsione dei flussi futuri in un orizzonte di tempo tipicamente compreso tra i 5 e i 10 anni. In questo modello si utilizza il Free Cash Flow (FCF) disponibile per l'impresa poiché si andrà a calcolare l'Enterprise Value. Si stima, quindi, il valore residuo dell'azienda oltre il periodo di stima (Terminal Value) e viene poi individuato il tasso di sconto WACC – Weighted Average Cost of Capital – per l'attualizzazione dei flussi di cassa.

Tabella 1 – Metodo del DCF con WACC caso esemplificativo

	2020	2021	2022	2023	2024
AZIENDA TAR.					
WACC	10%				
g	8%				
CASH FLOW	FCF	$FCF \cdot (1+g)$	$FCF \cdot (1+g)^2$	$FCF \cdot (1+g)^3$	$FCF \cdot (1+g)^4$
ATTUALIZZ.	$FCF / (1+rW)$	$FCF_{T2} / (1+rW)^2$	$FCF_{T3} / (1+rW)^3$	$FCF_{T4} / (1+rW)^4$	$FCF_{T5} / (1+rW)^5$

TERMINAL VALUE		$FCF_{T6} / (rW-g) / (1+rW)^5$
ENTERPRISE VALUE	$\sum FCF + TV$	
PFN	20	
EQUITY	EV-PFN	
PREZZO	EQUITY / N° AZIONI	

Fonte: Rappresentazione propria

Si considerano tutti i flussi di cassa disponibili fino all'ultimo anno, e si stimano quelli degli anni successivi utilizzando il tasso di crescita  $g$ ; i flussi di cassa vengono poi

attualizzati al tasso di sconto che riflette il rischio dell'azienda. Dopo il periodo di previsione, si stima, appunto, il Terminal Value con il metodo della crescita perpetua.

Il Terminal Value viene anch'esso attualizzato e sommato a tutti i flussi di cassa precedentemente calcolati ottenendo così l'Enterprise Value da cui si sottrae la posizione finanziaria netta per ottenere l'Equity Value. Per ottenere la stima del prezzo delle azioni si procede con la divisione dell'Equity per il numero di azioni in circolazione.

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+r)^t} + \frac{TV}{(1+r)^t}$$

Il modello DCF, attualizzando i flussi di cassa con il WACC, ci può fornire una valutazione attendibile per le aziende consolidate, ma, essendo soggetta a diverse ipotesi, un'errata stima può compromettere significativamente i risultati della valutazione. È, dunque, fondamentale considerare attentamente tutti i fattori rilevanti prima di utilizzare questo metodo di valutazione. In particolare, il tasso di sconto è un elemento chiave e può essere definito come il tasso di rendimento richiesto dall'investitore per sopportare un particolare livello di rischio<sup>105</sup>.

Nell'ottica Asset Side si utilizza, appunto, il costo medio ponderato del capitale, composto da due driver principali, il costo del capitale proprio e il costo del capitale di debito, pesati in base alla struttura finanziaria scelta dall'azienda. Il WACC si calcola con la seguente formula<sup>106</sup>:

---

<sup>105</sup> Berk J.B., DeMarzo P.M.; *Corporate Finance*, Pearson Education, Ed. Italiana, 2011.

<sup>106</sup> Berk J.B., DeMarzo P.M.; *Corporate Finance*, Pearson Education, Ed. Italiana, 2011.

$$WACC = \left( \frac{E}{V} \times Re \right) + \left( \frac{D}{V} \times Rd \times (1 - Tc) \right)$$

Dove  $E$  sta ad indicare il valore dell'Equity dell'azienda,  $D$  il debito della compagnia e  $V$  la somma di  $E$  e  $D$ ; mentre  $rE$  indica il costo del capitale proprio e  $rD$  il costo del debito,  $Tc$  indica la tassazione. La corretta definizione del tasso di sconto richiede analisi accurate delle variabili finanziarie e dei fattori di rischio legati agli investimenti e ai contesti di mercato.

### 3.2.2 Metodo del Flow to Equity – FTE – Equity Side

In alcuni casi, per calcolare il valore dell'azienda utilizzando i flussi di cassa si fa riferimento ai flussi di cassa scontati per gli azionisti: si parla, in questi casi, del metodo FTE (Flow to Equity). I flussi di cassa per gli azionisti (FCFE) sono i flussi di cassa che spettano agli azionisti al netto di tutti i pagamenti effettuati e ricevuti dai detentori del capitale di debito.

$$FCFE = FCF - (1 - \tau) * \text{Interessi} + \text{flusso netto del debito}$$

I flussi sono, di conseguenza, attualizzati con il costo del capitale proprio ( $rE$ ) che rappresenta il rendimento minimo richiesto dagli investitori, dato dalla somma tra rendimento privo di rischio e premio per il rischio moltiplicato per il *coefficiente beta* che misura il rischio sistematico non eliminabile dall'impresa.

$$rE = rf + \beta (rm - rf)$$

Dove  $(rm-rf)$  sta ad indicare il market risk premium che rappresenta il rendimento maggiore ottenuto nel lungo termine da attività diverse da quelle prive di rischio.

In questa metodologia si arriva direttamente all'Equity Value, aggiungendo il Terminal Value ai flussi di cassa attualizzati. Dividendo sempre per il numero di azioni in circolazione si può stimare il prezzo per azione. Tale metodo può essere più trasparente per discutere i benefici di un progetto per gli azionisti, enfatizzando l'impatto del progetto sul capitale proprio, ma occorre calcolare la capacità di debito del progetto per determinare gli interessi e la variazione del debito nei diversi anni.

### 3.3 Dividend Discount Model – DDM

Il Dividend Discount Model è una delle alternative per la valutazione delle aziende basato sui dividendi futuri dell'azienda stessa. L'assunzione di fondo di questo modello è che il valore sia determinato principalmente dai flussi di cassa che essa genera sotto forma di dividendi. Il modello è adatto, però, in particolare per quelle aziende che distribuiscono regolarmente dividendi ai propri azionisti. Inoltre, è importante ricordare come i dividendi ed il prezzo delle azioni indicati non sono certi ma sono valori basati sulle aspettative dell'investitore al momento in cui egli acquista un'azione<sup>107</sup>.

L'approccio più utilizzato è il modello di valutazione a crescita costante che assume che i dividendi futuri crescano ad un tasso costante nel tempo; in questo caso si utilizza la formula:

---

<sup>107</sup> Berk J.B., DeMarzo P.M.; *Corporate Finance*, Pearson Education, Ed. Italiana, 2011.

$$P = Div / (r-g)$$

dove  $P$  rappresenta il prezzo attuale dell'azione stimato,  $Div$  è il prezzo atteso per il successivo anno,  $r$  indica il tasso di rendimento a cui si scontano i dividendi (si usa in questo caso il costo del capitale proprio  $r_E$ ) ed infine  $g$  sta ad indicare il tasso di crescita dei dividendi a lungo termine.

Nel caso del Dividend Discount Model si utilizza l' $r_E$ , ovvero il costo del capitale proprio, che è il rendimento atteso per altri investimenti disponibili sul mercato con rischio equivalente<sup>108</sup>. Il modello viene utilizzato per calcolare il valore dell'azione, e di conseguenza il valore dell'azienda, in un orizzonte temporale  $N$ . La formula, utilizzata è:

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

Essa può essere applicata sia a un investitore a  $N$  anni che riceverà dividendi per  $N$  anni e poi venderà l'azione, sia a una serie di investitori che detengono l'azione per periodi più brevi e poi la rivendono. Nella formula del DDM si sostituisce il prezzo finale dell'azione con il valore che il successivo detentore dell'azione sarebbe disposto a pagare.

---

<sup>108</sup> *Ibidem.*

Tabella 2 – Metodo del DDM caso esemplificativo

	2020	2021	2022	2023	2024
AZIENDA TAR.					
g	9%				
rE	11,5%				
DIV PER SHARE	DIV	DIV * (1+g)	DIV * (1+g)^2	DIV * (1+g)^3	DIV * (1+g)^4
ATTUALIZZ.	DIV / (1+rE)	DIV <sub>2</sub> / (1+rE)^2	DIV <sub>3</sub> / (1+rE)^3	DIV <sub>4</sub> / (1+rE)^4	DIV <sub>5</sub> / (1+rE)^5

TERMINAL VALUE		DIV <sub>6</sub> / (rW-g) / (1+rW)^5
EQUITY VALUE	Σ DIV + TV	
PREZZO	EQUITY / N° AZIONI	

Fonte: Rappresentazione propria

Il DDM si basa su alcune ipotesi chiave ovvero l'assunzione di crescita costante nel tempo e che il tasso  $rE$  sia superiore al tasso di crescita dei dividendi. Dunque, queste ipotesi possono limitare l'applicabilità del modello in alcune situazioni, in particolare per quelle aziende che abbiano flussi di cassa volatili o siano in rapida crescita. Il modello di valutazione basato sui dividendi resta in ogni caso utile strumento di valutazione per aziende con flussi di cassa stabili e distribuzioni di dividendi prevedibili.

### 3.3.1 Total payout model

In alcuni casi le aziende investono parte dei loro profitti per il riacquisto di azioni proprie; tale operazione ha però conseguenze sul metodo del dividend discount model: infatti, più l'azienda usa la sua liquidità per riacquisire le sue azioni e meno ne ha a disposizione per

pagare dividendi. Allo stesso tempo, riacquistando azioni, l'azienda riduce il numero di azioni presenti sul mercato e ciò aumenta l'utile ed il dividendo per azione<sup>109</sup>.

In questo caso, il valore dell'azienda può essere calcolato considerando il riacquisto delle azioni:

$$P = VA \text{ (totale futuri dividendi e riacquisti) / azioni in circolazione}$$

Il total payout model considera tutte le azioni dell'impresa e non la singola azione: si scontano, pertanto, sia i dividendi totali che i riacquisti di azioni e si usa un tasso di crescita degli utili totali.

### 3.4 Il metodo dei multipli

Un ulteriore metodo di valutazione d'azienda è il metodo dei multipli, in cui invece di stimare direttamente il valore dei flussi di cassa, si stima il valore dell'azienda basandosi sul valore di aziende comparabili. L'utilizzo di tale metodologia ha assunto un ruolo sempre più rilevante nel campo della valutazione d'azienda, in particolare a causa di alcuni fattori<sup>110</sup>, tra i quali troviamo:

- Forte rialzo dei prezzi di borsa, che ha comportato un ampio divario tra market value e book value.

---

<sup>109</sup> Berk J.B., DeMarzo P.M.; *Corporate Finance*, Pearson Education, Ed. Italiana, 2011.

<sup>110</sup> Guatri L., Bini M.; *I moltiplicatori nella valutazione delle aziende*, Università Bocconi, 2002.

- Maggiore importanza e consapevolezza del peso assunto dai beni intangibili, per lo più non iscritti nei bilanci delle imprese.
- Le metodologie analitiche basate su proiezioni future, molto estese nel tempo, le quali presentano stime incerte e difficili che richiedono grande impegno di analisi e risorse.
- Vantaggio informativo, riconosciuto al metodo dei multipli, soprattutto nei casi in cui sia molto difficile elaborare stime ragionevoli.
- Ampio sviluppo dei mercati finanziari con accesso ai listini di Borsa di un numero crescente di società di medie e piccole dimensioni.

Il modello si basa sull'assunto che sussistano uguaglianza fra rischiosità, crescita e capacità di generare i flussi di cassa da parte delle aziende comparabili e quella oggetto della valutazione. Nella realtà non esistono, naturalmente, due società identiche: anche se esse appartengono allo stesso settore e si occupano degli stessi prodotti potranno essere simili sotto alcuni aspetti ma diversi per altri. Si utilizzano, per questo, multipli di valutazione, che rappresentano il rapporto del valore aziendale con alcune misure di scala dell'impresa<sup>111</sup>.

I multipli possono essere distinti in Equity Side e Asset Side, tra i primi rientrano i multipli:

- P/E: Price to Earnings ratio che mette in relazione il Prezzo di borsa con l'utile per azione indicando quante volte il valore di mercato moltiplica gli utili aziendali. Tale multiplo può essere influenzato da politiche fiscali o di indebitamento.

---

<sup>111</sup> Berk J.B., DeMarzo P.M.; *Corporate Finance*, Pearson Education, Ed. Italiana, 2011.

- P/BV: Price to Book Value che mette in relazione il prezzo di borsa con il patrimonio netto per ogni azione ed è considerato una misura del rendimento degli azionisti.

Del secondo gruppo, Asset Side, fanno invece parte:

- EV/Vendite: mette in relazione il valore dell'impresa con le vendite generate.
- EV/Cash Flow: mette a confronto il valore dell'impresa con i flussi di cassa.
- EV/EBITDA: mette in relazione l'Enterprise Value con il margine operativo lordo, considerando il reddito al lordo degli ammortamenti e svalutazioni.
- EV/EBIT: mette in relazione il valore dell'impresa con il reddito netto indicando la capacità dell'impresa di generare ricchezza dal suo core business.

È molto comune utilizzare multipli basati sull'enterprise value poiché esso rappresenta il valore totale dell'impresa e non solo il valore del suo capitale proprio. I multipli si possono basare su valori correnti (trailing) o prospettici (forward). Talvolta possono essere utilizzati anche multipli non economici come EV/Clients che, però, non tengono conto della redditività della società.

Tale metodo è piuttosto controverso poiché nonostante alcuni vantaggi come semplicità, ampia utilità, considerazioni generali delle condizioni di mercato e comparabilità presenta anche numerosi svantaggi come mancanza di specificità (si basa su indicatori di mercato generali anziché su flussi di cassa), sensibilità ai cicli di mercato (è un metodo sensibile ai cambiamenti nelle condizioni di mercato come fluttuazioni di prezzo), variabilità dei multipli (i quali possono variare notevolmente tra le aziende anche all'interno dello stesso

settore), rischio di distorsioni (influenzabile da anomalie di mercato)<sup>112</sup>. Il metodo è adatto in particolare per aziende che operano in settori maturi e che abbiano performance stabili.

A livello operativo, il processo prevede di individuare le società attive nel medesimo settore di attività dell'azienda oggetto di valutazione, selezionare un campione ristretto di aziende con cui confrontarsi, considerare, all'interno del campione individuato, le aziende che presentano margini reddituali e indici patrimoniali finanziari in linea con la società, vagliare i comparables, individuando così uno o più multipli idonei per procedere al calcolo della stima.

Tabella 3 – Metodo dei multipli caso esemplificativo – valori espressi in mln

	EV/EBITDA	P/E	EBITDA	RED NET	PFN
AZIENDA TARGET	...	...	7	25	12
COMPARABILE 1	8	3	...	...	...
COMPARABILE 2	10	2,2	...	...	...
COMPARABILE 3	11	2,8	...	...	...
COMPARABILE N	11	2	...	...	...
MEDIA	10	2,5	...	...	...
VAL. EQUITY	(10*7)-12	(2,5*25)	...	...	...
PREZZO	58/N° AZ	62,5/N° AZ	...	...	...

Fonte: Rappresentazione propria

Si procede quindi a calcolare i multipli per tutte le società prese in considerazione e si calcola la media dei singoli multipli. Il valore medio si moltiplica poi per il multiplo di valutazione dell'azienda oggetto di analisi e si sottrae la posizione finanziaria netta, nel

<sup>112</sup> Fidanza B.; *Efficacia nelle valutazioni del metodo dei multipli di mercato. Una verifica empirica sul mercato italiano*, p.13, 2007.

caso dei multipli asset side. Si trova così il valore di mercato Equity che si dividerà per il numero di azioni in circolazione.

### 3.5 Il metodo Economic Added Value – EVA

L'Economic Added Value è un indicatore di valutazione aziendale concepito per misurare l'efficienza del management e dell'azienda. Viene utilizzato come base di calcolo per la stima del valore dell'aziende rientrando tra i metodi di valutazione più innovativi. La formula<sup>113</sup> di questa metodologia di valutazione è la seguente:

$$EVA = (NOPAT - WACC) * capitale\ investito$$

Dove il NOPAT (Net Operating Profit After Taxes) è il reddito operative netto dopo il pagamento delle tasse, il WACC (Weighted Average Cost of Capital) è il costo medio ponderato del capitale e, infine, il capitale investito si calcola come totale attivo netto – passività correnti non finanziarie – TFR e fondi.

L'EVA è un indicatore utile per valutare se un'azienda o un investimento generano valore o, al contrario, assorbono più risorse di quante ne producano. Un'azienda con un Economic Added Value positivo genera valore e, quindi, il rendimento del capitale investito supera il suo costo; al contrario, se il rendimento è inferiore al costo, l'impresa distrugge ricchezza<sup>114</sup>.

---

<sup>113</sup> *Borsa Italiana*

<sup>114</sup> Moiselto A.; *ABC & EVA: Un'integrazione possibile: La valutazione del costo di prodotto nell'ottica della creazione di valore*, Pavia University Press, 2012.

L'EVA è impiegato, appunto, anche per stimare il valore di un'azienda: attualizzando una serie di EVA futuri, si ottiene il Market Value Added che sommato al capitale investito netto fornisce l'Enterprise Value, un parametro chiave per gli investitori istituzionali. È importante però, sottolineare come l'EVA sia più efficace per aziende con capitale tangibile, mentre risulta meno adatto a realtà basate su asset intangibili. Il metodo EVA garantisce una valutazione adeguata del valore creato dalle più profittevoli aree di business<sup>115</sup>.

### 3.6 Il metodo patrimoniale e reddituale

Oltre alle metodologie analizzate nei paragrafi precedenti, possiamo menzionare altre modalità di valutazione: il metodo patrimoniale ed il metodo reddituale.

Il metodo patrimoniale è una tecnica di valutazione aziendale che si basa sulla determinazione del valore del capitale economico di un'impresa attraverso la rivalutazione degli elementi attivi e passivi del patrimonio aziendale ai valori correnti<sup>116</sup>. Il valore dell'azienda indicato da  $V$  corrisponde, quindi, al patrimonio netto rettificato  $K$ , secondo la relazione  $V = K$ <sup>117</sup>.

Questo approccio consente una stima oggettiva e verificabile, poiché si fonda su dati concreti e aggiornati. Una peculiarità di questo metodo è la sua natura analitica, poiché prende in esame ogni componente patrimoniale singolarmente. Ciò garantisce un calcolo accurato, che riflette le condizioni reali del mercato. La valutazione avviene secondo criteri

---

<sup>115</sup> Balducci D.; *La valutazione dell'azienda*, Edizioni FAG, 2006.

<sup>116</sup> Gonnella E.; *Logiche e metodologie di valutazione d'azienda: Valutazioni stand-alone*, Pisa, 2008.

<sup>117</sup> Balducci D.; *La valutazione d'azienda*, Edizioni FAG, 2006.

attuali, basandosi sui prezzi di mercato al momento dell'analisi, e segue il principio del valore di sostituzione: i beni aziendali vengono stimati in base al costo necessario per acquistarli nuovamente o riprodurli, mentre le passività sono rivalutate in funzione della loro possibile rinegoziazione.

I principali vantaggi di questa metodologia, come evidenziato in letteratura, risiedono nella sua trasparenza e nel riferimento a dati tangibili, riducendo il margine di discrezionalità nella stima rispetto ad altri metodi<sup>118</sup>. È particolarmente efficace per aziende con un elevato valore patrimoniale, come quelle operanti nel settore immobiliare o industriale, dove il peso dei beni materiali è significativo.

Il metodo patrimoniale complesso prevede di includere anche le risorse intangibili, ovvero i beni immateriali che compongono le attività dell'azienda, in base alla formula<sup>119</sup>:

$$V = K + I$$

Tuttavia, il metodo presenta delle limitazioni: non tiene conto della capacità di generare reddito dell'impresa, un fattore essenziale per molte aziende; inoltre, non è sempre adatto per realtà in cui gli asset immateriali rappresentano una componente determinante del valore complessivo, come nel caso delle imprese tecnologiche o di servizi. Per questi motivi, il metodo patrimoniale è spesso utilizzato in combinazione con altre tecniche di valutazione, come il metodo reddituale o misto, così da ottenere una stima più completa e rappresentativa della reale posizione economica e finanziaria dell'azienda.

---

<sup>118</sup> Grandis F.G.; *I metodi misti nella valutazione delle aziende. Un'analisi comparativa*, Giappichelli Editore, 1993. Si veda anche Confalonieri M.; *I principi di valutazione degli elementi patrimoniali*, 1984.

<sup>119</sup> Balducci D.; *La valutazione d'azienda*, Edizioni FAG, 2006.

A differenza del metodo patrimoniale, nel caso di quello reddituale l'attenzione è posta sui redditi futuri che l'azienda sarà in grado di produrre dati certi investimenti<sup>120</sup> e che dovranno essere attualizzati.

Il calcolo si basa sulla formula<sup>121</sup>:  $V = R/r$ , dove V rappresenta il valore dell'azienda, R il reddito medio annuo previsto e r il tasso di attualizzazione che va a riflettere il rischio dell'attività. La stima fa riferimento soprattutto ai programmi aziendali, business plan e budget previsionali, oltre che al contesto competitivo.

L'iter del metodo reddituale prevede<sup>122</sup> la valutazione delle attività e delle passività per rettifica dei valori di bilancio espressi a valori correnti, la verifica di eventuali contenziosi, la valutazione del patrimonio netto, la stima del valore patrimoniale corrente e la definizione del valore dell'azienda, indicando il numero di anni futuri cui si intende fare riferimento (solitamente si utilizza una soglia tra i 5 ed i 10 anni).

Questo metodo è particolarmente utilizzato per le aziende con basso valore patrimoniale ma una forte capacità di generare utili, come imprese di servizi o operanti nel settore tecnologico. Il metodo reddituale, però, presenta delle criticità: come prima cosa, se i redditi non sono costanti, la formula precedentemente enunciata non può essere applicata ma si utilizza una formula più complessa che considera i flussi variabili. Inoltre, la stima dei redditi può essere incerta o influenzata da alcune variabili economiche; infine, la scelta

---

<sup>120</sup> Valeri M.; *Il metodo reddituale: Valutazione d'azienda. Tecniche operative di misurazione del valore*, pp.79-116, 2008.

<sup>121</sup> Balducci D.; *La valutazione d'azienda*, Edizioni FAG, 2006.

<sup>122</sup> *Ibidem*.

del tasso di attualizzazione è determinante e può alterare in modo significativo la valutazione.



## CAPITOLO QUARTO – FOCUS SUL CASO UNICREDIT – BANCO

### BPM

#### 4.1 Unicredit

Nel 1998 nasce il gruppo Unicredito Italiano dall'aggregazione tra il Gruppo Credito Italiano, Rolo Banca e Gruppo Unicredito. Nel 1999 inizia la crescita internazionale del gruppo con l'acquisizione di Bank Pekao SA in Polonia, seguita dall'acquisizione delle quote di controllo della croata Splitska Banka, della slovacca Pol'nobanka e della principale banca bulgara Bulbank rendendo UniCredito il terzo gruppo bancario dell'Europa centrale ed orientale<sup>123</sup>.

Nel 2005 avviene la fusione con il gruppo tedesco HVB, dando vita ad una sola, grande banca europea. Nel 2007 i CdA di Unicredito e Capitalia approvarono il progetto di fusione sulla base di un concambio di 1,12 azioni di UniCredito per ogni azione ordinaria di Capitalia<sup>124</sup>. Con la realizzazione di tale operazione si stimarono circa 1,2 miliardi di sinergie lorde nel 2010, di cui il 68% derivanti da riduzione dei costi<sup>125</sup>.

La crisi finanziaria del 2007-2008 colpisce anche Unicredit, che perde in borsa il 29%. Per rispondere alla necessità di rafforzare la liquidità e riallinearsi agli standard mondiali non ricorrendo agli aiuti statali, il 29 settembre 2009 venne approvato un aumento di capitale

---

<sup>123</sup> UNICREDIT, Sito web, La nostra storia, 2025, <https://www.unicreditgroup.eu/it/unicredit-at-a-glance/our-history.html>.

<sup>124</sup> UNICREDIT - CAPITALIA; *Comunicato stampa congiunto sulla fusione*, 2007.

<sup>125</sup> *Ibidem*.

da 4 miliardi di euro. L'offerta in opzione, agli azionisti ordinari e di risparmio, si è conclusa con la sottoscrizione di 4.647.192 azioni ordinarie (pari allo 0,48% del totale delle azioni offerte), mentre le azioni inopiate sono state sottoscritte da Mediobanca<sup>126</sup>.

Tra il 2012 ed il 2017 vengono effettuati altri due aumenti di capitale: il primo da 7,5 miliardi caratterizzato da un forte sconto del 43% sul prezzo che provocò un crollo in borsa del 37% in soli tre giorni. Nel 2017, invece, viene approvato un secondo maxi-aumento di capitale da 13 miliardi: ogni azione venne offerta a 8,08 euro, anche in questo caso con uno sconto del 38% sul prezzo di mercato. In entrambi gli aumenti di capitale, il 99,8% delle azioni sono state sottoscritte dagli azionisti attraverso l'esercizio del diritto di opzione.

Il 27 gennaio 2021, il Consiglio di Amministrazione di UniCredit sceglie Andrea Orcel come nuovo Amministratore Delegato del gruppo, tutt'oggi in carica. Il 25 novembre 2024 lo stesso Orcel, ha comunicato che UniCredit ha lanciato un'OPS da 10,1 miliardi su Banco BPM offrendo 6,657 euro per ogni azione con un premio pari allo 0,5% rispetto al valore di borsa del titolo di Banco BPM del 22 novembre 2024.

Unicredit, conta circa 70 mila dipendenti, di cui circa 32 mila operanti in Italia e serve nel complesso, come banca pan-europea, oltre 15 milioni di clienti. L'impegno di Unicredit nel processo di digitalizzazione e nel rispetto dei criteri ESG sono caratteristiche che permettono al Gruppo di garantire eccellenza a tutta la comunità. In base agli ultimi dati disponibili, UniCredit, in Italia, conta oltre 2.000 filiali organizzate in sette aree

---

<sup>126</sup> UNICREDIT, *Comunicato stampa sui risultati definitivi dell'aumento di capitale*, 2009.

territoriali<sup>127</sup>: Nord-Ovest, Lombardia, Nord-Est, Centro Nord, Centro, Sud, Sicilia. La presenza maggiore sul territorio, in valori assoluti, è in: Emilia-Romagna (300 filiali), Lazio (281), Veneto (279), Lombardia (269), Piemonte (233) e Sicilia (229).

UniCredit è una public company, con 1.557.675.176 azioni controllate in particolare da investitori istituzionali e fondi. Al 3 maggio 2025 l'azionariato si presenta così<sup>128</sup>:

- Capital Research & Management Co.: 5,163%.
- Parvus Asset Management Europe Ltd: 3,28%.
- Norges Bank Investment Management: 3,01%.
- Allianz SpA: 2,977%.

## 4.2 Banco BPM

Banco BPM nasce nel 2016 dalla fusione tra Banco Popolare e BPM (Banca Popolare di Milano). Banco Popolare, a sua volta, era stato costituito nel 2007 dall'unione tra Banca Popolare di Verona e Novara e Banca Popolare Italiana. BPM, invece, ha una storia ben più antica, essendo stata fondata nel 1865. La fusione ha dato vita a un istituto bancario di grande rilievo nel panorama italiano, con una presenza capillare, soprattutto nel Nord Italia, in regioni strategiche come Lombardia, Piemonte e Veneto.

L'operatività ufficiale della nuova banca è iniziata il 1° gennaio 2017<sup>129</sup>, con la trasformazione in società per azioni. Da allora, Banco BPM ha progressivamente consolidato la propria posizione nel mercato, diventando un punto di riferimento per

---

<sup>127</sup> UNICREDIT Sito web; UniCredit in breve.

<sup>128</sup> CONSOB; Area pubblica: azionariato UniCredit, 3 maggio 2025.

<sup>129</sup> BANCO BPM; Sito web: Il gruppo Banco BPM.

famiglie, privati e imprese. Attualmente, il gruppo conta circa 19.000 dipendenti, una clientela di 3,8 milioni di persone e una rete di circa 1.400 sportelli distribuiti sul territorio nazionale<sup>130</sup>. Questi numeri testimoniano la crescita costante dell'istituto, che oggi si colloca tra le principali realtà bancarie del Paese, offrendo un'ampia gamma di servizi finanziari, innovativi e personalizzati, a supporto dell'economia reale.

Figura 9 – Filiali Banco BPM – Distribuzione geografica sul territorio nazionale



Fonte: Banco BPM – 2023 Annual Report

Le banche che hanno dato origine a Banco BPM si sono sempre distinte per una forte vocazione territoriale e un ruolo attivo nel sostegno dell'economia locale. Da sempre impegnate nel supporto alle famiglie, con particolare attenzione alle piccole e medie

<sup>130</sup> BANCO BPM; *Comunicato stampa: Risultati consolidati al 31 marzo 2025.*

imprese, hanno costruito nel tempo un solido rapporto con il tessuto imprenditoriale e sociale, collaborando strettamente con enti e istituzioni locali<sup>131</sup>.

Banco BPM ha ereditato e rafforzato questi valori, mantenendo un forte legame con i territori in cui opera. L'istituto continua a perseguire con determinazione una missione di vicinanza e sostegno alla crescita economica e sociale delle comunità, offrendo soluzioni finanziarie su misura per le esigenze di famiglie, professionisti e aziende. Grazie a una strategia orientata all'innovazione e alla digitalizzazione, Banco BPM si pone come un partner affidabile per lo sviluppo sostenibile e la competitività del sistema produttivo italiano.

Banco BPM conta in totale 1.515.182.126 azioni. Al 3 maggio 2025 la situazione dell'azionariato è la seguente<sup>132</sup>:

- Credit Agricole SA: 19,80%
- Davide Leone & Partners Investment Co. Ltd.: 5,324%
- Norges Bank Investment Management.: 2,997%

#### 4.3 L'operazione di OPS

L'offerta pubblica di scambio è una particolare fattispecie dell'OPA caratterizzata dal fatto che il pagamento dei titoli acquistati avviene mediante la consegna di altri strumenti finanziari. Regolamentata dagli artt. 102-112 del Testo Unico della Finanza<sup>133</sup> (D. Lgs

---

<sup>131</sup> BANCO BPM; *Identità del Gruppo Banco BPM*, Codice etico, 2022.

<sup>132</sup> CONSOB; Area pubblica: azionariato Banco BPM, 3 maggio 2025.

<sup>133</sup> Chiappetta F.U.; *Diritto del Governo Societario: la corporate governance delle società quotate*, Cedam - Scienze giuridiche, 1° ed., 2010.

58/1998) l'OPS prevede che la società offerente proponga pubblicamente agli azionisti di scambiare proprie azioni con altre azioni. Le motivazioni di un'operazione di questo tipo possono essere:

- Espansione della società attraverso acquisizione del controllo della società target.
- Fusione delle due società per incrementare il valore per gli azionisti senza intaccare la liquidità societaria.

Fortemente innovata è la disciplina delle regole anti-difesa concepita per favorire la contendibilità delle società per azioni quotate<sup>134</sup>. Essa, organizzata intorno alla passivity rule (che impone agli organi amministrativi della società bersaglio, di astenersi dall'adozione di misure difensive che possano ostacolare l'offerta, salvo autorizzazione dall'assemblea degli azionisti) e alla breakthrough rule (limita l'efficacia di alcune clausole statutarie o patti parasociali che impedirebbero il successo dell'operazione) ha subito nel corso degli anni diverse e sostanziali modifiche normative; in particolare, con il decreto legge 185/2008 che ha reso opzionale l'applicazione delle due regole.

Come già anticipato nel paragrafo introduttivo su UniCredit. Alla fine di novembre dello scorso anno la seconda banca italiana per capitalizzazione ha lanciato un'Offerta Pubblica di Scambio nei confronti degli azionisti di Banco BPM, offrendo a quest'ultimi 6,657 euro per ogni azione in circolazione (pari a 1.515.182.126<sup>135</sup>). Se andasse in porto l'operazione posta in essere da Andrea Orcel per la fusione tra UniCredit e Banco BPM, il gruppo bancario risultante conterebbe su un totale di circa 97 mila dipendenti servendo più di 19 milioni di clienti. In Italia, il numero totale di sportelli sarebbe superiore a 4750 con poche

---

<sup>134</sup> Dentamaro A.; *Offerta pubblica di acquisto e scambio* in *Rivista del Diritto Commerciale e del Diritto generale delle Obbligazioni*, pp.1081-1118, 2010.

<sup>135</sup> Gruppo Banca BPM; *Titolo, azionariato, dividendi*, 2025.

sovrapposizioni territoriali data la forte complementarità delle due banche. La decisione di Orcel, di annunciare un'Offerta su Banco BPM, si colloca all'interno di una visione strategica più ampia: infatti, il CEO di Unicredit aveva precedentemente sottoscritto strumenti finanziari sulle azioni di Commerzbank, una delle principali banche tedesche, per poi poter raggiungere una posizione complessiva del 29,9%, grazie all'approvazione della BCE e dell'Antitrust tedesco<sup>136</sup>. Il doppio colpo, renderebbe Unicredit la prima banca pan-europea per dimensione, modificando le gerarchie della finanza europea.

Ma il risiko messo in atto da UniCredit non si esaurisce a queste due mosse: la banca meneghina, infatti, gioca anche un'altra partita in Generali, società di assicurazioni italiane tra le prime per fatturato, dove, ad oggi, UniCredit detiene almeno il 5,2% delle quote<sup>137</sup>. Nell'ambito di tale operazione, sempre definita come puro investimento finanziario e non strategico, UniCredit dovrà schierarsi per il rinnovo dei vertici di Generali tra Mediobanca ed il Gruppo Caltagirone; inoltre, l'interesse di UniCredit verso la compagnia di assicurazioni potrebbe assumere maggiore rilevanza qualora l'operazione con Banco BPM non si concretizzasse.

La notizia dell'OPS ha generato conseguenze positive in borsa, soprattutto per gli azionisti di Banco BPM; infatti, il valore in borsa prima dell'annuncio – al 22 novembre 2024 – era di 6,64 euro per azione, dopo una sola settimana il titolo era cresciuto fino a 7,20 euro, e dopo due settimane, il 6 dicembre, ha raggiunto 7,51 euro con una crescita del 13,10%.

---

<sup>136</sup> IL SOLE 24 ORE; Unicredit: antitrust tedesco, via libera ad acquisizione 29,99% di Commerzbank; 14 Aprile 2025.

<sup>137</sup> MILANO FINANZA; *UniCredit, la quota in Generali e le possibili future alleanze con il Leone di Trieste*, 11 Marzo 2025.

Il titolo di UniCredit è in un primo momento calato da 38,09 euro per azione a 36,28 con la riapertura dei mercati il lunedì successivo all'annuncio, ma già dopo sole due settimane il titolo è tornato a crescere fino a 39,21 euro per azione. Al 6 marzo 2025 si osserva una forte crescita del titolo UniCredit dal momento dell'annuncio, poiché il valore risulta pari a 54,85 euro per azione con una crescita del 44%.

Figura 10 - Valore in borsa delle azioni di Banco BPM

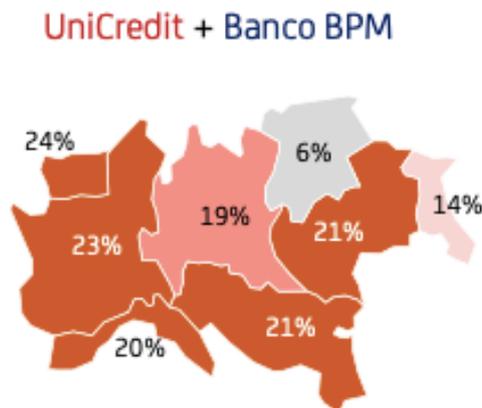


Fonte: Borsa Italiana

La fusione tra le due banche andrebbe a creare un gruppo bancario primo per capitalizzazione in Italia, superando Intesa Sanpaolo, con una forte presenza soprattutto nel Nord Italia. Il gruppo avrebbe un market share superiore al 20%, in termini di sportelli, in Piemonte, Valle d'Aosta, Liguria, Veneto, Emilia-Romagna. In particolare, la crescita della presenza territoriale si dovrebbe alla forte complementarità tra le due banche: infatti, ad esempio, UniCredit ha una maggiore presenza in Piemonte, Emilia-Romagna (14%) e Veneto (13%) mentre Banco BPM ha una posizione più consolidata in Lombardia (13%) e Liguria (12%)<sup>138</sup>.

<sup>138</sup> UNICREDIT; *Presentazione di mercato: A European champion empowering Italy to progress*, 2024.

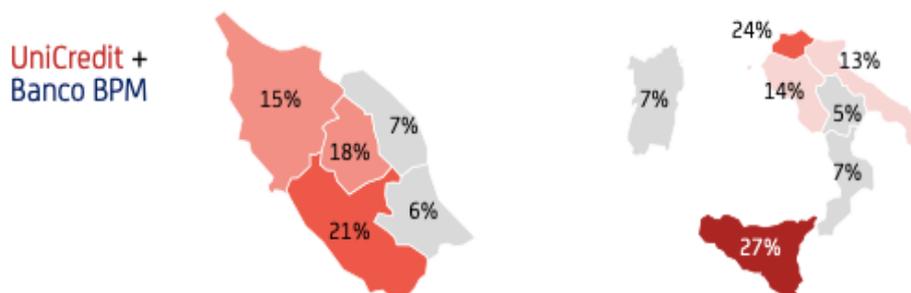
Figura 11 - % Market share Nord sportelli Unicredit + Banco BPM



Fonte: Unicredit + Banco BPM – A European champion empowering Italy to progress

La situazione nel Centro-sud vedrebbe il gruppo bancario essere leader in particolare, nel Lazio, Molise e Sicilia dove la presenza di UniCredit è molto più forte rispetto a Banco BPM, a differenza del Nord Italia dove, invece, le due realtà sono entrambe più presenti.

Figura 12 - % Market share Centro-sud sportelli Unicredit + Banco BPM

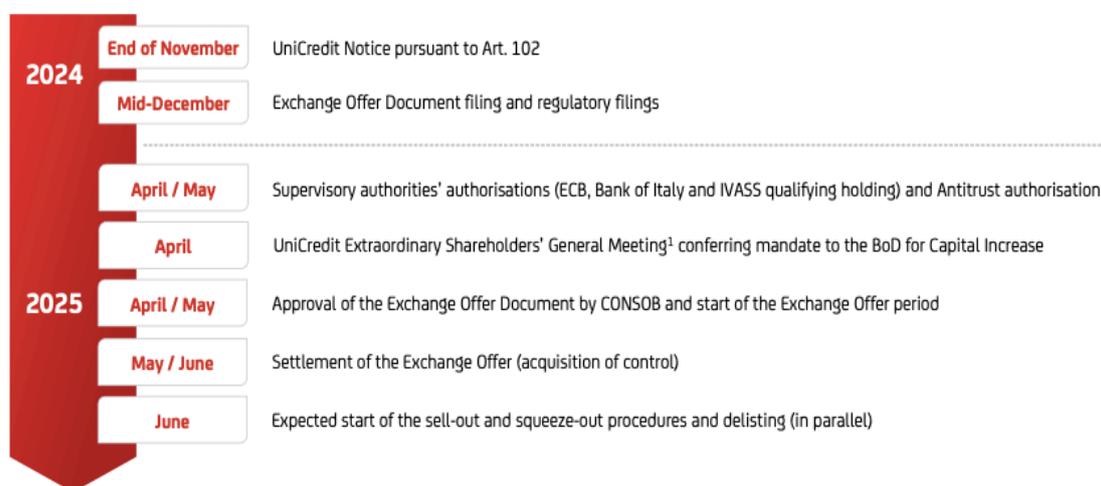


Fonte: Unicredit + Banco BPM – A European champion empowering Italy to progress

L'annuncio dell'operazione non è stato accolto in modo favorevole da Giuseppe Castagna, CEO di Banco BPM, e dal consiglio d'amministrazione: l'operazione, infatti, è stata definita ostile dai vertici stessi della banca milanese. Il valore proposto da UniCredit è stato

ritenuto troppo basso e la strategia definita poco chiara. Per rafforzare la sua posizione, rendendo di conseguenza meno allettante l'offerta di UniCredit, Banco BPM ha annunciato un'offerta migliorata per l'OPA su Anima Holding, da 6,2 a 7 euro per azione per un controvalore totale superiore ad 1 miliardo. Un'eventuale acquisizione complicherebbe l'inseguimento da parte di Banco BPM ad Anima Holding poiché la strategia della banca probabilmente cambierebbe.

Figura 13 – Timeline operazione Unicredit – Banco BPM



Fonte: Unicredit + Banco BPM – A European champion empowering Italy to progress

L'assemblea ordinaria degli azionisti inizialmente prevista per aprile, chiamata a votare, oltre che, per l'approvazione del bilancio d'esercizio del 2024 anche per l'aumento del capitale utile alla realizzazione dell'OPS, è stata anticipata al 27 marzo 2025. Proprio in questa data l'assemblea ha approvato con voto favorevole del 99,88% degli azionisti l'aumento di capitale funzionale all'offerta su Banco BPM oltre all'aumento del compenso dell'Amministratore Delegato Andrea Orcel da 9,95 a 13,2 milioni di euro annui. Il quale non ha comunque escluso un eventuale passo indietro nell'operazione in caso di mancato

riconoscimento del beneficio patrimoniale nel Danish Compromise<sup>139</sup> nell'ambito dell'acquisizione di Anima da parte di Banco BPM.

Proprio il Danish Compromise, rischia di essere la norma che determina una conclusione negativa per entrambe le operazioni. Introdotta nel 2012 rappresenta uno degli strumenti chiave per la crescita e l'espansione delle banche diventando un fattore determinante nelle operazioni di fusione ed acquisizione. La misura permetterebbe alle banche che possiedono partecipazioni azionarie in compagnie assicurative di beneficiare di un trattamento più favorevole sotto il profilo patrimoniale: in questo modo si cerca di incentivare la creazione di conglomerati finanziari, consentendo alle banche di espandersi senza compromettere la loro solidità patrimoniale. In particolare, gli istituti di credito in questione hanno la possibilità di dedurre dal loro capitale il valore dell'avviamento derivante dall'acquisizione di una società, rendendo così queste acquisizioni meno costose e più attraenti, con un ritorno sugli investimenti potenzialmente molto più elevato rispetto alle operazioni bancarie tradizionali.

La Banca Centrale Europea si è espressa intorno alla metà di aprile con parere negativo sull'applicazione del Danish Compromise anche sulla prevista acquisizione da parte del colosso bancario francese BNP Paribas del gestore patrimoniale di AXA Investment Manager al fine di garantire parità di trattamento per tutto il settore.

Tra la documentazione fornita da UniCredit, nella nota integrativa alla relazione illustrativa, emerge come l'operazione avrebbe un impatto sul coefficiente patrimoniale

---

<sup>139</sup> Il nome deriva dal fatto che tale norma è stata introdotta sotto la presidenza di turno danese dell'Unione Europea.

CET1<sup>140</sup> della società bidder fino ad un massimo di 150 punti base. Tale indicatore è utile per valutare e quantificare la solidità di una banca (la BCE ha stabilito come per tutti gli istituti italiani il CET1 non possa essere inferiore al 10,5%).

La realizzazione di questa operazione permetterebbe di ridurre la frammentazione del sistema bancario italiano rispetto ad altri paesi europei: infatti, nel nostro paese operano numerosi istituti con origini territoriali e molte fusioni non si sono concretizzate a causa degli ostacoli posti dai regolatori del mercato o dalla governance interna. Un sistema meno frammentato garantirebbe la nascita di pochi grandi gruppi che potrebbero ottimizzare costi e migliorare la loro redditività riducendo anche l'esposizione al rischio di crisi territoriali oltre ad un incremento della competitività in un contesto sempre più globalizzato.

Inoltre; recentemente si starebbe concretizzando un'altra operazione di alto profilo che andrebbe a cambiare il panorama del sistema bancario italiano. BPER Banca ha annunciato un'OPS da 4,3 miliardi su Banca Popolare di Sondrio<sup>141</sup>, per dar vita ad un gruppo solido sul mercato stimando circa 290 milioni in sinergie derivanti dalla conclusione dell'operazione.

#### 4.3.1 Il ruolo delle istituzioni

Il Ministro dell'Economia e delle Finanze, Giancarlo Giorgetti, ha sottolineato come l'offerta pubblica di scambio di UniCredit su Banco BPM fosse stata comunicata poco

---

<sup>140</sup> Common Tier Equity 1 Ratio ovvero il rapporto tra il capitale primario ed il complesso delle attività di rischio ponderate.

<sup>141</sup> LA STAMPA; BPER lancia OPS su Popolare Sondrio da 4,3 miliardi. Papa: creiamo un leader; 18 Aprile 2025.

prima dell'approvazione da parte del Consiglio d'Amministrazione e soprattutto non concordata con il Governo Meloni. In un primo momento, è stato ipotizzato l'utilizzo del Golden Power<sup>142</sup>, che permetterebbe al Governo di bloccare o apporre particolari condizioni a specifiche operazioni finanziarie qualora l'interesse nazionale lo richiedesse. Recentemente, lo stesso Giorgetti, ha tuttavia escluso l'uso del Golden Power in forma ostativa, lasciando aperta la possibilità di porre condizioni vincolanti, affermando come la legge in vigore<sup>143</sup> sia sufficiente a monitorare e gestire fusioni ed acquisizioni nel settore bancario. Infatti, l'obiettivo del Governo è orientato a garantire che il sistema del credito resti funzionale all'economia reale al fine di preservare la capacità delle banche di supportare la crescita delle piccole e medie imprese.

Dopo la pre-notifica di dicembre e la notifica di febbraio, il comitato golden power ha avviato l'istruttoria, della durata di 45 giorni, al termine della quale una bocciatura, appare improbabile. Nonostante questo, il Governo sta studiando precisi paletti sui livelli occupazionali e sulla rete commerciale<sup>144</sup>. Il 3 marzo, si è tenuta a Palazzo Chigi la prima riunione tecnica del coordinamento sull'operazione utile a dare avvio alla procedura.

Oltre al comitato sul golden power dovranno esprimersi BCE, Ivass, Consob ed Antitrust Europeo. Il vertice di UniCredit fiducioso sull'esito positivo di queste procedure ha anticipato l'assemblea degli azionisti, per l'OPS, dal 10 aprile al 27 marzo<sup>145</sup>. Dall'ordine del giorno, emerge come l'assemblea dovrà votare sull'attribuzione dei poteri al CdA per realizzare l'aumento di capitale, ai sensi dell'art. 2443 cc, per un numero massimo di

---

<sup>142</sup> Decreto-legge n.21 del 15 marzo 2012.

<sup>143</sup> Decreto legislativo 58/98 – Legge Draghi.

<sup>144</sup> Gualtieri L.; Milano Finanza; *Unicredit-Banco BPM, con il golden power il governo studia paletti per l'OPS*, 25 febbraio 2025.

<sup>145</sup> UNICREDIT, *Integrazione e rettifica dell'avviso di convocazione*; 24 febbraio 2025.

278.000.000 di azioni ordinarie da liberare come offerta pubblica di scambio volontaria avente oggetto la totalità delle azioni ordinarie di Banco BPM S.p.A<sup>146</sup>.

Dopo l'approvazione da parte della Consob, ultima approvazione mancante, sono state individuate due date: una d'inizio, il 28 aprile e una di fine, il 23 giugno per l'adesione al progetto di fusione. Relativamente alla fase di adesione dell'offerta pubblica di scambio, ai sensi dell'Art. 102, comma 4.bis del Testo Unico della Finanza, l'offerente ha l'obbligo di fornire informazioni complete e veritiere sugli strumenti finanziari offerti.

Gli intermediari incaricati della raccolta delle adesioni sono oltre a UniCredit, anche Equita, MpS, Bnp Paribas, BPER Banca e Cassa di Risparmio di Bolzano. In concomitanza con il pronunciamento della Consob è arrivato il via libera della BCE alla possibilità per Credit Agricole, già principale azionista di BPM, di salire fino al 19,8% delle quote assumendo quindi un ruolo sempre più da protagonista nella partita.

#### 4.4 Le sinergie

Unicredit ha stimato un totale di 1.2 miliardi di sinergie ottenibili dalla fusione, suddivise in: 900 milioni di risparmi sui costi, grazie all'efficientamento delle strutture operative e della riduzione delle spese amministrative, e 300 milioni di aumenti dei ricavi, che deriverebbero soprattutto da una gamma più ampia di prodotti e servizi finanziari. Sia le sinergie di costo che di ricavo si manifesterebbero per il 50% nel corso del 2026 per poi essere pienamente realizzate entro il 2027.

---

<sup>146</sup> *Ibidem.*

L'obiettivo di UniCredit è quello di raggiungere il 66,67% del capitale di Banco BPM per procedere con la fusione. In uno scenario alternativo in cui la fusione non si concretizzasse ma UniCredit dovesse comunque superare la maggioranza delle azioni di Banco BPM si stima che si realizzerebbero l'85% delle sinergie di costo e di ricavo per un valore complessivo superiore al miliardo di euro.

Dal punto di vista delle sinergie di costo, nell'ambito dell'efficientamento del personale, nonostante le rassicurazioni fornite dal CEO Orcel appare inevitabile la chiusura di filiali sovrapposte in particolare nelle aree del Nord Italia che potrebbe portare al licenziamento o prepensionamento di un elevato numero di dipendenti anche al fine di eliminare duplicazioni dei ruoli dirigenziali ed amministrativi. L'unificazione delle piattaforme digitali e dei sistemi informatici porterebbero a risparmi sulla gestione, gli aggiornamenti e la manutenzione. Notevoli riduzioni di costo si genererebbero dall'integrazione delle spese di marketing e pubblicità.

Dal punto di vista di Banco BPM, nella persona di Giuseppe Castagna, è stata evidenziata la preoccupazione sulle sinergie di costo stimate dall'offerente, pari ad un terzo della base costi della banca target, che potrebbe quantificarsi in tagli al personale di oltre 6 mila unità. Inoltre, alcuni dei principali investitori, tra cui la Fondazione Cassa di Risparmio di Lucca, hanno sottolineato la loro contrarietà all'operazione<sup>147</sup>, prediligendo una crescita autonoma con una forte vicinanza alle piccole e medie imprese senza diventare oggetto di operazioni che non tengono conto del valore espresso dalla banca nel prossimo futuro.

---

<sup>147</sup> REUTERS; *Banco BPM investors holding 6,51% stake oppose UniCredit bid.*

## 4.5 il calcolo del valore aziendale di Banco BPM

La valutazione delle banche presenta caratteristiche peculiari rispetto a quella delle imprese industriali, principalmente a causa del ruolo centrale del debito<sup>148</sup>. A differenza delle aziende non finanziarie, le banche impiegano il debito come strumento operativo, trasformandolo in prodotti finanziari con diverse scadenze e livelli di rischio, generando margini di profitto attraverso il differenziale tra il rendimento degli attivi e il costo delle passività. Tale modello di business comporta un elevato livello di leva finanziaria, determinando un impatto significativo sulla redditività del capitale proprio<sup>149</sup>. Inoltre, le autorità di regolamentazione impongono requisiti patrimoniali minimi, rendendo il debito la principale fonte di finanziamento delle banche, mentre il capitale proprio assume il ruolo di assorbire le eventuali perdite. Un eccesso di capitale oltre i livelli regolamentari può risultare inefficiente, in quanto potrebbe non essere impiegato in attività redditizie o strategie di crescita.

Una delle principali difficoltà nella valutazione delle banche è la distinzione tra debito operativo e finanziario. Poiché, nelle banche, la gestione finanziaria è parte integrante di quella operativa risulta complesso determinare con precisione la natura dei costi legati al debito. Questa criticità incide anche sulla determinazione del Weighted Average Cost of Capital (WACC), poiché trattare l'intera esposizione debitoria come finanziaria potrebbe portare a una sottostima del costo medio del capitale. Inoltre, nel contesto bancario, non è sempre possibile applicare le metodologie tradizionali di valutazione basate sull'enterprise

---

<sup>148</sup> Beltrame F., Previtali D.; *Valuing Banks: A New Corporate Finance Approach, Macmillan studies in banking and financial Institutions*, 2016.

<sup>149</sup> Massari M., Zanetti L.; *Valutazione: Fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziari, McGraw-Hill*, 2008.

value, in quanto il debito stesso contribuisce alla creazione di valore e non può essere semplicemente sottratto dal valore complessivo dell'istituto.

Le banche generano valore non solo attraverso gli attivi, ma anche tramite le proprie passività, grazie alla capacità di raccogliere fondi a costi inferiori rispetto ad altri strumenti di finanziamento. La differenza tra il tasso interbancario e il costo dei depositi, nota come mark-down, costituisce un'importante fonte di redditività. Tale caratteristica del settore bancario implica che, per una valutazione accurata, sia necessario adottare metodologie alternative che considerino il ruolo strategico del debito nella generazione del valore, superando i limiti dei modelli di valutazione tradizionali.

Come sottolineato nei paragrafi precedenti, per UniCredit, Banco BPM può avere un valore maggiore rispetto a quello che avrebbe per un altro potenziale acquirente, proprio per via delle numerose sinergie di costi e di ricavi che si genererebbero. Ma, nonostante questo, il valore dell'azienda risultante dai modelli di valutazione deve essere obiettivo<sup>150</sup>, non influenzato da fattori esogeni di mercato e circostanze esterne instabili. Si parla di un valore relativo che deve essere poi ponderato in funzione del valore soggettivo che risente dei vantaggi conseguibili con la combinazione delle parti in gioco.

---

<sup>150</sup> Balducci D.; *La valutazione dell'azienda*, Edizioni FAG, 2006.

Figura 14 - Valore in borsa delle azioni di Banco BPM



Fonte: Borsa Italiana

In questo elaborato, per la valutazione del prezzo delle azioni di Banco BPM sono stati utilizzati due metodi di valutazione: il metodo dei multipli ed il metodo dei dividendi (DDM). Si è optato per queste analisi, a seguito di un'accurata analisi della letteratura<sup>151</sup> e delle caratteristiche delle istituzioni finanziarie. Nel caso di valutazioni equity-side risulta preferibile utilizzare i dividendi poiché le banche seguono una politica di distribuzione dei dividendi piuttosto stabile nel tempo, ed esplicitata agli investitori, mentre i flussi di cassa risultano molto altalenanti e complessi da stimare<sup>152</sup>. Per le banche, la previsione dei flussi di cassa è complessa soprattutto poiché esse operano principalmente attraverso l'intermediazione finanziaria caratterizzata da una moltitudine di transazioni finanziarie quotidiane. Nella prassi si evidenzia, infatti, il prevalente utilizzo del Dividend Discount Model<sup>153</sup>.

<sup>151</sup> Franceschi L.; *La valutazione delle banche: Analisi e prassi operativa*; Hoepli Editore, 2012; *Si veda anche* Balducci D.; *La valutazione dell'azienda*, Edizioni FAG, 2006; Pivato G.; *Trattato di finanza aziendale*, Il mulino, 1983.

<sup>152</sup> Franceschi L.; *La valutazione delle banche: Analisi e prassi operativa*; Hoepli Editore, 2012.

<sup>153</sup> *Ibidem*.

#### 4.5.1 Calcolo con metodo dei multipli

In questa prima applicazione, attraverso il metodo dei multipli, si procederà alla stima del prezzo azionario equo, non considerando solo i dati dell'azienda oggetto dell'analisi, ma focalizzandoci su aziende che possiamo definire comparabili rispetto a Banco BPM. Consultando il terminale Bloomberg è stato possibile individuare le società considerate, per determinate circostanze, comparabili rispetto con Banco BPM. Le società comparabili sono state selezionate mediante la funzione "Relative Valuation" (RV) del terminale Bloomberg, partendo dal ticker di Banco BPM (BAMI IM). Il sistema ha proposto un elenco di società attive nello stesso settore bancario, operanti prevalentemente in Italia o in ambito europeo, con caratteristiche comparabili in termini di dimensione, struttura del bilancio e modello operativo. La selezione finale è stata ulteriormente raffinata sulla base della disponibilità e omogeneità dei dati finanziari necessari per l'applicazione del metodo dei multipli. Le società prese in considerazione risultano quindi essere:

Tabella 4 – Società comparabili di Banco BPM

<b>COMPARABLES</b>	<b>DESCRIZIONE</b>
UNICREDIT S.P.A.	Gruppo bancario internazionale con sede in Italia, secondo per capitalizzazione.
INTESA SANPAOLO S.P.A.	Maggior gruppo italiano per capitalizzazione, nato nel 2007 dalla fusione tra Banca Intesa e Sanpaolo IMI.
BANCA POPOLARE DI SONDRIO S.P.A.	Storica banca italiana, fondata nel 1871, ampliando progressivamente la sua presenza in Italia e all'estero. Diviene una società per azioni nel 2021.

BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA S.P.A.	La più antica banca al mondo ancora in attività, fondata nel 1472 a Siena, nonostante varie crisi è fortemente radicata sul territorio italiano.
BANCA MEDIOLANUM S.P.A.	Istituto fondato nel 1982, opera anche nel settore assicurativo. Sesto gruppo per capitalizzazione.
CREDITO EMILIANO S.P.A.	Credem è stato fondato nel 1910 a Reggio Emilia e ad oggi, ha una capitalizzazione superiore ai quattro miliardi.
FINECO BANK S.P.A.	Quinto Gruppo per capitalizzazione, Fineco è stata fondata nel 1999 ed è tra le principali banche digitali europee.

Fonte: Rappresentazione propria

Per la valutazione, sono stati individuati due multipli Asset Side: [Enterprise Value / Earnings Before Interests & Taxation] ed [Enterprise Value / Revenue] e due multipli Equity Side: [Price / Earnings] e [Price / Book Value].

Per i multipli Asset Side dal terminale di Bloomberg sono stati individuati tutti i valori (al 31/12/2024) utili per la valutazione, elencati di seguito:

Tabella 5 – Valutazione Banco BPM – Metodo dei comparabili – Asset Side

	<b>EV</b> (MLD)	<b>EBIT</b> (MLD)	<b>REVENUE</b> (MLD)	<b>EV/EBIT</b>	<b>EV/REVENUE</b>
UNICREDIT	228,10	13,67	47,05	16,69	4,85
INTESA SANPAOLO	93,68	13,72	27,06	6,83	3,46
POPOLARE DI SONDRIO	12,89	0,80	2,81	16,05	4,59
BANCA MPS	15,56	0,68	4,03	22,88	3,86
MEDIOLANUM	11,15	1,44	3,73	7,76	2,99

CREDITO EMILIANO	10,21	0,90	3,22	11,31	3,17
FINECO BANK	11,10	0,94	1,52	11,85	7,31
<b>MEDIA</b>				13,34	4,32

Fonte: Rappresentazione propria

Nel caso del multiplo Enterprise Value to EBIT la media delle comparabili è stata moltiplicata per l'EBIT della target (1,83 MLD<sup>154</sup>); al risultato è stato, di seguito, sottratto il valore della posizione finanziaria netta (14,88 MLD<sup>155</sup>). Il valore risultante è stato successivamente per il numero di azioni in circolazione, ovvero 1.515.182.126<sup>156</sup>, ottenendo un risultato di **6,24** euro.

Allo stesso modo, la media del multiplo Enterprise Value to Revenue è stata moltiplicata per le revenue di Banco BPM (6,07 MLD<sup>157</sup>); al risultato è stata sottratta la PFN, ed in seguito, il valore risultante è stato, come negli altri casi, diviso per il numero delle azioni in circolazione ottenendo come risultato **6,01** euro.

Tabella 6 – Valutazione Banco BPM – Metodo dei comparabili – Equity Side

	<b>P/E</b>	<b>P/BV</b>
UNICREDIT	9,20	1,47
INTESA SANPAOLO	9,34	1,54
POPOLARE DI SONDRIO	8,11	1,27
BANCA MPS	6,99	0,84
MEDIOLANUM	10,95	2,69
CREDITO EMILIANO	6,68	1,04
FINECO BANK	19,45	4,77

<sup>154</sup> Bloomberg; Banco BPM – Income Statement.

<sup>155</sup> La differenza tra la somma di liquidità e crediti finanziari ed i debiti finanziari.

<sup>156</sup> Gruppo Banca BPM; Titolo, azionariato, dividendi, 2025.

<sup>157</sup> Bloomberg; Banco BPM.

<b>MEDIA</b>	<b>10,10</b>	<b>1,94</b>

Fonte: Rappresentazione propria

In questo caso, per il Price to Earnings, che esprime quante volte l'utile di una società è contenuto nel valore che il mercato assegna alle sue azioni, la media delle comparabili è stata moltiplicata per il reddito netto di Banco BPM ( $1,92 \text{ MLD}^{158}$ ). Il risultato è stato diviso per il numero di azioni in circolazione: ciò ha restituito un valore equo pari a **12,80** euro.

Allo stesso modo, per il multiplo Price to Book Value, che confronta il valore di mercato con il valore contabile, la media delle comparabili è stata moltiplicata per il valore contabile ( $14,60 \text{ MLD}^{159}$ ), ovvero la differenza tra le attività e le passività. Il risultato è stato, di seguito, diviso per il numero delle azioni in circolazione restituendo come risultato **18,76** euro.

Dunque, dalla valutazione attraverso la metodologia dei multipli, considerando che, come indicato dal capitolo precedente, la stima è più realistica se utilizza più modelli, si procede con una media tra i quattro multipli utilizzati. Emerge, quindi, che il valore equo medio stimato per azione, risultante dai quattro multipli, è pari a 10,95 €, con un intervallo tra 6,01 € e 18,76 €.

<sup>158</sup> Bloomberg; *Banco BPM – Income Statement*.

<sup>159</sup> Bloomberg; *Banco BPM – Balance Sheet*.

Tabella 7 – Valutazione Banco BPM – Metodo dei comparabili

	<b>P/E</b>	<b>P/BV</b>	<b>EV/EBIT</b>	<b>EV/REVENUE</b>	
<b>BANCO BPM</b>	12,80 €	18,76 €	6,24 €	6,01 €	
Media					10,95 €
Minimo					6,01 €
Massimo					18,76 €

Fonte: Rappresentazione propria

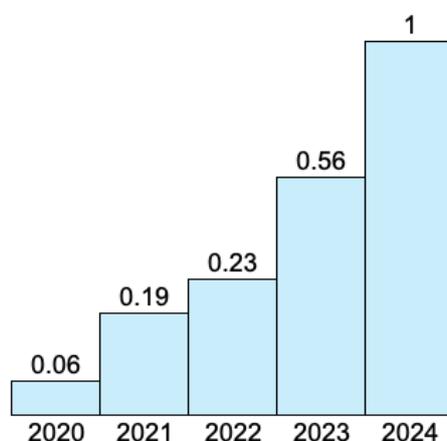
#### 4.5.2 Calcolo con metodo DDM

Nell'applicazione di tale modello si arriva ad una stima del prezzo di una singola azione dell'azienda target andando a scontare, al valore attuale, tutti i futuri dividendi che l'azienda pagherà agli azionisti. Il Dividend Discount Model (DDM) si fonda sull'ipotesi che il valore di un'azione risieda nella capacità dell'impresa di generare flussi di cassa sotto forma di dividendi distribuiti nel tempo, i quali rappresentano una delle forme più dirette di remunerazione del capitale proprio investito. Il modello risulta particolarmente indicato per società che presentano una politica di distribuzione dei dividendi stabile e prevedibile.

Considerando gli aspetti teorici analizzati nel capitolo precedente, di seguito viene presentata l'applicazione del DDM alla realtà di Banco BPM, con l'obiettivo di stimare il valore intrinseco delle sue azioni. Banco BPM, nata dalla fusione tra Banco Popolare e Banca Popolare di Milano e divenuta operativa nel 2017, ha avviato la distribuzione di dividendi a partire dal 2020. Da quell'anno, la società ha intrapreso un percorso di progressiva crescita nella remunerazione degli azionisti, segnando un incremento costante del dividendo per azione. Tale politica riflette sia il miglioramento della redditività

operativa sia la crescente solidità patrimoniale raggiunta negli ultimi anni. Nel 2024, il dividend yield ha raggiunto il 12,34%, un valore significativo che risulta perfettamente in linea con quello registrato dai principali competitor del settore bancario europeo, evidenziando la capacità di Banco BPM di generare ritorni competitivi per i propri azionisti.

Figura 15 – Dividendi per azione (€) 2020-2024 Banco BPM



Fonte: Banco BPM; Titolo, azionariato, dividendi - Rappresentazione propria

Partendo da questi dati, l'obiettivo di questa metodologia è cercare di capire come evolverà la distribuzione dei dividendi negli anni successivi. Per realizzare la stima del valore di Banco BPM attraverso questa metodologia è necessario utilizzare il tasso di crescita  $g$  e il costo del capitale proprio  $r_E$ . Questi dati sono stati ottenuti tramite la piattaforma Bloomberg, che calcola tali parametri sulla base di modelli proprietari, integrando analisi storiche, previsioni degli analisti, dati di mercato e indicatori macroeconomici. In particolare, il tasso di crescita stimato riflette le attese medie del mercato circa l'evoluzione dei dividendi futuri, mentre il costo del capitale proprio è ricavato mediante il CAPM (Capital Asset Pricing Model), aggiornato in tempo reale secondo le condizioni di mercato e i beta stimati della singola società. L'adozione di questi valori consente di ancorare il

modello valutativo a stime realistiche e coerenti con le aspettative degli operatori finanziari. In particolare, il tasso di crescita  $g$  risulta pari a 2,83%, mentre il costo del capitale proprio  $rE$ , risulta pari a 12,05%<sup>160</sup>.

Relativamente ai dividendi per il 2025, 2026 e 2027 sono stati utilizzati le stime fornite dalla società stessa mentre per il 2028 è stato stimato un dividendo pari a 0,90 euro per azione in base al tasso di crescita citato precedentemente. I dividendi sono stati attualizzati utilizzando la formula:

$$Div_t / (1+rE)^t$$

Tabella 8.1 – Valutazione Banco BPM – Dividend Discounted Model

		<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>2028</b>
<i>Dividendo</i>		1,00 €	1,20 €	0,87 €	0,88 €	0,90 €
<i>g</i>	2,83%					
<i>rE</i>	12,05%					
<i>Div. Att.</i>		0,89 €	0,96 €	0,62 €	0,56 €	0,51 €

Fonte: Rappresentazione propria

Deve poi essere calcolato il Terminal Value, ovvero il valore attuale di tutti i dividendi futuri scontati al tasso  $rE$  per il periodo successivo ai cinque anni già considerati. Di seguito viene indicato il calcolo del valore:

<sup>160</sup> Bloomberg; Banco BPM – Cost of Equity.

Tabella 8.2 – Valutazione Banco BPM – Dividend Discounted Model

					<b>ATTUAL.</b>
<i>Terminal Value</i>	$0,90 * (1+g)$	0,93 €	$0,93 / (rE-g)$	10,09 €	5,71 €

Fonte: Rappresentazione propria

Il valore del Terminal Value è poi sommato agli altri dividendi attualizzati, restituendoci direttamente la stima del prezzo per azione ovvero **9,25** euro.

#### 4.5.3 Analisi di sensibilità

L'analisi di sensibilità è uno strumento utile nell'ambito della valutazione aziendale. Essa scompone il calcolo del prezzo per azione nelle sue componenti e nelle ipotesi assunte nella loro stima mostrando le variazioni del prezzo per azione al variare di queste ipotesi. Tale analisi permette di esplorare gli effetti, nella determinazione del prezzo, degli errori nella stima delle sue determinanti. In questo elaborato è stata sviluppata un'analisi di sensibilità nell'ambito dell'applicazione del Dividend Discount Model, realizzando quindi delle stime pessimistiche ed ottimistiche nella variazione del costo del capitale proprio e del tasso di crescita dei dividendi.

Tabella 9 - Analisi di sensibilità del prezzo stimato con Dividend Discounted Model

9,25 €	Cost of Equity							
		10.55%	11.05%	11.55%	<b>12.05%</b>	12.55%	13.05%	13.55%
<b>Tasso di crescita g</b>	1.33%	9,69 €	9,21 €	8,77 €	8,38 €	8,02 €	7,69 €	7,39 €
	1.83%	10,07 €	9,54 €	9,07 €	8,64 €	8,25 €	7,90 €	7,58 €
	2.33%	10,49 €	9,91 €	9,39 €	8,93 €	8,51 €	8,13 €	7,79 €
	<b>2.83%</b>	10,97 €	10,33 €	9,76 €	9,25 €	8,80 €	8,39 €	8,01 €
	3.33%	11,51 €	10,79 €	10,17 €	9,61 €	9,11 €	8,66 €	8,26 €
	3.83%	12,14 €	11,33 €	10,63 €	10,01 €	9,46 €	8,97 €	8,53 €
	4.33%	12,86 €	11,94 €	11,15 €	10,46 €	9,85 €	9,32 €	8,84 €

Fonte – rappresentazione propria

L'analisi di sensibilità condotta evidenzia che, in tutte le combinazioni delle due variabili considerate – cost of equity e tasso di crescita – il valore dell'asset rimane costantemente superiore al prezzo offerto da UniCredit. Questo risultato, dunque, suggerisce che anche in scenari più prudentziali o sfavorevoli al calcolo del valore equo delle azioni di Banco BPM, l'offerta non riflette pienamente il potenziale dell'asset.

L'esercizio di sensibilità conferma quindi le conclusioni precedenti: in nessuno degli scenari simulati il valore scende al di sotto del prezzo 6,657 euro per azione proposto agli azionisti di Banco BPM indicando che l'offerta presenta un significativo sconto rispetto alle stime di fair value.

#### 4.6 Analisi finanziaria di Banco BPM e Comparazione con casi precedenti

Per concludere questo elaborato, si è analizzato empiricamente un analogo caso – già evidenziato nei capitoli precedenti – quello di UBI Banca ed Intesa Sanpaolo – per

paragonare le due target e verificare se il premio offerto da parte di UniCredit nei confronti degli azionisti di Banco BPM sia o meno congruo rispetto ad alcuni aspetti finanziari evidenziabili dal bilancio.

Nella sua proposta iniziale, Intesa Sanpaolo aveva valutato UBI Banca 4,86 miliardi di euro, a fronte di una capitalizzazione di mercato, al 14 febbraio 2020, pari a 3,45 miliardi di euro. Dall'analisi del bilancio consolidato di UBI al 31 dicembre 2019, emergeva un patrimonio netto di 9,55 miliardi di euro, con un rapporto prezzo/valore contabile (P/BV) pari a 0,36. Questi dati evidenziano come l'operazione di fusione risultasse vantaggiosa per entrambe le parti: per gli azionisti di UBI, che avrebbero venduto a un prezzo superiore rispetto al valore di mercato; e per quelli di Intesa Sanpaolo, che avrebbero acquisito una banca con un patrimonio netto significativamente superiore al prezzo pagato. Relativamente al caso oggetto di questa tesi, anche Banco BPM presenta un patrimonio netto più alto (14,6 miliardi) rispetto a quella che è l'offerta (10,1 miliardi). Sotto questo punto di vista, in entrambi i casi la valutazione e l'offerta è inferiore al patrimonio netto.

Altro aspetto da considerare riguarda alcuni indicatori, ovvero strumenti di analisi che si ricavano dai valori contabili e che valutano la gestione aziendale e la stabilità dell'istituto bancario. Tra questi sono stati utilizzati:

Il Margine d'interesse netto, lo Spread ed il Return on Assets che rappresentano indicatori che vengono comunemente utilizzati per valutare le performance e la redditività di una banca. Il primo può essere calcolato con la seguente formula:

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

Il secondo, come segue:

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

Il Return on Assets, invece:

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

Generalmente, un alto valore del MIN e dello Spread indicano un'elevata remuneratività della banca, in quanto indicano che l'istituto di credito è in grado di raccogliere risorse a un tasso di interesse inferiore rispetto a quello che viene corrisposto alle attività acquisite. Tra gli altri indicatori utilizzati, troviamo: Il cost income ratio che, invece, esprime la capacità della banca di coprire i costi operativi, producendo fatturato. Questo indicatore permette di comprendere quanto efficientemente è gestita la banca e può essere calcolato come:

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

Infine, un ulteriore indicatore che definisce la stabilità delle banche è il Common Equity Tier 1 che si calcola come:

$$\text{CET1: Capitale primario} / \text{Risk Weighted Assets}$$

Per Banco BPM questi indicatori risultano essere:

- **MIN:**  $3,440 \text{ mld} / 225,48 \text{ mld} = 0,0152$
- **Spread:**  $(4,30 \text{ mld} / 225,48 \text{ mld}) - (0,716 \text{ mld} / 135,9 \text{ mld}) = 0,019 - 0,005 = 0,014$
- **ROA:**  $1,92 \text{ mld} / 225,48 \text{ mld} = 0,0085$
- **Cost income ratio:**  $2,655 \text{ mld} / 5,703 \text{ mld} = 0,4655$
- **CET1 ratio:** 13 - 13,5%<sup>161</sup>

Per il margine d'interesse netto, il valore è in linea con la media europea (1,66%), lo spread è positivo permettendo alla banca di mantenere una redditività sostenibile senza compromettere la competitività ed infine, il cost income ratio è pari al 46,55%, in linea con i principali player italiani, Intesa e UniCredit stesso. Il CET1 ratio è compreso nell'area 13 – 13,5%, nettamente superiore al minimo normativo di Basilea III, e che rende Banco BPM una banca solida e ben patrimonializzata.

Possiamo confrontare questi dati con quelli di UBI alla fine del 2019 – ovvero al momento della proposta di fusione posta in essere da Intesa – che risultano essere:

- **MIN:**  $1,725 \text{ mld} / 126,5 \text{ mld} = 0,0136$
- **Spread:**  $(2,18 \text{ mld} / 126,5 \text{ mld}) - (0,377 \text{ mld} / 113,8 \text{ mld}) = 0,017 - 0,003 = 0,014$
- **ROA:**  $0,251 \text{ mld} / 126,5 \text{ mld} = 0,0019$
- **Cost income ratio:**  $2,368 \text{ mld} / 3,637 \text{ mld} = 65,1\%$
- **CET1 ratio:** 12,29%<sup>162</sup>

---

<sup>161</sup> BANCO BPM: Nota inergativa alla relazione illustrativa assemblea ordinaria; 28 febbraio 2025.

<sup>162</sup> UBI BANCA; Relazioni e Bilanci; 31 dicembre 2019.

Come si può osservare, il Margine d'Interesse Netto (MIN) di UBI Banca è leggermente inferiore (0,0136) rispetto a quello di Banco BPM (0,0152), indicando una gestione meno redditizia del portafoglio di prestiti e investimenti di UBI. Analogamente, il CET1 ratio di UBI Banca (12,29%) è inferiore rispetto a Banco BPM (13,5%), suggerendo che la banca di UBI ha una posizione patrimoniale meno solida. Il ROA di UBI (0,19%) è anch'esso più basso rispetto a Banco BPM (0,8%), confermando una redditività inferiore. Lo Spread, invece è identico (0,014) per entrambe le banche, mentre il Cost Income Ratio di UBI (65,1%) è superiore rispetto a quello di Banco BPM (46,55%), indicando una minore efficienza nella gestione dei costi di UBI.

Passando al prezzo offerto per l'acquisto delle azioni, Intesa Sanpaolo aveva proposto un premio significativo del 28% rispetto al prezzo di mercato per le azioni di UBI Banca. In confronto, UniCredit ha offerto un concambio di 0,175 nuove azioni per ogni azione di Banco BPM, con un premio dello 0,5% rispetto al prezzo di chiusura del 22 novembre 2024 e del 14,8% rispetto al prezzo del 6 novembre 2024, prima dell'annuncio dell'OPA su Anima Holding. Tuttavia, Banco BPM ha contestato la validità di questi premi, sostenendo che il prezzo del 6 novembre non rifletteva accuratamente il valore dell'azienda, in quanto non considerava le recenti acquisizioni e i risultati trimestrali positivi. Inoltre, al momento dell'annuncio dell'offerta, il prezzo di mercato delle azioni di Banco BPM era superiore al valore implicito dell'offerta, suggerendo che il mercato non vedeva l'offerta di UniCredit come sufficientemente vantaggiosa.

Intesa Sanpaolo, al contrario, ha offerto un premio più alto per incentivare l'adesione degli azionisti di UBI, dimostrando una strategia più generosa. UniCredit, invece, ha presentato

un'offerta con un premio limitato, che non ha convinto né il mercato né il management di Banco BPM, portando al rifiuto dell'offerta.

L'analisi degli indicatori finanziari e la comparazione con gli stessi indicatori per il caso UBI – Intesa Sanpaolo evidenzia che il prezzo proposto da UniCredit non riflette il vero valore di Banco BPM, soprattutto se lo si osserva in relazione al premio offerto agli azionisti di UBI, la cui banca presentava, ai tempi dell'offerta, degli indicatori in linea, se non in taluni casi peggiori rispetto a Banco BPM. Per tali ragioni, le opposizioni all'offerta pubblica di scambio dai principali rappresentanti della governance di Banco BPM appaiono, ancora una volta, giustificate.



## CONCLUSIONI

L'obiettivo di questo elaborato è stato quello di effettuare un'analisi della potenziale fusione tra due delle principali banche italiane: UniCredit e Banco BPM. Determinando in conclusione il fair value della società target comparandolo con l'offerta posta in essere da UniCredit.

In particolare, a seguito del primo capitolo introduttivo sul tema delle operazioni di M&A, le implicazioni degli stakeholders, il finanziamento e le diverse fasi di tali operazioni; il secondo capitolo sul sistema bancario italiano ed i principali casi di fusione che hanno interessato il contesto italiano, l'attenzione è stata posta sugli aspetti teorici delle diverse metodologie di valutazione. Infatti; nel terzo capitolo sono stati analizzati il metodo dei multipli, il metodo dei dividendi, dei flussi di cassa scontati, oltre a metodologie meno conosciute quali il metodo dell'Economic Added Value ed i metodi patrimoniali e reddituali. Per arrivare poi all'ultimo capitolo in cui alcune di queste metodologie sono state applicate al caso pratico della fusione UniCredit – Banco BPM.

Come evidenziato, già dall'introduzione, il caso oggetto di questa tesi si è inserito all'interno di un complesso risiko in cui si incrociavano gli interessi di alcuni dei principali player del settore bancario italiano: Assicurazioni Generali, Monte Paschi di Siena, Banca Popolare di Sondrio, BPER Banca, Mediobanca oltre ovviamente alle coinvolte UniCredit, impegnata anche nella scalata a Commerzbank e Banco BPM impegnata nell'acquisizione di Anima Holding.

UniCredit il 25 novembre 2024 ha lanciato un'OPS da 10,1 miliardi sulle azioni di Banco BPM; offrendo 6,657 euro per ogni azione, con un premio pari allo 0,5% rispetto al valore di borsa del titolo di Banco BPM del 22 novembre 2024. La scelta dell'OPS rispetto all'OPA può essere quindi interpretata come un riconoscimento nei confronti dell'importanza degli azionisti di Banco BPM e la volontà di UniCredit di inserirli nel proprio azionariato al fine di rafforzare i rapporti con i loro clienti sul territorio.

L'opzione dell'Offerta Pubblica di Scambio consente a UniCredit di tutelare la propria dotazione di liquidità, evitando un'immediata fuoriuscita di risorse finanziarie e salvaguardando così la propria capacità di intervento in eventuali iniziative strategiche future. Tale scelta appare particolarmente opportuna in un contesto macroeconomico segnato da marcata volatilità e da un progressivo irrigidimento del quadro regolamentare in materia di requisiti patrimoniali. Il mantenimento di un adeguato capitale di riserva conferisce al gruppo una maggiore resilienza agli shock esogeni e una più elevata reattività nell'intercettare occasioni di espansione. Contestualmente, l'operazione si inserisce all'interno di un disegno più ampio di razionalizzazione e consolidamento del sistema bancario europeo, attraverso il quale UniCredit ambisce a rafforzare il proprio posizionamento competitivo. L'aggregazione con Banco BPM condurrebbe alla costituzione di un'entità bancaria di dimensioni superiori, maggiormente strutturata per affrontare le sfide imposte dalla digitalizzazione, dalla sostenibilità e dalla crescente complessità normativa, migliorando così efficienza operativa e redditività.

Per determinare il fair value sono state utilizzati due metodi di valutazione: Il metodo dei comparables e il Dividend Discount Model. Nel primo dei due casi, sono stati individuate sette comparabili (UniCredit, Intesa Sanpaolo, Monte Paschi di Siena, Banca Popolare di

Sondrio, Fineco Bank, Credito Emiliano e Banca Mediolanum) e quattro multipli: rispettivamente due asset side e due equity side. Da tale analisi è emerso un valore equo medio stimato per azione, risultante dai quattro multipli, pari a 10,95 €, con un intervallo tra 6,01 € e 18,76 €.

Per quanto riguarda il secondo metodo, quello dei dividendi scontati l'analisi ha restituito un prezzo equo di 9,25 euro. In questo caso è stata realizzata un'analisi di sensibilità che ha evidenziato come, in tutte le combinazioni delle due variabili considerate – cost of equity e tasso di crescita – il valore dell'asset rimane costantemente superiore al prezzo offerto da UniCredit.

Il risultato di queste valutazioni, è in linea con quanto più volte affermato dal CdA di Piazza Meda, ovvero una sottovalutazione del valore delle azioni. A supporto di questa tesi è stata realizzata anche un'analisi delle variabili finanziarie di Banco BPM ed una comparazione delle stesse con quelle di UBI Banca – al 2020 – nel momento della realizzazione dell'operazioni di fusione promossa da Intesa Sanpaolo. Gli indicatori analizzati sono stati il margine d'interesse netto, il cost of income, lo spread, il return on asset, ed il common tier equity 1. Dall'analisi condotta emerge come la situazione finanziaria di Banco BPM risulti pienamente comparabile, se non in alcuni aspetti persino più solida, rispetto a quella di UBI Banca. A tale riguardo, risulta particolarmente rilevante il confronto con l'offerta formulata da Intesa Sanpaolo per UBI nel 2020, che prevedeva un premio pari al 28% rispetto al prezzo di mercato, a fronte del modesto 0,5% riconosciuto agli azionisti di Banco BPM da parte di UniCredit.

Il percorso di questo elaborato si è concluso prima del termine ultimo stabilito per il periodo di adesione degli azionisti di Banco BPM all'offerta di UniCredit, ovvero il 23 giugno 2025. Ma già osservando gli ultimi dati disponibili, in data 8 maggio 2025 il totale delle richieste di adesione si attesta a quota 168.084<sup>163</sup>, pari ad un modesto 0,011093% delle azioni oggetto dell'offerta.

---

<sup>163</sup> BORSA ITALIANA; Notizie e formazione; 8 maggio 2025.



## BIBLIOGRAFIA

ANDERSON H., HAVILA V., NILSSON F.; *Mergers and acquisitions: The critical role of stakeholders*; Routledge, 2012.

ALEXANDRIDIS G., et al.; *How have M&A's changed? Evidence from the sixth merger wave* in *The European Journal of Finance*, 2012.

BALDUCCI D.; *La valutazione dell'azienda*, Edizioni FAG, 2006.

BARNEY J.; *Firm resources and sustained competitive advantage* in *Journal of management*, pp. 99-120, 1991

BASEL COMMITTEE on Banking supervision; *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, Bank for international settlements, 2011.

BELLUCCI A., GUCCIARDI B.; *Introduzione alla special issue: Piccole e medie imprese e accesso a forme alternative di finanziamento*, 2021.

BELTRAME F., PREVITALI D.; *Valuing Banks: A New Corporate Finance Approach*, *Macmillan studies in banking and financial Institutions*, 2016.

BERK J.B., DEMARZO P.M.; *Corporate Finance*, Pearson Education, Ed. Italiana, 2011.

BERK J., DEMARZO P., HARDFORD J., FORD G. et al; *Fundamentals of corporate finance*, Pearson Higher Education AU, 2013.

BETTON S., ECKBO B.E., THORBURN K.S.; *Corporate takeovers* in *Handbook of empirical corporate finance*, pp.291-429, 2008.

BILLET M.T. et al.; *Are overconfident CEO's born or made? Evidence of self-attribution bias from frequent acquirers* in Management Science, 2008.

BINI SMAGHI L.; *Consolidamento bancario, innovazione e accesso al credito*, Comitato esecutivo BCE, 2007.

BLACK B.S.; *The first international merger wave (and the fifth and last US wave)*; U. Miami L. Rev.; 54/1999.

BOWER J.L.; *Not all M&A are alike: and that matters*. Merger and Acquisition: A critical reader, pp. 93-101, 2001.

BRUNER R.F.; *Applied mergers and acquisitions*, John Wiley & Sons, 2004.

CALIPHA R., TARBA S., BROCK D.; *Mergers and acquisitions: A review of phases, motives and success factors* in Advances in mergers and acquisitions, 1-24, 2010.

CALIPHA R., BROCK D.; *The pre M&A stage: understanding the phases and success factors*; Journal of Intercultural Management and Ethics, 13-34, 2019.

CAPASSO A.; *Economia e finanza delle acquisizioni aziendali*; Cedam, 1990.

CARDIA C.G.; *Profili giuridici della privatizzazione*, Il Sole 24 ore libri, 1994.

CHIAPPETTA F.U.; *Diritto del Governo Societario: la corporate governance delle società quotate*, Cedam -Scienze giuridiche, 1° ed., 2010.

CLOUGHERTY J.A., DUSO T.; *Using rival effects to identify synergies and improve merger typologies* in Strategic Organization, 2011.

COMANA M.; *La concentrazione del Sistema bancario italiano: un'analisi e qualche interrogativo* in non solo diritto bancario, 2021.

CONFALONIERI M.; *I principi di valutazione degli elementi patrimoniali*, 1984.

CORDEIRO M.; *The seventh M&A wave*, Camaya Partners Report, 2014.

COSTI R.; *La legge bancaria del 1936 in Banca Impresa Società*, pp. 349-364, 31/2012.

DAMODARAN A.; *Finanza aziendale*, Apogeo Editore, 2006.

DAMODARAN A.; *Valutazione delle aziende*, Maggioli Editore, 2014.

DE BRUYN R., FERRI G.; *Le ragioni delle banche popolari: motivi teorici ed evidenze empiriche*, Disefin, 2005.

DENTAMARO A.; *Offerta pubblica di acquisto e scambio in Rivista del Diritto Commerciale e del Diritto generale delle Obbligazioni*, pp.1081-1118, 2010.

DEPAMPHILIS D.; *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities: An integrated approach to process, tools, cases, and solution*, Academic Press, 2019.

DONALDSON G.; *Corporate Debt Capacity: A study of Corporate Debt Policy and the determination of Corporate Debt Capacity*, Harvard Graduate School of Business Administration, 1961.

ERICKSON M. et al.; *The change in information uncertainty and acquirer wealth losses*, Review of Accounting Studies, 2012.

FAZIO A.; *Il sistema bancario italiano: Concorrenza, efficienza, sviluppo*; Intervento del Governatore dell'Assemblea Ordinaria dell'Associazione Bancaria Italiana, Roma, 23 giugno 1999.

FERRETTI R.; *Fusioni ed acquisizioni nel processo di ristrutturazione del sistema bancario italiano* in Laboratorio di politica industriale, pp. 63-76, 1988.

FOCARELLI D., PANETTA F.; *Are mergers beneficial to consumers? Evidence from the Italian market for bank deposit*, in *The American economic review*, 2003.

FIDANZA B.; *Efficacia nelle valutazioni del metodo dei multipli di mercato. Una verifica empirica sul mercato italiano*, p.13, 2007.

FONTANA F., BOCCARDELLI P.; *Corporate Strategy: una prospettiva organizzativa e finanziaria per la crescita*, Hoepli, 2015.

FRANCESCHI L.; *La valutazione delle banche: Analisi e prassi operativa*; Hoepli Editore, 2012.

GAUGHAN P.A.; *Mergers: what can go wrong and how to prevent it*; John Wiley & Sons, 2005.

GONNELLA E.; *Logiche e metodologie di valutazione d'azienda: Valutazioni stand-alone*, Pisa, 2008.

GRANDIS F.G.; *I metodi misti nella valutazione delle aziende. Un'analisi comparativa*, Giappichelli Editore, 1993.

GUALTIERI L.; Milano Finanza; *Unicredit-Banco BPM, con il golden power il governo studia paletti per l'OPS*, 25 febbraio 2025.

GUATRI L.,BINI M.; *I moltiplicatori nella valutazione delle aziende*, Università Bocconi, 2002.

HAZAN S.J., *Considering stakeholders in M&A*, NYUJL, 16/2019.

HAMMER B.; *Inorganic growth strategies and the evolution of the private equity business model* in *Journal of corporate finance*, 2017.

HARDING D., ROUSE T.; *Human due diligence*, *Harvard business review*, 85.4, 2007.

JARREL G.A. et al.; *The market for corporate control: The empirical evidence since 1980* in *Journal of Economic Perspectives*, pp. 49-68, 1988.

KLEINERT J., KLODT H.; *Causes and consequences of merger waves*, 2002.

KODE G.V.M., FORD J.C., SUTHERLAND M.M.; *A conceptual model for evaluation of synergies in mergers and acquisitions: A critical review of the literature* in *South African journal of business management*, 34, 27/38, 2003.

LOSANNI M., NATALI P., TIRELLI P.; *Disegno delle istituzioni e stabilità finanziaria nell'Unione Monetaria Europea*, *Economia Politica*, pp. 243-270, 1999.

MAGGIOLINO M.; *Appunti sul ruolo delle banche ai tempi del COVID-19*, in *Rivista delle società*, 2020.

MALIK M.F., ANUAR M.A. et al.; *Mergers and acquisitions: A conceptual review* in *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 2014.

MANZANA G., IORI M.; *Guida alla valutazione d'azienda*, Feltrinelli, 2012.

MARASCA S.; *I principali fattori d'incertezza nella valutazione d'azienda*, 2014.

MARTYNOVA M., RENNEBOOG L.; *A century of corporate takeover: What have we learned and where do we stand?* In *Journal of Banking & Finance*, 2008.

MASSARI M., ZANETTI L.; *Valutazione: Fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziari*, McGraw-Hill, 2008.

MESSORI M.; *Consolidation, ownership structure and efficiency in the Italian banking system*, PSL Quarterly Review, 2002.

MYERS S.C.; *The Capital structure puzzle* in Journal of Finance, 1984.

MOISELLO A.; *ABC & EVA: Un'integrazione possibile: La valutazione del costo di prodotto nell'ottica della creazione di valore*, Pavia University Press, 2012.

MONFORTE D.; *Teorie e tecniche della valutazione d'azienda: una ricostruzione in chiave evolutiva, Vol.2*; Morlacchi Editore, 2004.

OH JOON-HEE, JOHNSTON W.J.; *How post-merger integration duration affects merger outcomes*, Journal of Business & Industrial Marketing, 36(5); pp. 807-820, 2021.

PASSERA C.; *Il processo di concentrazione del sistema bancario*, 2009.

PERRY J.S., HERD T.J., *Reducing M&A risk through improved due diligence*, Strategy & leadership, 32(2), pp.12-19, 2004.

PISANTI C., *Il riassetto bancario in Italia dopo le riforme degli anni '90 e fino ai giorni nostri*, Banca d'Italia, 2010.

PIVATO G.; *Trattato di finanza aziendale*, Il mulino, 1983.

POGGIANI A., TEDESCHI G.; *La trasformazione digitale come matrice di crescita*, Accenture, 2014.

PORTER M.E.; *Il vantaggio competitivo*, Einaudi, 2002.

RISPOLI M.; *Sviluppo dell'impresa e analisi strategica*, II ed, 2002

SACCOMANNI F.; *L'evoluzione del sistema finanziario italiano nel contesto europeo ed internazionale*; Zurigo, 27 giugno 2008.

SCHEURING U.; M&A and the tax benefits of debt-financing, ZEW Centre for European Economic Research Discussion Paper, 2014.

SHLEIFER A., VISHNY R.W.; *A survey of corporate governance* in The journal of finance, pp.737-783, 1997.

TVERSKY A., KAHNEMAN D.; *Choices, values, and frames*. New York: Cambridge University Press, 2000.

TWARDAWSKI T., Kind A.; *Board overconfidence in mergers and acquisitions* in Journal of Business Research, 165, 2023.

VALERI M.; *Il metodo reddituale: Valutazione d'azienda. Tecniche operative di misurazione del valore*, pp.79-116, 2008.

VAZIRANI N.; *A Literature Review on Mergers and Acquisitions Waves and Theories*, SIES Journal of Management, 2015.

VEZZANI P.; *L'impatto della liberalizzazione sui volumi intermediati, sui costi e sui margini bancari* in *Analisi dei Bilanci Bancari*, pp. 67-106, 1991.

VUORI N., LAAMANEN T.; *Geographic roll-up acquisition and their performance implication* in *Advances in Mergers & Acquisitions* – Emerald Publishing Limited, pp. 17-32, 2020.

WOLF R., *Integration key to M&A success* in *Financial Executive*, 19(6), pp.62-65, 2003.

YERGIN D.; *The Age of Globality*, Newsweek, 131 - pp.24-25, 1998.

ZANDA G.; LACCHINI M., ONESTI T.; *La valutazione delle aziende*. Giappichelli, 2001.



## SITOGRAFIA

BANCA D'ITALIA; *Comunicato stampa identificazione delle istituzioni a rilevanza sistemica nazionale*, 2025.

BANCA D'ITALIA; *La crisi di Veneto Banca S.p.A. e Banca Popolare di Vicenza S.p.A.; Sez. I: Come si è arrivati alla liquidazione delle due banche?* 2017.

BANCO BPM; *Sito web: Il gruppo Banco BPM.*, 2025

BANCO BPM; *Comunicato stampa: Risultati consolidati al 31 marzo 2025.*

BANCO BPM; *Identità del Gruppo Banco BPM, Codice etico*, 2022.

BANCO BPM; *Nota inergativa alla relazione illustrativa assemblea ordinaria*; 28 febbraio 2025.

BANCO BPM; *Titolo, azionariato, dividendi*, 2 maggio 2025.

BORSA ITALIANA; *Notizie e formazione*; 8 maggio 2025.

CONSOB; *Area pubblica: azionariato UniCredit*, 3 maggio 2025.

CONSOB; *Area pubblica: azionariato Banco BPM*, 3 maggio 2025.

IL SOLE 24 ORE; *Unicredit: antitrust tedesco, via libera ad acquisizione 29,99% di Commerzbank*; 14 Aprile 2025.

INTESA SANPAOLO; *Documento informativo sulla Fusione per incorporazione in Banca Intesa S.p.A. di Sanpaolo IMI S.p.A.*; 2007.

INTESA SANPAOLO, *Bilancio consolidato 2021.*

KPMG, *Report annuali M&A in Italia 2015-2024.*; 11 Aprile 2025.

LA STAMPA; *BPER lancia OPS su Popolare Sondrio da 4,3 miliardi*; 18 Aprile 2025.

MILANO FINANZA; *UniCredit, la quota in Generali e le possibili future alleanze con il Leone di Trieste*, 11 Marzo 2025.

REUTERS; *Banco BPM investors holding 6,51% stake oppose UniCredit bid.*; 25 Marzo 2025.

UBI BANCA; *Sito web Relazioni e Bilanci*; 31 dicembre 2019.

UNICREDIT, *Integrazione e rettifica dell'avviso di convocazione*; 24 febbraio 2025.

UNICREDIT - CAPITALIA; *Comunicato stampa congiunto sulla fusione*, 2007.

UNICREDIT, *Sito web, La nostra storia*, 2025.

UNICREDIT, *Comunicato stampa sui risultati definitivi dell'aumento di capitale*, 2009.

UNICREDIT, *Sito web; UniCredit in breve*, 2025.

UNICREDIT; *Presentazione di mercato: A European champion empowering Italy to progress*, 2024.