



Corso di laurea in *ECONOMIA E MANAGEMENT*

Cattedra di Economia e Gestione delle Imprese

**LE OPERAZIONI DI M&A COME STRATEGIA DI
CRESCITA ESTERNA: ANALISI DI UN
CAMPIONE STORICO NEL SETTORE BANCARIO
EUROPEO E IL CASO UNICREDIT-
COMMERZBANK**

RELATORE

Prof. Luca Pirolo

CANDIDATO

**Pierpaolo Greco
Matricola n. 279971**

ANNO ACCADEMICO 2024-2025

Sommario

<i>Introduzione</i>	6
CAPITOLO 1: Fusioni ed Acquisizioni: cosa sono e perché si compiono	6
1.1 Definizione di fusioni ed acquisizioni (M&A)	6
1.2 Motivazioni economiche e strategiche dietro all'M&A	7
1.2.1 Strategia di Diversificazione	8
1.2.2 Strategia di Integrazione	14
1.2.3 Strategia di Internazionalizzazione	16
1.2.4 Economie di Scala e Scopo	18
1.2.5 Aumento del potere e della quota di mercato	21
1.3 Struttura del processo di M&A	23
1.3.1 Fasi preliminari ed attività preparatorie	24
1.3.2 Lettera d'intenti (L.O.I.)	25
1.3.3 Due Diligence	26
1.3.4 Redazione e firma del Purchase o Merger Agreement	26
1.3.5 Closing	27
1.3.6 Il post-Closing	27
CAPITOLO 2: Modelli di valutazione aziendale	29
2.1 Il Discounted Free Cash Flow (DCF)	29
2.1.1 Enterprise Value	29
2.1.2 Determinazione del Free Cash Flow (FCF)	30
2.1.3 Calcolo del WACC	33
2.1.4 Attualizzazione dei Flussi di Cassa	36
2.1.5 Il metodo Flow-to-Equity (FTE)	37
2.2 Il Dividend Discount Model (DDM)	38
2.2.1 Il DDM con dividendi costanti	38
2.2.2 Il DDM a crescita perpetua	38
2.2.3 Il DDM a crescita variabile (multi-stage)	39
2.2.4 Enterprise Value partendo dal DDM	39
2.3 Il metodo dei multipli di mercato	40
2.3.1 La scelta del campione di riferimento	40
2.3.2 Principali multipli	41
CAPITOLO 3: I limiti legali e le norme Antitrust: come le regolamentazioni italiane ed europee impattano l'M&A	43

3.1 Il regolamento Antitrust dell'Unione Europea.....	43
3.1.1 Articoli 101 e 102 TFUE.....	43
3.1.2 Il ruolo della Commissione Europea sulle concentrazioni: regolamento n.139/2004.....	46
3.1.3 Il concetto di mercato rilevante.	48
3.2 La regolamentazione Antitrust nazionale.	49
3.2.1 La Legge n.287/1990 ed il ruolo dell'AGCM.	50
3.2.2 La CONSOB.....	52
3.3 Il ruolo della BCE nell'M&A bancario.	53
CAPITOLO 4: M&A bancario nel contesto europeo: il caso UniCredit – Commerzbank.....	56
4.1 Risiko bancario: come i gruppi bancari italiani si stanno trasformando.	56
4.1.1 Gli step evolutivi del tessuto bancario nazionale.	56
4.1.2 UniCredit: tra Commerzbank e Banco BPM.....	59
4.1.3 Ragioni e motivazioni strategiche di UniCredit.....	62
4.2 Analisi empirica delle operazioni di M&A nel settore bancario europeo.	63
4.2.1 Costruzione del campione e criteri di selezione.	63
4.2.2 Indicatori di performance pre e post M&A.	65
4.2.3 Tendenze osservate.	65
4.3 Le prospettive future e risultati dell'analisi.	71
4.3.1 Previsione degli indicatori di performance UniCredit.	71
4.3.2 Analisi qualitativa, scenari futuri e conclusione.	74
<i>Bibliografia:</i>	75

Introduzione

Il “*risiko bancario*” è la metafora giornalistica che ha ripreso pieno possesso delle maggiori testate economiche nazionali dall’autunno del 2024. Il valzer, iniziato da UniCredit e Commerzbank, è proseguito con lo scorrere delle settimane, vedendo l’ingresso in campo di ulteriori istituti come Banco Bpm, Monte dei Paschi di Siena, Mediobanca e Generali oltre a differenti operatori di stampo regolatorio e governativo come la BCE, il Ministero dell’economia e delle finanze e personalità di spicco del governo italiano, in primis, e tedesco poi. Dietro a tutto ciò, un filo conduttore lega questi movimenti e soggetti fra di loro, le operazioni di Fusione e Acquisizione.

CAPITOLO 1: Fusioni ed Acquisizioni: cosa sono e perché si compiono.

1.1 Definizione di fusioni ed acquisizioni (M&A).

Le Fusioni ed Acquisizioni (**M&A** in gergo anglosassone) sono operazioni di finanza straordinaria finalizzate all'aggregazione di due o più società o all'acquisizione del controllo o di una partecipazione rilevante di una società¹.

Nel dettaglio, una **fusione** è tecnicamente il consolidamento legale di due entità commerciali in una, dove entrambe le aziende supportano questa operazione ed il nuovo management viene selezionato dai precedenti responsabili aziendali. Inoltre, gli shareholders sostituiscono le loro azioni con quelle della nuova società. In un’**acquisizione**, invece, una società rileva la proprietà di un’altra acquistandone le azioni. Quest’ultima può avvenire acquisendo una quota totalitaria o di maggioranza, ma soprattutto o seguendo un processo “amichevole”, dove entrambe le aziende sono pienamente consapevoli dell’operazione, oppure in maniera ostile. In particolare, nel caso di un *takeover* ostile, l’azienda oggetto dell’acquisizione oppone resistenza poiché

¹ Mishkin, Frederic S., et al. Istituzioni e mercati finanziari. Italia, Pearson, 2007.

l'acquirente tenta di ottenere azioni dell'azienda-target sufficienti ad acquisirne la maggioranza nel consiglio d'amministrazione.

A differenza di quanto accade nelle acquisizioni, in cui entrambe le imprese mantengono la propria individualità, le operazioni di fusione generano una totale integrazione fra le parti coinvolte, le quali perdono la propria identità giuridica ed economica per confluire in un'unica struttura organizzativa. Nel dettaglio, nella fusione **per incorporazione** la società acquisita perde la propria identità per essere incorporata nell'impresa acquirente, mentre nella fusione **in senso proprio** le due imprese perdono la propria identità per dar vita ad una nuova impresa ex novo.

Nonostante le differenze che sussistono nelle finalità e nelle modalità di attuazione, il fenomeno delle fusioni ed acquisizioni ha in sé un significato strategico unitario², ossia lo sviluppo della dimensione aziendale in maniera non organica.

1.2 Motivazioni economiche e strategiche dietro all'M&A.

La sinergia [dal greco συνεργία, «cooperare»] e l'azione combinata e contemporanea, collaborazione, cooperazione di più elementi in una stessa attività, o per il raggiungimento di uno stesso scopo o risultato, che comporta un rendimento maggiore di quello ottenuto dai vari elementi separati³.

Dopo aver fornito una breve panoramica di queste operazioni, l'ulteriore passo è comprendere cosa spinge molteplici aziende ed istituti bancari a fondersi o ad acquisirne degli altri. Si parte da un assunto importante, ovvero che le motivazioni per ogni operazione di questo tipo sono molteplici; di fatto ricercatori hanno provato che su un campione di 3520 acquisizioni domestiche avvenute negli Usa tra il 1984 ed il 2004, quasi l'80% ha giustificazioni multiple⁴. Dunque, vi è dietro un intreccio di ragioni manageriali, economiche e strategiche; per citarne alcune: la ricerca di performance economica ed efficienza, riduzione costi, aumento della quota di mercato e la possibilità di acquisire risorse. Ecco che quindi la volontà di creare delle sinergie, come definite ad inizio

² Napolitano, M. R., La gestione dei processi di acquisizione e fusione di imprese. Italia, FrancoAngeli, 2003.

³ <https://www.treccani.it/vocabolario/sinergia/>

⁴ Nguyen, Hien & Yung, Kenneth & Sun, Qian. (2012). Motives for Mergers and Acquisitions: Ex-Post Market Evidence from the US.

paragrafo, risulta essere la spinta fondamentale che tende a far produrre il fenomeno dell'M&A.

1.2.1 Strategia di Diversificazione.

Una delle prime ragioni per cui le imprese compiono operazioni di M&A è la diversificazione del rischio d'impresa. Dunque, con l'espandersi del "territorio aziendale", le aziende tendono ad ampliare il proprio portafoglio di business, in modo tale da dipendere sempre meno da alcune imprese principali ed essere in grado di affrontare nel miglior modo possibile i cicli economici negativi.

Con il termine **diversificazione** s'intende il processo per cui un'impresa caratterizzata da un particolare tipo di attività produttiva avvia attività economiche diverse da quelle tradizionali, pur mantenendo la propria presenza nell'ambito originale⁵. Le decisioni sull'intraprendere o meno una strategia diversificazione avvengono a livello corporate, è ciò comprendono la scelta sull'attuare in maniera **correlata** o **conglomerale**.

Il processo di diversificazione correlata può avvenire in due modi, o orizzontalmente, espandendosi in mercati contigui al mercato originario dell'impresa (correlata), oppure verticalmente, se avviene in settori che si trovano a valle o a monte del settore originale, lungo il corso della catena di approvvigionamento. Alternativamente, come già detto, può avvenire in modo conglomerale, ovvero se riguarda attività non connesse fra loro.

Ovviamente, nell'applicare concettualmente la diversificazione entra in gioco la misura della diversità. Difatti, il concetto di mercato rilevante è flessibile e non esistono misure rigidamente stabilite entro il quale si definisce.

Ecco che risulta fondamentale determinare il **grado di diversificazione**, che può essere misurato secondo due metodologie.

⁵ Scognamiglio Pasini, C. L. (2011). Economia Industriale (nuova edizione).

La prima rapporta il valore delle vendite delle attività secondarie con il valore delle vendite dell'attività totale. Nell'esempio che segue il grado di diversificazione risulterebbe pari al 35%.

	Impresa X
Attività A	65
Attività B	25
Attività C	10

Tabella 1.1

Come seconda metodologia si può utilizzare una versione adattata **dell'Indice di Herfindal-Hirschman (HH)**, che nasce come indice per la misurazione della concentrazione dei settori. La prima teorizzazione dell'indice sarebbe costituita dalla somma dei valori elevati al quadrato delle quote di mercato delle varie imprese⁶.

$$HH = \sum s_i^2$$

Dove s_i rappresenta la quota di mercato dell'impresa i ; nella versione adattata, invece, andiamo a compiere la sommatoria dei valori elevati al quadrato delle attività dell'impresa stessa.

$$HH = \sum a_i^2$$

Dove a_i rappresenta il valore delle attività dell'impresa i . In particolare, l'indice assume valori di 1 quando l'impresa non è diversificata e valori di $1/n$ qualora le attività siano tutte della stessa dimensione. Di fatto, ricollegandoci ai dati della tabella 1.1, utilizzando l'indice HH l'impresa in esempio sarebbe diversificata al 49.5%.

Spesso accade, ritornando alle cause della diversificazione, che le aziende iniziano a produrre più risorse di quante effettivamente il business tradizionale ne necessiti per mantenere la competitività. Si profilano, quindi, occasioni per l'impresa di reinvestire parte di quelle risorse in altri settori dove poter accrescere i propri ricavi o la propria quota di mercato.

⁶ Rhoades, S. A. (1993). The herfindahl-hirschman index. Fed. Res. Bull., 79, 188.

In questo scenario, dunque, la **Matrice BCG** (che prende il nome dalla società di consulenza *Boston Consulting Group*) risulta essere un modello decisamente funzionale. In particolare, è uno strumento strategico per identificare le posizioni di mercato strategiche dei prodotti (o business) e formulare strategie di allocazione delle risorse⁷.

Il procedimento di costruzione è articolato in alcuni passaggi. Innanzitutto, la matrice è bidimensionale; la dimensione esterna è rappresentata dal tasso di crescita del settore, essa è una dimensione dell'attrattività e genericamente viene calcolata come variazione percentuale delle vendite delle imprese che hanno operato in quel settore.

$$\text{Tasso di crescita (\%)} = \frac{\text{Vendite in } t - \text{Vendite in } (t - 1)}{\text{Vendite in } (t - 1)} * 100$$

La dimensione interna, diversamente, misura la capacità competitiva del business, analizzando la quota di mercato relativa al competitor più simile a noi. In particolare, la quota di mercato può essere calcolata sia a quantità che a valore. Partendo dalla prima, la calcoliamo così:

$$\text{Quota di mercato a quantità (\%)} = \frac{\text{Quantità venduta dall'azienda}}{\text{Quantità totale venduta nel mercato}} * 100$$

Ma, come abbiamo detto, per la costruzione della matrice ci serve la quota di mercato relativa, quindi:

$$\text{QDM relativa a quantità} = \frac{\text{QDM dell'azienda a quantità}}{\text{QDM del principale concorrente a quantità}}$$

Per la quota di mercato a valore, il procedimento è molto simile:

$$\text{Quota di mercato a valore (\%)} = \frac{\text{Vendite dell'azienda}}{\text{Vendite totali del mercato}} * 100$$

$$\text{QDM relativa a valore} = \frac{\text{QDM dell'azienda a valore}}{\text{QDM del principale concorrente a valore}}$$

Giunti a tal punto, si passa alla strutturazione grafica della matrice. In primis, definizione degli assi; sull'asse delle ascisse andiamo a porre la quota di mercato relativa, mentre sull'asse delle ordinate il tasso di crescita del settore. Inoltre, la matrice viene suddivisa

⁷ Chiu, C. C., & Lin, K. S. (2020). Rule-based BCG matrix for product portfolio analysis.

in quattro quadranti da delle linee di demarcazione. La linea verticale viene fissata al valore convenzionale di 1,5, mentre quella orizzontale non è nient'altro che la media della sommatoria dei tassi di crescita dei settori nel quale l'impresa opera (*Figura 1.1*).

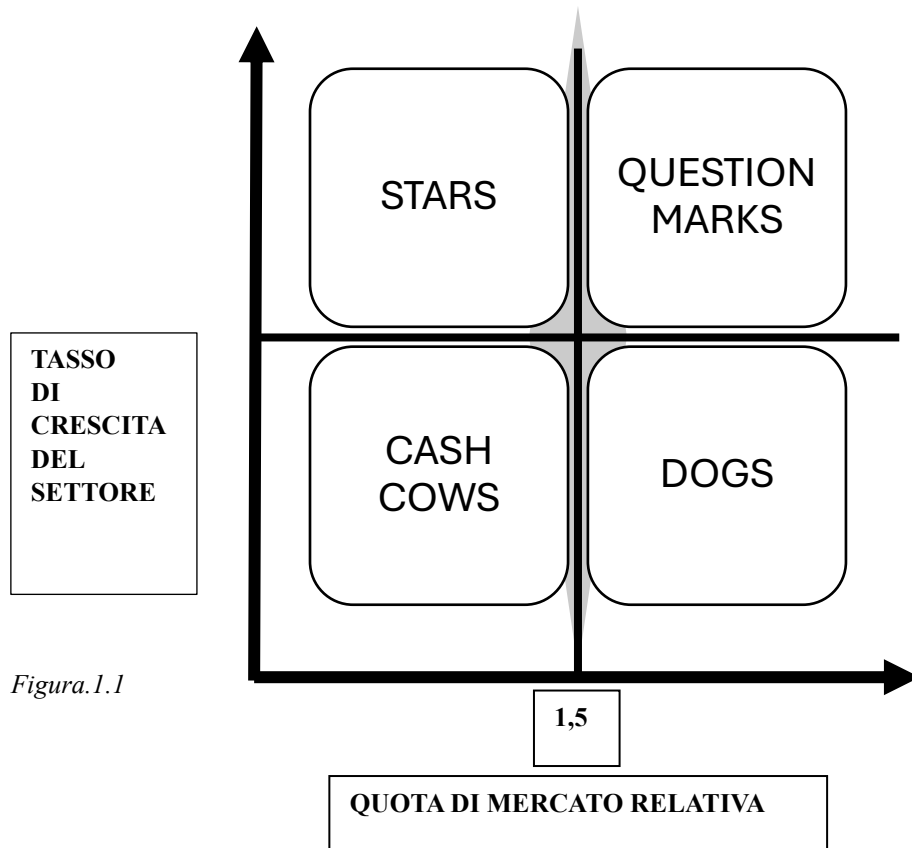


Figura.1.1

Infine, vi sarebbe una terza dimensione, ovvero l'ampiezza del cerchio. Il cerchio rappresenta ogni singolo business dell'azienda, e la sua ampiezza la si misura come rapporto tra il fatturato del singolo business sul fatturato aziendale totale. Alternativamente all'ampiezza del cerchio, si possono adottare dei cerchi colorati tutti della stessa ampiezza ma con sezioni interne differenti per indicare l'impatto che hanno a livello di cassa aziendale.

Completata la costruzione della matrice, bisogna comprenderne il significato ed interpretarne i risultati. Iniziando dal quadrante in basso a sinistra, troviamo i business **cash cows** (*mucche da mungere*); questi sono considerabili come business che attualmente riportano un profitto considerevole ma non hanno elevato potenziale di

crescita. In altre parole, sono strategicamente importanti, essendo i principali generatori di profitto, ma, poiché sono già stabili, non richiedono ingenti livelli di investimenti⁸.

Rimanendo nella parte sinistra della matrice vi sono i business **star**, con un'elevata quota di mercato relativa ed al contempo un alto tasso di crescita del settore; garantiscono profitti ma non è detto che siano capaci di autofinanziarsi. Sono, però, senz'ombra di dubbio, quelli sul quale il management dovrebbe spingere con gli investimenti.

Spostandoci sul lato destro, nel quadrante basso vi sono i business **dog**; questi presentano basso o addirittura zero profitto e non vi sono reali motivi per investire in loro e migliorarne i risultati finanziari, considerando anche il basso tasso di crescita del settore. Al contempo, non è necessario sbarazzarsene, fornendo comunque dei vantaggi competitivi, poiché potrebbero essere componenti dell'assortimento dei prodotti aziendali⁹. È solamente necessario minimizzare la loro presenza, tentare di eliminare l'impatto di fattori negativi sul risultato delle attività.

Infine, analizziamo i **question marks**; essi operano in settori fortemente attrattivi ma l'impresa possiede quote di mercato piuttosto basse. Per questi, comprendere se investire o meno su di essi risulta essere una scelta complessa, e, per l'appunto, tra i vari vengono preferiti quelli capaci di creare o mantenere sinergie con i business star e le cash cows.

Nelle banche maggiori la diversificazione è congiunta a considerazioni di efficienza e di redditività: per quanto concerne la prima, la diversificazione può consentire un migliore impiego delle capacità produttive della banca; sotto il profilo reddituale, invece, con il processo considerato si può aumentare l'aliquota di profitti proveniente da commissioni, provvigioni ed altri ricavi per servizi prestati alla clientela¹⁰.

Ma la matrice BCG non è l'unico strumento matriciale che ha avuto successo nello studio della diversificazione. La **Matrice di Ansoff** (*Figura 1.2*) è una rappresentazione 2x2

⁸ Gorb, Oleg, et al. "Boston consulting group matrix: Opportunities for use in economic analysis." Scientific Horizons 7.25 (2022).

⁹ Gorb, Oleg, et al. "Boston consulting group matrix: Opportunities for use in economic analysis." Scientific Horizons 7.25 (2022).

¹⁰ Ruco, G. Diversificazione e nuove soluzioni.

delle opzioni possibili per un'organizzazione se desiderano migliorare profitti o profittabilità¹¹.

Seppur esso non sia uno strumento nato prettamente per la diversificazione, risulta interessante poiché incapsula tutte le possibili direzioni strategiche che un'organizzazione può adottare.

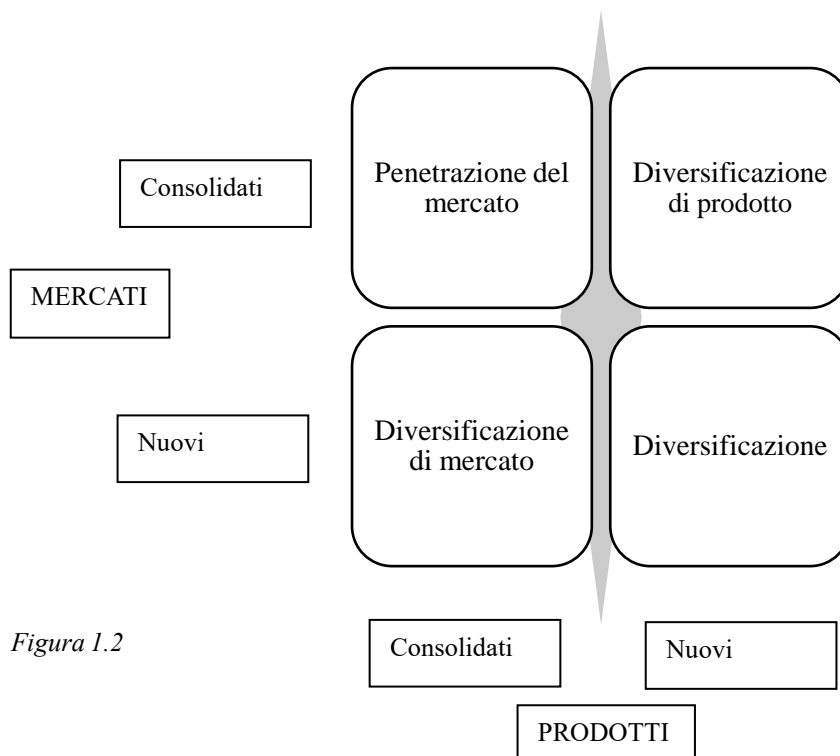


Figura 1.2

La diversificazione nella matrice di Ansoff è basata principalmente su due fattori: prodotti e mercati. In altre parole, possiamo scegliere le seguenti varianti: vendere prodotti esistenti su mercati esistenti (penetrazione del mercato), estendere prodotti esistenti su mercati emergenti (diversificazione di mercato), sviluppare nuovi prodotti per mercati sul quale siamo già presenti (diversificazione di prodotto) o creare nuovi prodotti per mercati emergenti (diversificazione in assoluto).

Compiendo una piccola digressione finanziaria, nella realtà i mercati azionari non sempre apprezzano il fatto che un'impresa compia azioni di diversificazione conglomerale. È intuibile che, già di per sé, gli investitori selezionano i propri investimenti fra attività con diverse combinazioni di redditività/rischio in modo da ottenere un portafoglio più

¹¹ Meldrum, M., McDonald, M. (1995). The Ansoff Matrix. In: Key Marketing Concepts. Palgrave, London.

congeniale alle proprie preferenze di quanto potrebbe fare un'azienda attraverso un processo di diversificazione. Per questo motivo il valore di mercato delle imprese conglomerali è genericamente inferiore al valore delle singole attività:

$$V_{a,b,c} \leq V_a + V_b + V_c$$

Dove $V_{a,b,c}$ è il valore di mercato dell'impresa conglomerale che comprende le attività A, B e C.

Questo fa sì che si scateni il fenomeno delle scalate ostili (*take overs*), ossia grandi gruppi finanziari acquisiscono imprese diversificate in maniera conglomerale, procedendo successivamente a vendere le singole attività separatamente e guadagnando la differenza ottenuta.

Esempi di successo: Il caso Finmeccanica.

Nella classifica annuale delle maggiori imprese italiane¹², Finmeccanica risulta il gruppo maggiormente diversificato. Con partecipazioni di controllo in oltre 100 società in Italia ed all'estero, Finmeccanica svolge attività nel settore aerospaziale e difesa, suddivise in: aeronautica, spazio, elicotteri, elettronica per la difesa, sistemi di difesa/armamenti, mezzi di trasporto e molteplici altre attività. Un grado così elevato di differenziazione dipende da principalmente due fattori; un primo riguarda le vicende storiche di salvataggio di alcune grandi industrie meccaniche e aeronautiche italiane; un secondo motivo può essere rappresentato dalla volontà di concentrare in un singolo gruppo le industrie ad alta sofisticazione tecnologica.

Ma la diversificazione non è, come già detto, l'unica motivazione dietro l'M&A; bensì l'integrazione risulta essere altrettanto valida.

1.2.2 Strategia di Integrazione.

La strategia di **integrazione**, secondo una prospettiva strategica, si rifà alla strategia di un'impresa di espandersi verticalmente verso altre fasi del processo produttivo o distributivo, avviando, per l'appunto, nuove attività di produzione e/o distribuzione. Come facilmente intuibile, dunque, l'integrazione può essere effettuata *a monte*, andando

¹² Centro studi Mediobanca (2021).

a sostituire le funzioni che precedentemente venivano svolte, ad esempio, dai nostri fornitori, oppure *a valle*, rimpiazzando coloro che ci seguono nella supply chain.

L'origine del fenomeno la si deve a Ronald Coase ed al suo articolo "*The Nature of the firm*". Per Coase l'integrazione verticale consentiva una più efficiente allocazione delle risorse grazie all'internalizzazione del meccanismo di formazione dei prezzi e l'eliminazione dei costi di transizione.

L'indicatore più noto per calcolare il livello di integrazione verticale è l'**indice di Adelman** (1955):

$$Cvi = \frac{\sum VA}{\sum S}$$

Dove VA rappresenta la sommatoria del valore aggiunto ed S la sommatoria delle vendite¹³. Dunque, tanto più è elevato il valore dell'indice, tanto più è integrata verticalmente l'azienda, fino ad un valore massimo di 1 nel caso di integrazione completa.

Ulteriori fattori che spingono le imprese a compiere operazioni di integrazione, e consequenzialmente di M&A, sono le interdipendenze tecnologiche e le imperfezioni di mercato. Nel dettaglio, le prime possono accadere perché in alcuni settori la creazione del prodotto finale prevede dei semilavorati ad elevato contenuto tecnologico e diventerebbe più conveniente integrarli internamente all'azienda; esempio tipico sono le economie di tipo "termico" come l'industria metallifera. Le imperfezioni di mercato, invece, si riferiscono a casi in cui dei beni vengono prodotti a prezzi non competitivi o addirittura non vengono prodotti affatto.

Non è scontata, però, l'attuazione di una strategia d'integrazione, poiché bisogna prima svolgere un'analisi dei costi, o la più classica decisione di *make or buy*.

In particolare, i costi vengono classificati in 3 categorie:

1. Cessanti: che l'impresa non dovrà più sostenere.
2. Emergenti: che l'impresa dovrà sostenere.

¹³ Maddigan, R. J. (1981). The measurement of vertical integration. The Review of Economics and Statistics, 328-335.

3. Indifferenti: già esistenti e che non verranno eliminati in alcun modo.

Esempi di successo: Apple Inc.

Un esempio che fa scuola nell'integrazione verticale è quello di Apple, leader nel settore degli smartphone. L'azienda ha compiuto il processo di integrazione in entrambe le direzioni. A monte hanno integrato il produttore dei chipset utilizzati nei suoi dispositivi più popolari; a valle ha aperto i suoi negozi al dettaglio, noti popolarmente come Apple Store. In tal modo si sono resi capaci di mantenere un controllo qualità elevato ed economizzare il costo dei chipset, al contempo risparmiando sulle commissioni che devono essere pagate ai partner di vendite, ottenendo maggior controllo anche sulla rete distributiva.

Spesso, in forte connessione con la strategia di integrazione verticale e le fusioni & acquisizioni in generale vi è un'altra strategia molto utilizzata, la quale possiede alcuni tratti in comune con quella di diversificazione, l'internazionalizzazione.

1.2.3 Strategia di Internazionalizzazione.

L'**internazionalizzazione** è una strategia che consente alle imprese di raggiungere traguardi che non erano disponibili rimanendo chiusi nell'ambiente nazionale. Le ragioni dell'internazionalizzazione sono molteplici: la si potrebbe attuare per motivi di *delocalizzazione* della produzione verso mercati emergenti; si può attivare il processo verso paesi tecnologicamente avanzati o semplicemente sedi di *cluster* ad alto livello di innovazione (per esempio la Silicon Valley nel settore tech); la si può compiere per raccogliere risorse e materie prime a costi minori; ancora, si potrebbe avere un eccesso di produzione e la distribuzione in mercati esteri consentirebbe di raggiungere economie di scala od, infine, si potrebbe internazionalizzare la propria azienda solo ed esclusivamente per conseguire benefici legali o fiscali.

La teoria tradizionale afferma che l'ambiente esterno influenza l'organizzazione strategica¹⁴ e studiare i fattori esogeni gioca un ruolo fondamentale nel prevedere le probabilità di successo o fallimento di un'organizzazione. La **PESTEL analysis** risulta essere strumento fondamentale in questa circostanza, ma ne procureremo solamente un

¹⁴ Dess, G. G., & Beard, D. W. (1984). Dimensions of organizational task environments. Administrative science quarterly, 52-73.

brevissimo accenno, essendo stata già pienamente discussa nella letteratura aziendale. Nel dettaglio, essa si concentra su esternalità di tipo Politico, Economico, Sociale, Tecnologico, Ambientale e Legale; riuscendo così a fornire una panoramica a 360 gradi del paese nel quale l'impresa è interessata ad investire.

Il processo di internazionalizzazione pone sempre un ampio numero di domande correlate fra di esse, quali la forma di governance, i partner strategici e le modalità d'ingresso¹⁵.

In riferimento a quest'ultime, le modalità d'ingresso si suddividono in due sub-categorie: *equity mode* e *non-equity mode*. Di nostro interesse vi è solo la modalità con equity, poiché prevede l'utilizzo di capitale di rischio da parte dell'impresa ed è concettualmente più vicina alla tematica delle fusioni ed acquisizioni.

Le M&A internazionali sono un mezzo diretto per il presidio dei mercati esteri. Ovviamente sono operazioni più rischiose rispetto alle procedure non-equity (come del resto lo sono maggiormente tutte le operazioni che vedono coinvolto del capitale proprio), ma consentono un controllo maggiore sulle attività dei vari business.

Vi sono, poi, ulteriori *entry modes* con equity, tra le più usate, gli **IDE** (investimenti diretti esteri); questi si suddividono, a loro volta, in *greenfield* e *brownfield*.

I primi si riferiscono alla costruzione dalle basi di una sussidiaria o un ramo all'estero. Ciò significa investire in terreni nuovi e risorse per costruire un hub internazionale, oltre ad assumere o trasferire un personale pronto a gestire la filiale. I secondi, gli IDE brownfield, sono più simili all'M&A vera e propria, poiché l'azienda acquista un'attività già esistente, andandone però a ristrutturare il sito, cambiare talvolta il personale e modificare il *modus operandi*. In altre parole, vi è una struttura che dev'essere necessariamente corretta prima che il progetto possa procedere. Quest'ultimi sono preferiti quando vi è necessità di penetrare rapidamente il mercato estero e semplificano il processo di autorizzazione poiché i permessi sono già stati ottenuti per le strutture preesistenti.

È importante differenziare gli IDE dagli investimenti non diretti, noti anche come investimenti di portafoglio, i quali vengono realizzati quando un'azienda acquista azioni

¹⁵ Sarkar, M., & Cavusgil, S. T. (1996). Trends in international business thought and literature: A review of international market entry mode research: Integration and synthesis.

di un'altra impresa su una stock exchange straniera. Tipicamente, questi investimenti non sono compiuti con l'idea di ottenere il controllo dell'impresa estera, piuttosto sono meramente speculativi.

Esempi di successo: Unilever.

Unilever, multinazionale britannica leader nel settore dell'alimentazione, igiene e prodotti per la casa, ha sfruttato la strategia di internazionalizzazione nel settore dei gelati confezionati acquisendo grandi aziende produttrici in diverse zone del mondo (Algida, Ben & Jerry's, Grom, ecc). Nel compierla ha mantenuto intatto il nome del brand, modificandone il logo, attuando solamente degli adattamenti igienici. In questo modo è riuscita a sfruttare il sistema dei valori già forti in ogni mercato estero.

Dal 2024, inoltre, Unilever ha deciso di separare il settore gelati, facendolo operare come impresa *stand-alone*. Ciò si ricollega con quanto detto nel *paragrafo 1.2.1* sulla diversificazione, difatti i mercati hanno apprezzato l'operazione, con il titolo che ha ottenuto un rialzo del 6% nelle ore successive all'annuncio¹⁶.

Esiste, però, una regola madre che indirizza tutte le operazioni di fusione e acquisizione, ed è l'obiettivo di riduzione dei costi, ciò è possibile tramite le economie di scala e scopo.

1.2.4 Economie di Scala e Scopo.

Le Economie di Scala

La **teoria delle economie di scala** è la teoria della relazione tra la scala di utilizzo di una combinazione opportunamente scelta di tutti i servizi produttivi e il tasso di produzione dell'impresa¹⁷.

Da questa prima teorizzazione di Stigler possiamo muoverci verso un'idea più concreta, ovvero che le aziende puntano a realizzare la dimensione ottima massima (DOM). In altre parole, le imprese, all'aumentare della produzione, hanno la capacità di diminuire il costo medio di produzione fino al raggiungimento della DOM; oltre tale punto si andrebbe incontro a diseconomie di scala.

¹⁶ <https://forbes.it/2024/03/19/unilever-si-separa-dalla-divisione-gelati-titolo-in-rialzo-del-6/>

¹⁷ Stigler, G. J. (1958). The economies of scale. The Journal of Law and Economics, 1, 54-71.

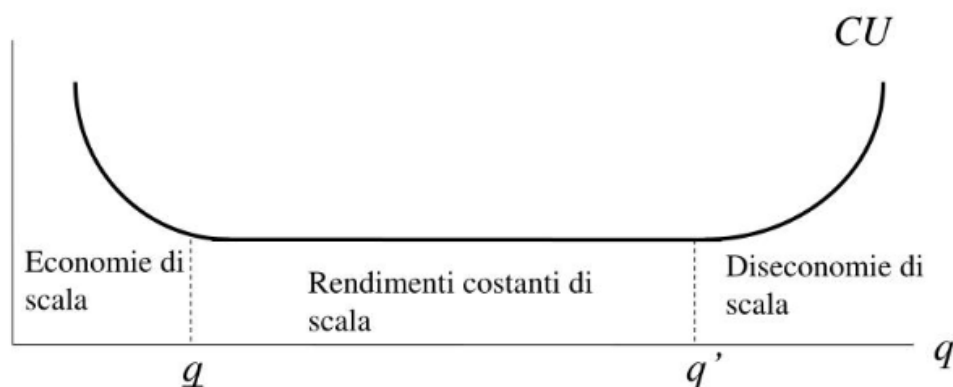


Figura 1.3

Dove fino a q barrato, come detto, si otterrebbero economie di scala; il punto q' rappresenta la dimensione ottima massima e da lì in poi si affrontano delle diseconomie di scala, ovvero non è più conveniente aumentare la dimensione produttiva poiché potrebbe esserci un aumento dei costi dettato da problematiche di coordinamento, organizzazione e operatività.

Ma quindi, quali sono i fattori che effettivamente consentono questa riduzione del costo medio unitario? Innanzitutto, si parte dalle economie di scala a livello d'impresa o di gruppo, i quali vantaggi possono essere:

1. Approvvigionamento di materie prime o semilavorati; quindi acquistando su scala maggiore è più alta la probabilità che il fornitore ci conceda sconti o che semplicemente il costo medio delle materie prime sia inferiore, ciò può derivare anche dalla stipula di contratti più favorevoli o dall'aumento del potere di acquisto del compratore, che cresce di "taglia" nei confronti del fornitore.
2. Promozione delle vendite; esistono economie di scala derivanti dalla dimensione degli investimenti in pubblicità, ma queste potrebbero derivare anche dall'aumento del prestigio percepito del marchio se raggiunge un determinato numero di quantità presenti sul mercato, specialmente presso distributori più rinomati.
3. Nella raccolta del capitale; in altri termini, il costo del capitale, specialmente di debito, è inferiore al crescere delle dimensioni aziendali. Questo poiché i grandi istituti finanziari considerano meno soggette a rischio le grandi imprese, garantendo loro prestiti a tassi inferiori. In linea di massima il costo medio del capitale è inversamente proporzionale alla dimensione dell'impresa.

4. Nella dotazione di risorse organizzative e manageriali; si parte dall'assunto che i costi fissi non variano al variare dell'output e le funzioni di marketing, management, contabilità, finanza ed altre gravano maggiormente su imprese di dimensioni minori. Ecco che dunque compiere attività di M&A consente tagli ad un personale qualificato talvolta ridondante, e quindi elevati risparmi sui costi fissi amministrativi. Inoltre, le imprese più grandi sono considerate anche le più prestigiose in moltissimi casi, rendendo più facile il processo di recruiting di risorse manageriali, ricercatori ed esperti contabili, con capacità superiori a quelle dei competitors di dimensioni inferiori.

Vi sarebbero poi anche economie di scala a livello di prodotto, note anche come **economie d'esperienza**, dove il costo medio unitario decresce al crescere del *know-how* dei dipendenti, ovvero dal numero di volte che ripetono quella specifica mansione.

Per il settore bancario vi sono delle ulteriori specifiche da fare; ovvero, le economie di scala vengono scaturite dall'idea che la maggiore dimensione favorisce una maggiore diversificazione del portafoglio prestiti e della base di depositi; ciò diminuisce i costi per la gestione dei rischi, poiché lo stesso grado di protezione può essere raggiunto con un rapporto capitale/attività inferiore¹⁸.

Vi sono, quindi, economie di scala globali che derivano in parte da queste economie nella gestione del rischio.

Le Economie di Scopo

Vi sono **economie di scopo** quando è meno costoso combinare due o più linee di prodotto in un'unica azienda piuttosto che producendole singolarmente. Nell'origine classica della sua concezione l'idea delle aziende multiprodotto nasce per fronteggiare in maniera ideale l'eccesso di capacità produttiva¹⁹.

¹⁸ Costagli, S. (2004). Economie di scala e di varietà nel settore bancario statunitense. *Giornale degli Economisti e Annali di Economia*, 87-137.

¹⁹ Panzar, J. C., & Willig, R. D. (1981). Economies of scope. *The American Economic Review*, 71(2), 268-272.

Dunque, la *condizione di sub-additività* dei costi di produzione è considerabile valida, dove il costo di produrre congiuntamente q_1 unità del bene 1 e q_2 unità del bene 2 è più basso del costo di produrle separatamente:

$$C(q_1, q_2) < C(q_1, 0) + C(0, q_2)$$

Molto similmente alle economie di scala, le determinanti che consentono questa disuguaglianza sono la condivisione di impianti, macchinari, attrezzature, canali di distribuzione e reputazione.

Esempi di successo: Walmart Inc.

Il gigante statunitense della vendita al dettaglio è ottimo esempio di una corretta esecuzione delle economie di scala. Essa è la più grande catena al mondo nel canale della grande distribuzione organizzata (GDO). L'azienda è stata in grado di ottenere questo enorme successo acquistando all'ingrosso presso i fornitori, con i quali ha stipulato ottimi rapporti di cooperazione, grazie anche al suo forte potere negoziale. Inoltre, ha sviluppato un sistema logistico altamente efficiente, oltre a riuscire ad automatizzare ed ottimizzare la gestione dei magazzini e delle scorte.

1.2.5 Aumento del potere e della quota di mercato.

Molte imprese si fondono con l'obiettivo di ottenere maggiore **potere di mercato**. Inoltre, se la fusione/acquisizione è grande abbastanza, l'azienda ottiene una posizione di simil-monopolista in termini di profitto²⁰.

L'**indice di Lerner**, difatti, identifica il “grado di monopolio” tramite la differenza fra il prezzo imposto dall'azienda (p) ed il suo costo marginale (MC); per Lerner, più è ampia la differenza fra p e MC e maggiore è il potere di monopolio²¹.

$$L = \frac{p - MC}{p}$$

Per più imprese con funzioni di costo differenti l'indice viene modificato considerando anche la quota di mercato dell'impresa i -esima (s_i):

²⁰ Ali-Yrkkö, J. (2002). Mergers and acquisitions: Reason and results (No. 792).

²¹ Elzinga, K. G., & Mills, D. E. (2011). The Lerner index of monopoly power: origins and uses. American Economic Review.

$$L = \sum Si \frac{p - MC_i}{p}$$

Vi è da dire, però, che il potere di mercato deriva da più variabili, in particolare:

- Il numero delle imprese presenti nel settore (n).
- Il grado di elasticità della domanda al prezzo (ϵ)
- Le congetture delle imprese sulle reazioni dei concorrenti.

Ciò porta ad una ricostruzione dell'indice, mantenendo in considerazione quanto appena detto:

$$L = \frac{p - MC}{p} = \frac{1 + \lambda}{n\epsilon}$$

Dove λ misura il livello di coordinamento/collusione fra le varie imprese.

Ovviamente, il potere di mercato differisce dalla **quota di mercato**, concetto già accennato nel *paragrafo 1.2.1* per la costruzione della matrice BCG. Come abbiamo detto in precedenza, quindi, essa può essere espressa sia a valore che a quantità, ma secondo il *teorema fondamentale della quota di mercato* sviluppato da Kotler nel 1986, si ipotizza che la market share di un'impresa sia direttamente correlata al rapporto tra gli investimenti di marketing dell'impresa stessa (M_i) e quelli di tutti i concorrenti presenti sul mercato (M_j), espressa così:

$$QM_i = \frac{M_i}{M_j}$$

Entrambe le motivazioni, insieme alle riduzioni di costo medio per unità prodotta, sono probabilmente alla base dell'M&A, che poi si articola nelle strategie di diversificazione, integrazione verticale ed internazionalizzazione che sono state analizzate nei precedenti paragrafi.

Esempi di successo: Il caso ExxonMobil

La ExxonMobil Corporation è una compagnia petrolifera statunitense, frutto della fusione tra Exxon e Mobil, divenuta effettiva nel 1999, e risulta essere il secondo ente privato più grande al mondo. Entrambe discendenti dalla Standard Oil, divennero due società

autonome nel 1911 e dagli anni '60 ebbero una importante fase di sviluppo economico che si concluse nel 1998 con un accordo di fusione da 73 miliardi di dollari, divenendo il gruppo più grande nel mondo. Difatti, nel 2005 la società ottenne profitti per 36 miliardi di dollari, un record rimasto imbattuto per diversi anni.

Quindi, dopo aver affrontato il concetto di fusione ed acquisizione ed aver passato in rassegna le varie ragioni che si celano dietro a queste operazioni, il prossimo step è analizzare come si articolano e quale processo seguono le attività di M&A.

1.3 Struttura del processo di M&A.

Tutte le operazioni di fusione ed acquisizione, non importa se viste dal lato dell'acquirente o del compratore, possono essere standardizzate in una serie di processi piuttosto generali. Nonostante ciò, non è raro che vi siano delle diatribe o controversie.

Una controversia relativa a fusioni e acquisizioni è definita come qualsiasi controversia derivante dalla vendita di un'attività, o di una parte di un'attività, a un'altra, o da una fusione di due attività²².

Vi sono genericamente tre tipologie di dispute che emergono in maniera frequente:

1. *Pre-Signing*: tipiche del periodo precedente alla firma dei primi documenti, quali la Lettera d'Intenti (L.O.I.), accordi di riservatezza, break-up fees o accordi di esclusività.
2. *Closing Period*: l'obiettivo delle condizioni di chiusura è di assicurarsi che i requisiti legali e non siano stati soddisfatti. Gli accordi di chiusura variano significativamente in base alle singole transazioni e possono differire in base all'area del mondo nel quale si è chiuso l'accordo.
3. *Post Closing*: molte dispute nascono subito dopo la chiusura dell'accordo, difatti sono genericamente scatenate da necessità inaspettate di liquidità da parte dei business target.

²² Ziehms, Heiko Daniel. M&A: a Disputes: How They Happen, How to Resolve Them, How to Avoid Them. 1st ed. Alphen aan den Rijn: Wolters Kluwer Law International, 2023.

Avendo a mente quando si verificano maggiormente questi fenomeni, ora risulterà più agevole analizzare le varie fasi del processo di M&A.

1.3.1 Fasi preliminari ed attività preparatorie.

Qui vi è il preludio delle fusioni ed acquisizioni in generale. Si tratta, innanzitutto, di individuare **l'azienda target**. Molto spesso il processo di targeting dell'azienda può essere profondamente analitico, mentre in altre occasioni è meramente opportunistico essendo dettato da circostanze di vario tipo. Questa è probabilmente la fase più strategica, dove è ancora poco rischioso cambiare obiettivo ed il rischio tangibile è ancora poco²³, dopo di ciò il processo di M&A vero e proprio inizia.

Talvolta, potrebbe succedere che la società target decida autonomamente di “mettersi in vendita”, per motivi finanziari o perché gli shareholders necessitano di liquidità. Può, dunque, succedere che il management provi a vendere autonomamente, oppure, come nella maggior parte dei casi, potrebbe rivolgersi a delle **banche d'investimento** che si occuperanno della valutazione dell'azienda, identificheranno potenziali acquirenti ed eventualmente negozieranno la vendita.

Il ruolo delle banche d'investimento, dunque, è di prendersi il rischio della buona riuscita dell'operazione; quindi, esse verranno compensate tramite uno *spread*, o più semplicemente su commissioni, che devono essere negoziate dall'azienda target.

Lo step successivo sono i **contatti preliminari**, e l'azienda target deve consentire, alle volte in forma anonima, di un profilo che consenta alle imprese interessate di analizzare le informazioni fondamentali sul proprio conto. In seguito, vi sarà la formulazione di un **accordo di riservatezza** (*NDO agreement*) dove vengono innanzitutto identificate le parti coinvolte, definito cosa s'intende per materiale ed informazioni riservate e viene sottolineato che i soggetti interessati si impegnano a non divulgare a terzi dati e/o informazioni riservate ricevute nel corso dell'operazione.

Ultimo passo di questa prima fase è quello della preparazione di *information memorandum* od *investment memorandum*, il quale deve essere fornito ai potenziali acquirenti. Il documento deve contenere, oltre al business plan aziendale, anche una

²³ McGrath, M. R. (2011). Practical M&A execution and integration: a step by step guide to successful strategy, risk and integration management. John Wiley & Sons.

visione comprensiva del business su informazioni passate, presenti ed una prospettiva a lungo termine della impresa target. L'obiettivo principale è ulteriormente di convincere ad investire nella società.

Esempi di successo: Centerview Partners

Centerview Partners è una banca d'investimento indipendente statunitense; fondata nel 2006 da Blair Efron, ex membro del board di UBS Investment Bank, dopo aver seguito personalmente la più grande acquisizione dell'anno 2005, ovvero l'acquisto dal valore di 57 miliardi di dollari di Gillette da parte di Procter & Gamble, egli decise di formare una nuova boutique di investment banking, particolarmente specializzata in operazioni di fusione ed acquisizione. Difatti, Centerview Partners ha raggiunto nel 2023 un valore di 133,8 miliardi di dollari²⁴ ed in tempi recenti ha guidato l'acquisizione di Alexion Pharmaceuticals da parte di AstraZeneca, un'operazione da 39 miliardi di dollari.

1.3.2 Lettera d'intenti (L.O.I.)

Immediatamente antecedente alla lettera d'intenti, vi è la **non binding offer**, che rappresenta nient'altro che un'offerta non vincolante fra acquirente e venditore e stabilisce i principali termini, senza vincolare il proseguimento dell'accordo.

Successivamente, si presenta la **lettera d'intenti**. In certi casi esse costituiscono delle puntualizzazioni su taluni elementi del programma negoziale; alternatively consistono in veri e propri contratti preliminari²⁵ che comporta l'impegno delle parti a concludere l'operazione.

Nel dettaglio, gli elementi principali compresi in una lettera d'intenti sono: definizione delle parti, oggetto della negoziazione, criteri di determinazione del corrispettivo di vendita, prezzo di acquisto proposto, condizioni di pagamento ed altri elementi essenziali riferiti all'operazione.

Clausole comuni sono, ancora, quella di riservatezza dell'accordo e di *esclusiva*, mediante il quale le parti, per un periodo di tempo predeterminato, si impegnano a non intraprendere ulteriori trattative con soggetti diversi.

²⁴ <https://www.wallstreetitalia.com/banche-daffari-chi-sono-i-colossi-di-wall-street-nel-2023/>

²⁵ Passagnoli, G. (2017). La Due Diligence nel procedimento di acquisizione societaria. In Due Diligence (pp. 67-80). Wolters Kluwer.

1.3.3 Due Diligence.

La **due diligence** è il processo di valutazione dell'affare da un punto di vista commerciale, finanziario e legale. Si occupa di capire di più sull'attività acquistata, confermare che la società acquirente sta ottenendo ciò che pensa di acquistare, scoprire eventuali rischi nell'affare, trovare problemi di negoziazione e aiutare a pianificare l'integrazione post-affare.

Gli scheletri trovati nella due diligence non dovrebbero normalmente rompere un affare, ma saranno punti di negoziazione sulla strada, con un po' di fortuna, per l'accordo²⁶.

L'analisi differisce, ovviamente, da caso a caso, ma nelle operazioni più complesse è di almeno sei macro-tipi: finanziaria, mercato-prodotto, operativa, contabile e fiscale, legale ed infine ambientale.

Il lavoro, solitamente, è articolato in 4 fasi principali:

1. Raccolta delle informazioni preliminari e definizione degli obiettivi di verifica.
2. Raccolta ed analisi di tutti i documenti ritenuti necessari; finanziari (bilanci, conto economico, flusso di cassa), legali (contratti con fornitori, distributori, licenze, brevetti e documenti relativi a cause). Genericamente vengono richiesti anche documenti riportanti la struttura organizzativa dell'azienda.
3. Interviste e verifiche; i vertici aziendali possono essere ascoltati su alcune zone grigie dell'impresa.
4. Report finale; una volta condotte tutte le attività di verifica viene redatto il documento di reporting finale che evidenzia eventuali rischi ed opportunità collegati all'acquisizione dell'azienda in analisi, cosicché il management della società acquirente avrà a disposizione tutti i mezzi per una decisione più informata possibile.

1.3.4 Redazione e firma del Purchase o Merger Agreement.

²⁶ Howson, P. (2017). Due diligence: The critical stage in mergers and acquisitions. Routledge.

Entrambi il **Purchase ed il Merger Agreement** sono documenti che regolano le operazioni di M&A. Il primo, in particolare, può essere suddiviso in due tipologie differenti; *Share Purchase Agreement (SPA)* e *Asset Purchase Agreement (APA)*.

Lo SPA prevede l'acquisto delle azioni della società target subentrando direttamente a tutti i contratti in atto; i vantaggi sono senz'altro rappresentati dalla continuità organizzativa, il quale rappresenta anche un risparmio di costi impliciti.

L'APA, invece, contempla l'acquisizione solo di alcuni specifici asset e passività, senza l'acquisto dell'intera società; ciò garantisce alla società acquirente maggiore protezione da debiti, passività e rischi legali pregressi.

Il merger agreement, come intuibile, lo si utilizza in caso di fusione. Tutti i documenti citati prevedono un certo insieme di clausole, quali: il meccanismo di determinazione del prezzo, le condizioni sospensive, la regolazione della chiusura, le garanzie del venditore e relative indennità.

1.3.5 Closing.

Immediatamente dopo la costituzione dei contratti di compravendita, si entra nella fase di **closing**, ovvero l'atto conclusivo delle operazioni di fusione ed acquisizione.

In Italia, le procedure di chiusura prevedono l'intervento di un notaio per garantire che tutti i documenti siano legalmente vincolanti. Inoltre, l'accordo in questione può prevedere anche l'inserimento di clausole di non concorrenza per i venditori, purché rispettino l'**art. 2557 c.c., comma 1**, il quale recita: *“Chi aliena l'azienda deve astenersi, per il periodo di cinque anni dal trasferimento, dall'iniziare una nuova impresa che per l'oggetto, l'ubicazione o altre circostanze sia idonea a sviare la clientela dell'azienda ceduta.”*

La conclusione della fase di closing si avrà effettivamente con il passaggio dal venditore al compratore delle quote di partecipazione, della titolarità delle azioni o dell'azienda stessa; dopo di ciò avrà inizio il periodo post-closing.

1.3.6 Il post-Closing.

In quest'ultimo stadio dell'M&A, il **post-closing**, le due aziende si integrano fra di loro; nel dettaglio, prima si compie una fase di pianificazione dell'integrazione, poi la si

implementa ed in definitiva vi è la valutazione dei risultati. Questo processo nella realtà dei fatti può impiegare da pochi mesi fino a diversi anni.

Come affermato ad inizio paragrafo, però, la fase di post-chiusura può nascondere diverse insidie e dispute, non di rado il venditore è soggetto a versare degli indennizzi al manifestarsi di determinati eventi negativi.

Esempi di (in)successo: La fusione Honda-Nissan.

Dopo l'accordo trovato nel dicembre del 2024, la fusione da oltre 50 miliardi di dollari tra la seconda e la terza casa automobilistica giapponese è saltata. Alla base di ciò differenze di vedute nella costruzione del piano d'integrazione fra le due aziende, il quale avrebbe visto perdere completamente di autonomia gestionale la società Nissan. Un ruolo fondamentale è stato giocato da Renault, azionista di riferimento della casata nipponica, con partecipazioni fino al 36%²⁷, che avrebbe ritenuto non conforme alle sue richieste le condizioni dell'accordo, specialmente la mancanza di un premio per la cessione delle azioni.

In particolare, i due gruppi, insieme al junior partner Mitsubishi Motors, avevano spinto le trattative sino alla fase del memorandum of understanding, che non si è concluso. L'idea di fusione era nata per provare a tenere il passo con i competitors Tesla e BYD, specialmente dopo l'annuncio del taglio di oltre 9000 dipendenti da parte di Nissan. Nonostante ciò, le due parti continueranno la loro partnership strategica nel settore dell'elettrico.

²⁷ <https://www.ilsole24ore.com/art/honda-e-nissan-cancellano-definitivamente-progetto-fusione-AGcmq5qC>

CAPITOLO 2: Modelli di valutazione aziendale.

Conoscere quanto vale un'attività e quali sono i fattori determinanti tale valore è senza dubbio un requisito indispensabile per qualunque decisione, dallo scegliere gli investimenti in portafoglio, al decidere il prezzo appropriato per un'acquisizione, al prendere decisioni di investimento, di finanziamento o di distribuzione dei dividendi in genere²⁸. Ecco che dunque, nel corso del capitolo, analizzeremo alcuni dei principali metodi di valutazione aziendale, quali il ***Discounted Free Cash Flow (DCF)*** model, altresì noto come modello dei **Flussi di Cassa**, il ***Dividend Discount Model (DDM)*** ed il **Metodo dei Multipli di Mercato**, differente dai precedenti due poiché basato su un approccio comparativo.

2.1 Il Discounted Free Cash Flow (DCF).

Si parte da un assunto fondamentale, ovvero che il valore attuale netto (***Net Present Value; NPV***) di ogni singolo progetto rappresenta il suo contributo al valore aziendale dell'impresa. In altri termini, per massimizzare il prezzo delle azioni dell'azienda, e quindi il valore dell'impresa, dovremmo esclusivamente accettare progetti che hanno un valore attuale netto positivo.

Il Discounted Free Cash Flow model, dunque, inizia determinando il valore totale dell'azienda disponibile a tutti gli investitori, sia possessori di debito che di equity; ciò vuol dire che il primo step del procedimento è la stima dell'*enterprise value* dell'azienda.

2.1.1 Enterprise Value

L'***Enterprise Value*** è il valore dell'attività sottostante dell'azienda, non gravata da debiti e separata da qualsiasi liquidità o titolo negoziabile. Possiamo interpretare il valore aziendale come il costo netto dell'acquisizione del capitale dell'azienda, prendendone la liquidità, saldando tutti i debiti e possedendo così l'attività non indebitata. Il vantaggio del DCF model è che ci consente di valutare un'azienda senza prevedere esplicitamente i suoi dividendi, i riacquisti di azioni o il suo utilizzo del debito.

$$\text{Enterprise Value} = \text{Capitalizzazione di mercato} + \text{Debito} - \text{Cash}$$

²⁸ Damodaran, A. (2014). Valutazione delle aziende. Maggioli Editore.

Ma, per stimare l'enterprise value dell'azienda, calcoliamo il valore attuale del Free Cash Flow (FCF) che l'azienda ha a disposizione per pagare tutti gli investitori, sia i detentori di debito che quelli di azioni.

2.1.2 Determinazione del Free Cash Flow (FCF)

L'azienda, finanziariamente, non utilizza gli utili per comprare le merci, pagare i dipendenti o finanziare nuovi investimenti, bensì necessita del cash. Ecco che quindi diviene fondamentale andare a determinare i free cash flows dell'impresa. Dunque, oltre ad elencare le varie voci in inglese per avere una prospettiva più internazionale, andremo a vedere due metodi differenti per calcolare i flussi di cassa.

Calcolo del Free Cash Flow partendo dagli Earnings.

Il primo modo che analizzeremo è quello che consente la computazione del FCF iniziando dagli *earnings*. Questi ultimi, in italiano **ricavi**, considerano nella sottrazione anche spese tipicamente che non rappresentano un'uscita di denaro, quali il deprezzamento e l'ammortamento, ciò ci porta, dunque a compiere degli aggiustamenti nel processo di computazione²⁹.

Seguendo il processo passo dopo passo, pertanto, si comincia dalle **Vendite** ed a queste va immediatamente sottratto il **Cost of Goods Sold** (Costo delle merci vendute), ricavando già il **Profitto Lordo**; a seguire un esempio meramente esplicativo.

Earning Forecast	Year 200X
Vendite	100.000€
COGS	(20.000€)
Profitto Lordo	80.000€

Tabella 2.1

²⁹ Berk, J. B., & DeMarzo, P. M. (2007). Corporate finance. Pearson Education.

Una volta ricavato il profitto lordo, vi si devono sottrarre ulteriori costi come le **spese generali di amministrazione, ricerca & sviluppo** e, come già citato, **ammortamento**, ciò condurrà all' **EBIT**.

Profitto Lordo	80.000€
Spese Generali Amm.	(10.000€)
R&S	(5.000€)
Ammortamento	(5.000€)
EBIT	60.000€

Tabella 2.2

Successivamente, dopo aver ulteriormente sottratto l'**imposta sul reddito** (che nell'esempio porremo al 20% per semplificare) dall' EBIT, si entra nel vivo del calcolo del FCF. Difatti, otteniamo l'**Unlevered Net Income** (il Reddito Netto), ed a questo andiamo ad aggiungere di nuovo l'ammortamento che precedentemente avevamo sottratto, poiché, come affermato in precedenza, non è un'uscita di cassa (*non-cash expense*). A ciò si sottraggono le **Capital Expenditures (CapEx)**, nient'altro che gli investimenti compiuti, e gli aumenti del **Net Working Capital (NWC)**, ovvero il capitale circolante netto.

In particolare, il capitale circolante netto lo si calcola nel seguente modo:

$$NWC = \text{Attività Correnti} - \text{Passività Correnti}$$

Cioè,

$$NWC = \text{Cash} + \text{Inventario} + \text{Crediti} - \text{Debiti}$$

Nel dettaglio, il NWC non sempre si sottrae al totale, piuttosto bisogna andarne a verificare le variazioni rispetto al bilancio precedente; quindi, un aumento del NWC rappresenterà un aumento a sua volta degli investimenti ed un'uscita di cash, perciò, computato con segno negativo; una diminuzione comporta un procedimento inverso.

$$\Delta NWC = NWC_t - NWC(t - 1)$$

La seguente tabella, pertanto, illustra la definitiva computazione del Free Cash Flow partendo dagli earnings:

EBIT	60.000€
Imposta sul reddito (20%)	(12.000€)
Unlevered Net Income	48.000€
Ammortamento	5.000€
CapEx	(8.000€)
NWC	(7.000€)
Free Cash Flow (FCF)	38.000€

Tabella 2.3

Calcolo diretto del Free Cash Flow (FCF).

I flussi di cassa, alternativamente, possono essere calcolati tramite una formula breve, che non è nient'altro che un sunto di quanto sviscerato in precedenza.

Nel dettaglio, la suddetta formula è la seguente:

$$FCF = (Ricavi - Costi - Ammortamento) * (1 - \tau_c) + Ammortamento - CapEx - \Delta NWC$$

La quale può essere riscritta anche in altro modo:

$$FCF = (Ricavi - Costi) * (1 - \tau_c) - CapEx - \Delta NWC + \tau_c * Ammortamento$$

In dettaglio, l'ultima parte dell'equazione ($\tau_c * \text{Ammortamento}$) è il cosiddetto **effetto scudo fiscale**.

Questo effetto consente una riduzione delle uscite fiscali grazie alla deducibilità degli interessi passivi e di altre spese deducibili, come ammortamenti o perdite fiscali riportabili. Dunque, l'ammortamento ha un impatto positivo sulla computazione del free cash flow, concetto parzialmente simile a quanto affermato nella Teoria della Struttura del Capitale di Modigliani e Miller (1958), secondo il quale il debito crea valore grazie allo scudo fiscale sugli interessi passivi.

Pertanto, il free cash flow misura la generazione di cash da parte dell'azienda prima che ogni pagamento ai possessori di debito o equity venga considerato. Dunque, proprio come determiniamo il valore di un progetto calcolando il VAN dei flussi di cassa futuri del progetto, stimiamo il valore attuale di un'azienda calcolando il valore attuale dei free cash flow; ma per fare ciò è fondamentale stimare il tasso di attualizzazione.

2.1.3 Calcolo del WACC.

Il processo che porta al calcolo del **WACC (costo medio ponderato del capitale)** va scorso in varie fasi; la prima che andremo ad affrontare è la determinazione del costo del capitale proprio (r_e).

Il Capital Asset Pricing Model (CAPM).

Per CAPM ci si riferisce all'equazione che consente la determinazione del costo del capitale proprio, l'equity.

La formula che consente ciò, nel dettaglio, è la seguente:

$$Re = Rf + \beta * (Rm - Rf)$$

Analizzando ogni elemento dell'equazione, il fattore Rf si riferisce nient'altro che ad i titoli *risk-free* (privi di rischio), difatti, volendo compiere l'analisi basandoci sul mercato italiano il rendimento di un titolo risk-free viene rappresentato dal rendimento dei titoli di Stato, in particolare il Btp, poiché genericamente di durata più lunga se paragonati con i BOT, e quindi più capaci di rappresentare la durata di vita di un'azienda.

Il secondo fattore β , invece, rappresenta proprio la componente non diversificabile di rischio associata a qualsiasi titolo, misura la covarianza standardizzata tra il rendimento

del titolo e il rendimento del mercato³⁰. In termini più formali, il beta può essere espresso nel modo seguente:

$$\beta = \frac{Cov(r_i, r_m)}{Var(r_m)}$$

Dove, $Cov(r_i, r_m)$ rappresenta la covarianza tra il rendimento atteso del titolo i -esimo e il rendimento atteso del portafoglio di mercato e $Var(r_m)$ è la varianza del rendimento atteso del portafoglio di mercato.

I due valori limite del β , difatti, rappresentano due casi particolari:

- a) Se $\beta = 0$, allora $R_i = R_f$. Poiché un titolo con beta pari a zero non ha rischio, il suo rendimento atteso dovrebbe essere pari al tasso privo di rischio.
- b) Se $\beta = 1$, allora $R_i = R_m$. Se un titolo ha lo stesso rischio del portafoglio di mercato, appare ragionevole pensare che debba avere un rendimento atteso uguale a quello offerto dal portafoglio di mercato.

Il terzo, ed ultimo, fattore dell'equazione è il *risk-premium*, ovvero la differenza tra il rendimento atteso del mercato (R_m) e il tasso di rendimento dei titoli risk-free (R_f).

Proprio per ciò, il R_m viene calcolato come il rendimento medio di un paniere di titoli o di un mercato azionario per un periodo temporale piuttosto ampio (genericamente si utilizzano come indici il FTSE MIB o l'S&P 500).

Costo del Capitale di Debito.

La seconda fase del calcolo del WACC è comprendere il costo del debito per l'azienda.

Per comprenderne la computazione, si consideri un'obbligazione ad un anno con un rendimento alla scadenza di y . Dunque, per ogni euro investito nel bond oggi, esso promette di pagare $(1+y)$ euro in un anno. Supponiamo, comunque, che il bond abbiamo una probabilità p di default, in tal caso il detentore dell'obbligazione riceverà solamente $(1+y-L)$ euro, dove L rappresenta la possibile perdita per ogni euro di debito in caso di default.

³⁰ Capizzi, V. (2001). Il capital asset pricing model e le operazioni di corporate e investment banking. Università commerciale Luigi Bocconi.

In definitiva, il costo del capitale di debito è:

$$R_d = (1 - p) * y + p * (y - L) = y - pL$$

L'importanza di questi aggiustamenti dipenderà conseguentemente sulla base del livello di rischio del bond. Generalmente tutte le aziende quotate su mercati azionari (e talvolta anche quelle non quotate) hanno i propri titoli del debito analizzati dalle agenzie di rating (per citarne alcune: Moody's, Fitch, Standard & Poor's), le quali a loro volta emettono dei giudizi su questi bond. In particolare, forniscono i propri risultati utilizzando scale alfabetiche o alfa-numeriche (AAA; Ba1; BB+). Infine, tutti i titoli di debito con una valutazione superiore alla tripla B (BBB) sono considerati sicuri, e quindi sul quale investire con relativa tranquillità, alternativamente i bond con grado BB+ od inferiore sono i cosiddetti *junk bonds* (spazzatura), investire è molto rischioso e sono meramente speculativi.

Vi sarebbe un'altra modalità per calcolare il costo del capitale di debito decisamente più semplicistica, rappresentata dal rapporto fra gli interessi passivi ed il debito totale, ma esclude dal computo la probabilità di default.

II WACC.

Dunque, dopo i vari step illustrati, il seguente è il calcolo definitivo del costo medio ponderato del capitale. Qui una si compie una distinzione doverosa, il WACC può essere *unlevered* o *levered*; il primo è il ritorno previsto che gli investitori guadagneranno possedendo gli asset della società, mentre l'*unlevered* è il costo effettivo del capitale post-tasse per l'azienda, ciò poiché le spese per gli interessi sono detraibili dalle tasse.

$$WACC (Levered) = \frac{E}{E + D} R_e + \frac{D}{E + D} R_d * (1 - \tau_c)$$

Dove, la **E** è il valore del capitale proprio (*Equity*), la **D** rappresenta la totalità del debito aziendale, **R_e** è il costo del capitale proprio (*ROE*), **R_d** il costo del debito ed infine **τ_c** l'aliquota fiscale.

Fornendo un esempio, supponiamo che la società X abbia 300 milioni € di equity e 100 milioni € di debito; inoltre, risulta un costo del capitale proprio pari al 11,5% ed un $R_d = 5,5\%$, infine, l'aliquota fiscale è fissata al 30%.

$$WACC(X) = \frac{300}{300 + 100} * (11,5\%) + \frac{100}{300 + 100} * (5,5\%) * (1 - 30\%)$$

$$WACC(X) = 9,59\%$$

Quindi, una volta stimato il WACC, determinati i Free Cash Flow e conosciuto l'enterprise value, l'ultima fase è l'attualizzazione dei flussi di cassa per conoscere il valore dell'azienda soggetta a fusione o acquisizione.

2.1.4 Attualizzazione dei Flussi di Cassa.

Nell'implementazione del modello andremo a scontare i flussi di cassa al costo medio ponderato del capitale (*WACC*), il costo del capitale che l'azienda deve pagare a tutti i suoi investitori, sia possessori di equity che di debito; alternativamente se l'impresa non avesse mai rilasciato alcuno strumento di debito avremmo scontato i flussi di cassa al costo del capitale proprio (R_e), genericamente più elevato del WACC.

$$V_0 = \frac{FCF_1}{1 + WACC} + \frac{FCF_2}{(1 + WACC)^2} + \frac{FCF_3}{(1 + WACC)^3} + \dots + \frac{FCF_N + V_N}{(1 + WACC)^N}$$

Dove V_0 è valore attuale della società e V_N è il terminal value, utilizzato per stimare il valore dei flussi di cassa oltre l'ultimo anno proiettato.

Per ovviare questo problema, spesso il terminal value è tipicamente stimato considerando un tasso di crescita costante (g_{FCF}) per tutti i cash flows che superano il periodo N.

$$V_N = \frac{FCF_{N+1}}{WACC - g_{FCF}} = \left(\frac{1 + g_{FCF}}{WACC - g_{FCF}} \right) * FCF_N$$

Ovviamente il tal caso la problematica diviene stimare il tasso di crescita (g_{FCF}); difatti esistono tipicamente due metodologie. Nel primo caso si utilizza un approccio storico, ovvero si va ad individuare quanto sono cresciute storicamente le vendite della società e si va a riadattare quel tasso di crescita passato ai flussi futuri, compiendo alcuni accorgimenti di tipo settoriale o macroeconomico (qualora il settore sia divenuto più saturo o si prevede un periodo di recessione le stime saranno riviste al ribasso).

Il secondo metodo prende in analisi il **ROIC** (*ritorno sul capitale investito*). Nei modelli di valutazione aziendale, il tasso di crescita atteso è un prodotto del rendimento del

capitale investito in nuovi asset e della quota di reddito operativo reinvestito nell'azienda (tasso di reinvestimento)³¹.

$$g_{FCF} = \text{Tasso di Reinvestimento} * ROIC$$

$$g_{FCF} = \frac{(CapEx - Ammortamento + \Delta NWC)}{EBIT_{(1-t)}} * ROIC$$

Una volta calcolato il tasso di crescita, dunque, si è perfettamente il grado di stimare il valore dell'impresa tramite il modello del *Discounted Free Cash Flow*.

2.1.5 Il metodo Flow-to-Equity (FTE).

Talvolta la struttura del capitale di un'impresa può essere complessa ed i valori di mercato di alcuni titoli emessi dalla società non essere noti. Risulta più agevole utilizzare la metodologia *Flow-to-Equity*, dove vengono calcolati i Free Cash Flow disponibili ai possessori di equity e scontati al costo del capitale proprio (R_e).

Il primo step è, quindi, computare il **FCFE** (Free Cash Flow to Equity), il procedimento è simile a quello precedentemente illustrato per i flussi di cassa:

$$FCFE = FCF - (1 - \tau_c) * (Interessi) + indebitamento netto$$

Questo poiché l'impresa paga interessi sul debito, questi riducono il flusso di cassa disponibile per gli azionisti, ma al contempo gli interessi sono deducibili fiscalmente, il che significa che riducono l'importo delle tasse pagate dall'impresa. A ciò si somma l'indebitamento netto, ovvero la differenza tra nuovo debito contratto e finanziamenti effettuati.

Da qui in poi il procedimento di attualizzazione è uguale a quanto visto per il *Discounted Free Cash Flow method*, con la differenza già illustrata secondo il quale il fattore di sconto è R_e invece che il WACC.

Il metodo FTE può essere visto come un metodo più trasparente per discutere i benefici di un progetto per gli azionisti sottolineando le implicazioni del progetto stesso sul capitale proprio.

³¹ Damodaran, A. (2007). Return on capital (ROC), return on invested capital (ROIC) and return on equity (ROE): Measurement and implications.

2.2 Il Dividend Discount Model (DDM).

Anche per questo metodo partiamo da un assunto, ovvero che il prezzo di azione, il quale un investitore è disposto a pagare dipende dai ritorni attesi³², in questo caso i dividendi.

2.2.1 Il DDM con dividendi costanti.

Innanzitutto, vi sono due possibili fonti di guadagno dal possedere delle azioni, ovvero la distribuzione dei dividendi da parte della società e l'apprezzamento del titolo azionario.

Da un punto di vista formulistico vengono rappresentati nel seguente modo:

$$R_e = \frac{Div_1 + P_1}{P_0} - 1 = \frac{Div_1}{P_0} + \frac{P_1 - P_0}{P_0}$$

Dove il primo termine rappresenta, per l'appunto, il ritorno del dividendo sul prezzo iniziale dello *share* ed il secondo termine è il guadagno in conto capitale, ovvero la differenza fra il prezzo di vendita ed il prezzo d'acquisto dell'azione in termini percentuali. I termini, sommati, ci forniscono il ritorno totale sul capitale proprio, che verrà utilizzato come tasso di attualizzazione per il modello.

Infatti, l'equazione per conoscere il prezzo attuale delle azioni/quote di un'impresa per un orizzontale temporale N è così rappresentata:

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

Il modello visto così risulta piuttosto semplicistico e poco realista, poiché il tutto si basa sull'assunto di dividendi costanti, senza alcuna minima variazione, ecco perché sono stati sviluppati ulteriori modelli.

2.2.2 Il DDM a crescita perpetua.

Pur rimanendo un assunto non estremamente complicato, in questo caso si suppone che i dividendi crescano ad un tasso di crescita costante g , già precedentemente illustrato.

Il modello, uno dei più usati e noto come modello della crescita di Gordon, è così esplicitato:

³² Mondello, E. (2023). Dividend Discount Model. In Applied Fundamentals in Finance: Portfolio Management and Investments.

$$P_0 = \frac{Div_1}{R_e - g}$$

2.2.3 Il DDM a crescita variabile (multi-stage).

Spesso, le imprese giovani hanno elevati tassi di crescita nel periodo iniziale oppure sono solite non distribuire dividendi nei primi periodi, reinvestendo interamente gli utili. Per queste ragioni, non è possibile utilizzare un modello di dividendi a crescita costante, piuttosto si utilizza una metodologia che prevede dividendi differenti fino ad un certo punto e poi da quel momento, quando l'azienda si sarà stabilizzata, si andrà ad utilizzare il modello a crescita perpetua.

Nel dettaglio:

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

Si pronostica, dunque, una crescita pari a g dal periodo $N+1$ in poi.

2.2.4 Enterprise Value partendo dal DDM.

L'ultimo passaggio da compiere è la stima del valore dell'azienda (*enterprise value*), che andremo a vedere tramite un esempio numerico applicando il DDM a crescita perpetua.

Si suppone che l'azienda XYZ paghi dividendi di 3,40€ per azione l'anno prossimo e si prospetta un tasso di crescita (g) del 3,8%. Il costo del capitale proprio (R_e) è pari al 7,55% e vi sono 10 milioni di azioni circolanti. Infine, l'azienda ha un debito finanziario totale di 45 milioni di euro e 8 milioni di euro disponibili in cassa.

Procedendo con ordine, andiamo a calcolare il prezzo di una singola azione:

$$P_0 = \frac{3,40\text{€}}{(7,55\% - 3,8\%)} = 90,67\text{€}$$

Ogni singola azione ha un valore di 90,67€. Il risultato viene moltiplicato per il totale di azioni circolanti, quindi 10 milioni:

$$Equity Value = P_0 * N \text{ azioni circolanti} = 90,67\text{€} * 10\text{mln} = 906 \text{ milioni €}$$

L'ultimo conto matematico ci conduce al valore totale dell'azienda, l'enterprise value:

$$Enterprise Value = Equity Value + Debito - Cassa$$

$$\text{Enterprise Value} = 906 \text{ milioni €} + 45 \text{ milioni €} - 8 \text{ milioni €} = 943 \text{ milioni €}$$

Dunque, applicando il metodo del Dividend Discount Model a crescita perpetua il valore dell'azienda XYZ è di 943 milioni di euro.

Il DDM viene visto come un modello di valutazione aziendale decisamente più rapido rispetto al DCF, illustrato in precedenza, e proprio per questo motivo presenta alcuni svantaggi; in primis risulta effettivamente difficile stimare con precisione i futuri dividendi di un'azienda, specialmente per un periodo che supera i 2/3 anni. Oltre a ciò, è altrettanto complesso valutare il tasso di crescita futuro, essendoci molteplici fattori esogeni che possono andare a modificare in tempi rapidi le performance aziendali.

Ecco perché viene sviluppato un ulteriore modello di valutazione aziendale, più conservativo e che segue un approccio comparativo, il metodo dei multipli di mercato.

2.3 Il metodo dei multipli di mercato.

Nell'utilizzare il metodo dei multipli di mercato non andiamo a stimare direttamente i flussi di cassa aziendali, piuttosto si va a determinare il valore aziendale basandosi sul valore di altre, comparabili, imprese.

Ovviamente, non esistono aziende identiche fra di esse; dunque, il primo ostacolo di tale metodo è la scelta del campione di riferimento.

2.3.1 La scelta del campione di riferimento.

La validità del multiplo valutativo dipenderà dalla natura delle differenze fra le imprese nel campione e la sensibilità dei multipli stessi a queste differenze.

Vi sono, comunque, delle linee guida da seguire nella scelta del campione aziendale; innanzitutto devono essere tassativamente aziende facente parti dello stesso settore e sottosettore, poiché avente un business model simile e probabilmente reagiranno in maniera più accomunabile agli stimoli macroeconomici.

Secondariamente, dovrebbero appartenere allo stesso paese o area geografica, per motivi di tipo regolamentativo e rischio paese. Difatti, per tutti i paesi europei (eccezion fatta per Grecia e Danimarca), le aziende da prendere in considerazione qualora si stia compiendo una stima dell'enterprise value utilizzando il metodo dei multipli di mercato,

bisognerebbe che facciano esclusivamente parte del pool dell'UE a 15 nazioni (EU15) per ottenere dei risultati più verosimili possibile³³.

Ulteriormente, si devono considerare società di dimensioni similari in termini di ricavi, fatturato e numero di dipendenti, oltre ad essere in uno stadio di vita simile; non avrebbe alcun senso comparare una start-up con un'azienda matura od addirittura in crisi.

2.3.2 Principali multipli.

I multipli per la valutazione aziendale vengono genericamente suddivisi in 3 macro-classi:

- Multipli di redditività, basati sugli utili.
- Multipli patrimoniali, basati sul valore contabile.
- Multipli di ricavi.

Oltre a questi, poi vi sono specifici multipli settoriali che si adattano meglio alle varie *industries*.

Analizzando i principali ratio di ognuno di queste macro-classi, e partendo dalla prima, il multiplo più popolare è:

$$\frac{\text{Enterprise Value (EV)}}{\text{EBIT}}$$

Utile per confrontare la redditività operativa prima di oneri finanziari e imposte. Alternativamente, altrettanto utilizzato è *P/E (Price to Earnings)* ratio:

$$\frac{\text{Prezzo per azione}}{\text{Utile per azione (EPS)}}$$

Della seconda categoria, il più applicato è il *Price to Book Value (P/BV)*, poiché garantisce una misura di quanto gli investitori stanno pagando per ogni euro del valore contabile di una società.

$$\frac{P}{BV} = \frac{\text{Prezzo di mercato dell'azione}}{\text{Valore contabile per azione}}$$

³³ Dittmann, I., & Weiner, C. (2005). Selecting comparables for the valuation of European firms.

$$\frac{P}{BV} = \frac{\text{Capitalizzazione di mercato}}{\text{Patrimonio netto contabile}}$$

Mentre per aziende in crescita ma che non generano ancora utili (start-up ad esempio), multipli basati sui ricavi possono essere un ottimo indicatore della dimensione economica. A tal proposito, uno altrettanto utilizzato è il seguente:

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{Vendite}}$$

Secondo una ricerca sul mercato italiano³⁴, la correlazione migliore tra valutazione tramite multipli e prezzo effettivo a quale l'impresa viene acquisita la ottiene il ratio (*Enterprise Value*)/*EBITDA*, ed in generale tutti i multipli basati sulle vendite.

Il metodo dei multipli di mercato è spesso visto come una scorciatoia, ma in realtà ha il vantaggio, oltre alla sua semplicità, di basarsi sui prezzi effettivi di aziende reali e comparabili piuttosto che su previsioni, talvolta errate, dei flussi di cassa futuri.

In conclusione, nessuna metodologia singolarmente provvede a fornire una risposta veritiera riguardante il valore di un'azienda, piuttosto si tende ad utilizzare una combinazione tra i vari approcci.

³⁴ Fidanza, B. (2007). Efficacia nelle valutazioni del metodo dei multipli di mercato. Una verifica empirica sul mercato italiano.

CAPITOLO 3: I limiti legali e le norme Antitrust: come le regolamentazioni italiane ed europee impattano l'M&A.

Dopo aver compiuto una panoramica delle fusioni ed acquisizioni da un punto di vista gestionale/manageriale ed avere visto i principali metodi per la valutazione delle aziende vi è da comprendere che vi sono delle limitazioni imposte sia dalla legislazione nazionale che, specialmente, dalle norme comunitarie.

In ambo i casi, per la legislazione italiana ed europea, la normativa *antitrust* è diretta a tutelare non solo, chiaramente, le imprese, ma specialmente i consumatori, legittimati a far valere le proprie ragioni nelle varie sedi di applicazione della normativa³⁵. Dunque, le autorità di competenza si fanno carico del perseguimento delle violazioni delle regole di concorrenza e nel controllo delle operazioni di concentrazione.

3.1 Il regolamento Antitrust dell'Unione Europea.

L'UE dispone di rigorose norme a tutela della libera concorrenza. Tali norme di libera concorrenza si applicano direttamente a tutti gli stati sovrani e spetta ai rispettivi tribunali nazionali farle applicare alle imprese ed a qualsiasi organizzazione svolga un'attività economica organizzata. In particolare, tali misure legislative vanno a vietare contatti ed accordi illegali, l'abuso di posizione dominante e segnalare le varie pratiche anticoncorrenziali.

3.1.1 Articoli 101 e 102 TFUE.

La genesi di questi articoli avviene il 6 febbraio 1962, con l'approvazione del regolamento n.17 del Consiglio dell'Unione Europea, nel dettaglio gli **art. 81** ed **82** del **TCE**, che hanno permesso lo sviluppo di una politica comunitaria in materia di concorrenza che ha contribuito alla diffusione di una cultura della concorrenza nella Comunità.

Suddette norme vengono successivamente modificate e diventano gli articoli **101** e **102** del Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea (in acronimo **TFUE**),

³⁵ Catricalà, A., & Lalli, A. (2010). L'antitrust in Italia: il nuovo ordinamento. Giuffrè Editore.

alternativamente noto come Trattato di Lisbona, entrambe facente parte del titolo VII delle norme comuni sulla concorrenza, sulla fiscalità e sul ravvicinamento delle legislazioni.

Quello che esplicita il **comma 1** dell'**art. 101** è la volontà di contribuire al progetto dell'unione economica; di fatto operando in un regime di concorrenza leale, e non falsata, le imprese hanno maggiore interesse a lavorare in maniera efficiente, offrendo prodotti e/o servizi migliori a prezzi più bassi. Il regime concorrenziale si pone l'obiettivo di massimizzare il benessere dell'intera comunità, idealmente avvicinandosi al concetto di *perfect competition*, dove una grande fetta del surplus generato termina nelle mani dei consumatori:

“1. Sono incompatibili con il mercato interno e vietati tutti gli accordi tra imprese, tutte le decisioni di associazioni di imprese e tutte le pratiche concordate che possano pregiudicare il commercio tra Stati membri e che abbiano per oggetto o per effetto di impedire, restringere o falsare il gioco della concorrenza all'interno del mercato interno ed in particolare quelli consistenti nel:

- a. fissare direttamente o indirettamente i prezzi d'acquisto o di vendita ovvero altre condizioni di transazione;*
- b. limitare o controllare la produzione, gli sbocchi, lo sviluppo tecnico o gli investimenti;*
- c. ripartire i mercati o le fonti di approvvigionamento;*
- d. applicare, nei rapporti commerciali con gli altri contraenti, condizioni dissimili per prestazioni equivalenti, così da determinare per questi ultimi uno svantaggio nella concorrenza;*
- e. subordinare la conclusione di contratti all'accettazione da parte degli altri contraenti di prestazioni supplementari, che, per loro natura o secondo gli usi commerciali, non abbiano alcun nesso con l'oggetto dei contratti stessi.”*

Dove, sotto la nozione di “accordi fra imprese” non ricadono sono accordi ufficiali, ma anche intese informali o tacite. Inoltre, al punto e. vengono vietate prestazioni subordinate obbligatorie la quale non abbiano connessione con l'oggetto del contratto stesso; in particolare si tratterebbe delle pratiche di marketing del **tying** e **bundling**. Nel tying il

cliente può acquistare un prodotto solo se accetta di acquistarne un secondo, mentre nel bundling due prodotti o servizi sono offerti insieme e non vi è possibilità alcuna di acquistarli insieme. In queste situazioni i clienti sono costretti ad acquistare il prodotto secondario, anche contro la loro volontà, oltre ad escludere eventualmente dal mercato le aziende produttrici dell'oggetto complementare.

Celebre la sentenza del 2004 della Commissione Europea ai danni di Microsoft, la quale aveva abusato della propria posizione dominante nel mercato dei sistemi operativi per computer abbinandone la vendita del Windows Media Player. In particolare, Microsoft possedeva una quota superiore al 90% nel suddetto mercato ed andando ad installare automaticamente il proprio media player andava ad escludere forzatamente i concorrenti. Infatti, la Commissione conclude l'indagine confermando l'abuso di posizione dominante e multando Microsoft per una cifra di oltre 497 milioni di euro, oltre a dover offrire una versione di Windows senza media player entro 90 giorni³⁶.

L'**articolo 102**, sotto riportato, è molto simile nel contenuto e negli obiettivi che si prepone, ma comunque si differenzia in alcuni aspetti:

“È incompatibile con il mercato interno e vietato, nella misura in cui possa essere pregiudizievole al commercio tra Stati membri, lo sfruttamento abusivo da parte di una o più imprese di una posizione dominante sul mercato interno o su una parte sostanziale di questo.

Tali pratiche abusive possono consistere in particolare:

- a. nell'imporre direttamente od indirettamente prezzi d'acquisto, di vendita od altre condizioni di transazione non eque;*
- b. nel limitare la produzione, gli sbocchi o lo sviluppo tecnico, a danno dei consumatori;*
- c. nell'applicare nei rapporti commerciali con gli altri contraenti condizioni dissimili per prestazioni equivalenti, determinando così per questi ultimi uno svantaggio per la concorrenza;*

³⁶ Commissione Europea. (2004). Decisione Microsoft – COMP/C-3/37.792. Comunicato stampa IP/04/382 del 24 marzo 2004.

d. nel subordinare la conclusione di contratti all'accettazione da parte degli altri contraenti di prestazioni supplementari, che, per loro natura o secondo gli usi commerciali, non abbiano alcun nesso con l'oggetto dei contratti stessi.”

Come detto, ad una prima lettura possono sembrare molto simili fra di loro nella tematica, ma differiscono per quanto riguarda la “territorialità”; ovvero, l’art. 101 si applica solamente se l’intesa ha un potenziale impatto transnazionale, mentre l’art. 102 entra in vigore ogni qual volta l’abuso di posizione dominante va ad impattare il mercato interno ad ogni paese. Inoltre, seppur complementari, l’art. 102 punisce comportamenti abusivi unilaterali, mentre l’art. 101 sanziona le collaborazioni restrittive tra più enti giuridici.

L’esempio sopracitato di Microsoft, nel frattempo, ha introdotto un altro organo, la **Commissione Europea (CE)**, le quali funzioni in materia vengono esplicitate nel seguente paragrafo.

3.1.2 Il ruolo della Commissione Europea sulle concentrazioni: regolamento n.139/2004.

Volendone fornire un primissimo e rapido inquadramento, la Commissione Europea, organo prevalentemente esecutivo, promuove, in virtù dell’art. 17 TUE, *“l’interesse generale dell’Unione e adotta le iniziative appropriate a quel fine. Vigila sull’applicazione dei trattati e delle misure adottate dalle istituzioni in virtù dei trattati”*. Dunque, la Commissione, qualora rilevi una violazione degli articoli 101 e 102 del TFUE può imporre le imprese a porvi fine³⁷.

Oltre a ciò, la CE segue il **regolamento comunitario n.139/2004** emanato il 20 gennaio del medesimo anno. Analizzandone i punti salienti, **l’art.1**³⁸ fornisce il campo di applicazione delle norme; ovvero, una fusione o acquisizione è di dimensione comunitaria, e dunque sottostà alla giurisdizione comunitaria piuttosto che alle autorità nazionali competenti, quando il fatturato totale a livello mondiale dell’insieme delle imprese interessate è superiore a 5 miliardi di euro e contemporaneamente il fatturato

³⁷ Pappalardo, A. (2018). Il diritto della concorrenza dell'Unione europea. UTET giuridica.

³⁸ Consiglio dell’Unione Europea. (2004). Regolamento (CE) n. 139/2004 del Consiglio del 20 gennaio 2004 relativo al controllo delle concentrazioni tra imprese. Gazzetta ufficiale dell’Unione europea, L 24 del 29.1.2004, pp. 1–22.

totale realizzato individualmente nella Comunità da almeno due delle imprese interessate è superiore a 250 milioni.

Questi limiti servono a portare sotto l'occhio della Commissione esclusivamente delle operazioni che possano impattare sensibilmente il mercato interno UE, per tale motivo le imprese dovranno notificare le proprie intenzioni direttamente all'autorità di Bruxelles e non ai corrispettivi nazionali.

Un altro articolo fondamentale per la trattazione della tematica dell'M&A è **l'art.3, primo comma**; il quale ci fornisce una definizione esaustiva di concentrazione:

“Si ha una concentrazione quando si produce una modifica duratura del controllo a seguito:

a. della fusione di due o più imprese precedentemente indipendenti o parti di imprese; oppure

b. dell'acquisizione, da parte di una o più persone che già detengono il controllo di almeno un'altra impresa, o da parte di una o più imprese, sia tramite acquisto di partecipazioni nel capitale o di elementi del patrimonio, sia tramite contratto o qualsiasi altro mezzo, del controllo diretto o indiretto dell'insieme o di parti di una o più altre imprese.”

Seppur le definizioni di fusione ed acquisizioni non sono dei concetti nuovi per quanto ci riguarda, restano fondamentali per l'eseguibilità dell'intero regolamento, poiché la CE potrà verificare, ed eventualmente vietare, solo ed esclusivamente delle concentrazioni che rientrano nella casistica indicata.

Proseguendo nell'analisi dei principali articoli, altrettanto rilevante è **l'art.5**, il quale fornisce una visione più economico/contabile alle concentrazioni poiché va a fornire linee guida per il calcolo del fatturato, essenziale per quanto indicato precedentemente nell'art.1.

In dettaglio, il fatturato comprende gli importi ricavati dalle vendite di prodotti e servizi realizzati dalle imprese coinvolte nell'ultimo esercizio economico, previa detrazione di sconti concessi, IVA ed altre imposte legate direttamente con il fatturato. Inoltre, non si tiene conto delle transazioni avvenute fra le aziende interessate alla concentrazione.

Il fatturato realizzato, nella Comunità o in uno Stato membro, comprende i prodotti venduti ed i servizi forniti ad imprese o a consumatori nella Comunità o nello Stato membro in questione.

Per enti creditizi ed altri istituti finanziari, invece, il fatturato è sostituito da altri proventi, in particolare:

- Interessi;
- Proventi su titoli: azioni, partecipazioni o partecipazioni in imprese collegate;
- Proventi per commissioni;
- Profitti da operazioni finanziarie e altri proventi di gestione.

Degno di citazione è l'**articolo 9**, poiché ci consentirà di collegarci ai paragrafi successivi, ed esplicita la possibilità di rinvio alle autorità competenti degli stati membri. Ciò viene effettuato su richiesta esplicita e motivata di uno degli stati e devono dimostrare che:

1. La concentrazione minaccia di compromettere significativamente la concorrenza interna al proprio mercato;
2. Quel mercato non costituisce una parte sostanziale del mercato europeo.

Qualora la Commissione accetti il rinvio, verrà applicato integralmente il diritto antitrust nazionale dello stato in questione.

Prima di passare alla regolamentazione italiana, è doveroso compiere un passaggio su un elemento che fa da *trait d'union* per i diversi trattati appena analizzati, ovvero il concetto di **mercato rilevante**.

3.1.3 Il concetto di mercato rilevante.

Ogni qual volta vi sia il sospetto di una potenziale delle norme concorrenziali dell'UE il primo elemento da prendere in considerazione è il mercato rilevante³⁹. Quest'ultimo definisce il mercato sotto due dimensioni; la dimensione prodotto e la dimensione geografica:

³⁹ Commissione delle Comunità Europee. (1997). Comunicazione della Commissione — Definizione del mercato rilevante ai fini della normativa comunitaria in materia di concorrenza. Gazzetta ufficiale delle Comunità europee, C 372 del 9.12.1997, pp. 5–13.

- **Il mercato del prodotto rilevante** considera tutti i prodotti intercambiabili o potenziali sostituti, in ragione di caratteristiche, prezzo e funzione d'uso.
- **Il mercato geografico rilevante** prende in analisi tutte le aree in cui le imprese coinvolte acquistano o vendono i propri prodotti e/o servizi.

A primo impatto sembrerebbero esserci dei limiti nel concetto di prodotto sostituto o intercambiabile, ma la Commissione compie analisi più dettagliate sul concetto di **sostituibilità** e va a dettarne dei parametri ben definiti, per ovviare qualsiasi sfruttamento di zone grigie.

Di fatto, viene valutata la sostituibilità del bene sia dal versante della domanda sia dal lato dell'offerta. Sul versante della domanda (quindi dal punto di vista dei consumatori) si va a verificare se essi hanno una possibilità di passare immediatamente ad un prodotto sostituto affrontando un piccolo aumento del prezzo, compreso fra il 5% ed il 10%.

Dal versante dell'offerta, invece, si deve verificare se i fornitori hanno la capacità di modificare rapidamente il loro processo produttivo.

Ovviamente ciò non basta, infatti la Commissione al momento dell'analisi tiene conto anche delle sedi storiche e dell'elasticità incrociata della domanda rispetto al prezzo, fondamentale a comprendere non solo se i prodotti sono sostituti, ma anche per comprendere i confini geografici, analizzando fino a che distanza la relazione sussiste.

$$E_{AB} = \frac{\% \Delta Q_A}{\% \Delta P_B}$$

Ulteriori ostacoli possono essere rappresentati da delle barriere rappresentate dagli *switching costs* (costo nel cambiare il prodotto da parte del consumatore) oppure impedimenti normativi o logistici.

In ultima, prima di concludere, la Commissione può consultare direttamente i consumatori o i concorrenti e raccogliere le loro opinioni sul grado di intercambiabilità dei prodotti.

3.2 La regolamentazione Antitrust nazionale.

In Italia, queste funzioni vengono effettuate dalla **CONSOB** e dall'**AGCM**; volendone fornire una prima panoramica, possiamo dire che l'attività dell'Antitrust e della CONSOB

consiste nel verificare la compatibilità delle condotte degli imprenditori rispettivamente con la dinamica competitiva (Antitrust) e con la trasparenza e l'affidabilità del mercato finanziario (CONSOB), e, nel caso di esito negativo del riscontro, nel regolarizzare i comportamenti illeciti⁴⁰.

3.2.1 La Legge n.287/1990 ed il ruolo dell'AGCM.

La Legge n.287/1990 entra in vigore sul territorio nazionale il 14 ottobre del medesimo anno e promuove norme per la tutela della concorrenza e del mercato.

Di fatto, la legge in questione disciplina quanto affermato in ambito comunitario, nei paragrafi precedenti; tant'è che **l'art.2**⁴¹ della Legge n.287/1990 ricalca per grandissimi aspetti l'art. 101 TFUE, andando a vietare le intese restrittive della concorrenza, riprendendone anche le modalità secondo il quale è vietato compierle:

1. fissare direttamente o indirettamente i prezzi d'acquisto o di vendita ovvero altre condizioni contrattuali;
2. impedire o limitare la produzione, gli sbocchi o gli accessi al mercato, gli investimenti, lo sviluppo tecnico o il progresso tecnologico;
3. ripartire i mercati o le fonti di approvvigionamento;
4. applicare, nei rapporti commerciali con altri contraenti, condizioni oggettivamente diverse per prestazioni equivalenti, così da determinare per essi ingiustificati svantaggi nella concorrenza;
5. subordinare la conclusione di contratti all'accettazione da parte degli altri contraenti di prestazioni supplementari che, per loro natura o secondo gli usi commerciali, non abbiano alcun rapporto con l'oggetto dei contratti stessi.

Ma le assonanze normative non terminano qui, poiché anche **l'art.3** riprende molteplici aspetti dell'art. 102 TFUE in materia di abuso di posizione dominante nel mercato nazionale.

Si differenzia dalla legislazione europea **l'art.8**, in materia di imprese pubbliche ed in monopolio legale, in particolare al **comma 2**, il quale afferma che *“le disposizioni di cui ai precedenti articoli non si applicano alle imprese che, per disposizioni di legge,*

⁴⁰ De Minico, G. (1997). Antitrust e Consob. Obiettivi e funzioni. Cedam.

⁴¹ Italia. (1990). Legge 10 ottobre 1990, n. 287: Norme per la tutela della concorrenza e del mercato. Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, n. 240, 13 ottobre 1990.

esercitano la gestione di servizi di interesse economico generale ovvero operano in regime di monopolio sul mercato, per tutto quanto strettamente connesso all'adempimento degli specifici compiti loro affidati". In questa situazione si vede tutta la maggiore flessibilità voluta storicamente dai legislatori nazionali rispetto all'ottica meramente competitiva desiderata dall'Unione Europea. Infatti, in Italia le deroghe vengono concesse a tutte le imprese pubbliche che offrano un servizio di interesse economico generale (**SIEG**); mentre il TFUE le esonera solamente quando l'applicazione del trattato stesso ostacoli l'erogazione del servizio pubblico.

Al titolo II della Legge vi è l'**articolo 10**, fondamentale per l'istituzione **dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (AGCM)**; l'obiettivo che si vuole intraprendere con la creazione dell'autorità indipendente è garantire la tutela della concorrenza, contrastare le pratiche commerciali scorrette e vigilare sui conflitti d'interesse nel quale possono incappare le cariche del Governo⁴².

Dunque, applicandola all'ambito dell'M&A, l'AGCM ne valuta la fattibilità, andando a verificare caso per caso che queste operazioni di concentrazione non vadano a creare degli ostacoli alla concorrenza. Nel fare ciò, si attiene a delle soglie di fatturato (in maniera molto simile alla Commissione Europea) oltre il quale le operazioni vengono notificate all'autorità stessa che ne controllerà la realizzabilità.

Le soglie sono state aggiornate recentemente dall'AGCM tramite Delibera n.31495 del 18 marzo 2025:

- 582 milioni di euro: fatturato totale realizzato a livello nazionale dall'insieme delle imprese interessate all'operazione di concentrazione.
- 35 milioni di euro: fatturato totale realizzato individualmente a livello nazionale da almeno due delle imprese interessate.

Vi è da precisare che anche qualora queste soglie non vengano superate l'autorità può chiederne la notifica qualora ritenga che la concentrazione possa alterare il naturale funzionamento del mercato.

⁴² <https://www.agcm.it/chi-siamo/istituzione/index>

3.2.2 La CONSOB.

Un altro organo che svolge un ruolo fondamentale nel disciplinare le fusioni e acquisizioni è la Commissione Nazionale per le società e la borsa (**CONSOB**); essa viene istituita con la **Legge n.216/1974**.

Tra le varie funzioni che le competono, vigila sulle società che gestiscono i mercati finanziari, regola i servizi forniti dagli intermediari finanziari oltre che gli obblighi informativi delle società quotate, autorizza i prospetti ed i documenti per le offerte pubbliche di acquisto e di scambio e controlla e sanziona eventuali condotte illecite⁴³.

La CONSOB, inoltre, svolge un ruolo fondamentale nel sistema delle fusioni e acquisizioni nel mercato italiano; proprio in virtù dei poteri di controllo che le sono stati conferiti essa svolge una presenza di vigilanza costante a seguito degli **articoli 106-109 TUF**.

In particolare, l'autorità vigila sui movimenti nel capitale delle società quotate, e qualora una società venga a detenere una partecipazione superiore al 30% del capitale, o diritti di voto superiori al 30% dei medesimi (art. 106, **comma 1**) è **obbligata** a promuovere un'**OPA** rivolta a tutti i possessori di titoli della società medesima⁴⁴.

Questa, però, non è l'unica circostanza secondo la quale la CONSOB deve vigilare su percentuali di partecipazione; infatti, risponde pure **all'articolo 108** del TUF, dove, al **comma 1**, l'offerente che viene a detenere partecipazioni pari ad almeno il 95% è obbligato ad acquistare i restanti titoli da chi ne faccia espressa richiesta. Ci troviamo a tutti gli effetti in una situazione di **sell-out** (alternativamente nota come *squeeze-out*), e la norma in questione è costruita proprio per garantire maggiore tutela agli azionisti di minoranza che altrimenti rischierebbero l'isolamento e la perdita del valore delle proprie azioni.

In ogni caso, l'operato della CONSOB è strettamente connesso a quello del suo corrispettivo europeo, l'**ESMA** (*European Securities and Markets Authority*), specialmente quando l'operazione di M&A è transfrontaliera. Infatti, anche a seguito della Direttiva 2004/25/CE si prevede massima armonizzazione e scambio

⁴³ www.consob.it

⁴⁴ Banca d'Italia (2018). OPA (Offerta Pubblica di Acquisto): significato, funzionamento e nuove soglie, Pubblicazione Online.

d'informazioni, oltre che investigazioni coordinate su materie come abuso di mercato o *insider trading*.

3.3 Il ruolo della BCE nell'M&A bancario.

La **Banca Centrale Europea**, tramite il proprio sistema di vigilanza bancario europeo, il **Meccanismo di Vigilanza Unico** (*Single Supervisory Mechanism; SSM*), salvaguarda la solidità del sistema bancario europeo, ne accresce l'integrazione e ne assicura una attenta vigilanza.

Inoltre, la BCE è in stretta collaborazione con le autorità nazionali competenti in merito al monitoraggio delle banche; ovvero, le banche e gli istituti di credito ritenuti significativi sono sotto il controllo diretto della BCE, mentre per gli altri vengono delegati i compiti alle autorità nazionali.

I criteri che le rendono significative vengono delineati **dall'art. 6 del Regolamento UE n.1024/2013⁴⁵**, in particolare si tiene conto delle dimensioni, dell'importanza per l'economia dell'Unione o di qualsiasi altro Stato membro partecipante e della significatività delle attività transfrontaliere.

Relativamente alle dimensioni il Regolamento fissa dei parametri piuttosto precisi, vengono considerati significativi quando:

1. Il valore totale delle attività supera i 30 miliardi di euro;
2. Il rapporto tra le attività totali e il PIL dello Stato membro partecipante in cui sono stabiliti supera il 20 %, a meno che il valore totale delle attività sia inferiore a 5 miliardi di euro;

Potendone citare un paio di esempi esplicativi, sia UniCredit che Intesa Sanpaolo sono sottoposti alla vigilanza comunitaria, mentre Banca Mediolanum è sottoposta alla vigilanza della Banca d'Italia poiché non raggiunge le soglie quantitative sopracitate.

⁴⁵ Parlamento Europeo e Consiglio. (2013). Regolamento (UE) n. 1024/2013 del 15 ottobre 2013 che attribuisce compiti specifici alla BCE in materia di vigilanza prudenziale. Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea.

Ma il ruolo della BCE non si ferma qui, poiché ha un ruolo fondamentale nell'approvazione delle fusioni e acquisizioni bancarie che comportano una partecipazione qualificata.

Si considera partecipazione qualificata, secondo la Direttiva 2013/36/UE, il possesso di una quota pari o superiore al 10% del capitale o comunque una quota che consenta di influenzare significativamente la gestione della banca.

In altre parole, la banca acquirente deve necessariamente notificare l'operazione all'autorità nazionale competente la quale, in accordo con la BCE, compirà le proprie valutazioni seguendo criteri di ordine prudenziale e qualitativo.

Nel dettaglio, i criteri richiesti sono i seguenti⁴⁶:

1. Onorabilità del candidato acquirente; intesa in termini di onorabilità e affidabilità della banca che intende compiere l'operazione acquisitiva.
2. Reputazione ed esperienza dei nuovi soggetti proposti per cariche di amministrazione e direzione; ovvero, qualora si decida di andare ad apportare delle modifiche alla struttura amministrativa della banca, la BCE conduce una valutazione dei requisiti di professionalità ed onorabilità dei nuovi massimi esponenti aziendali.
3. Solidità finanziaria dell'acquirente; cioè, se l'acquirente possiede credibilità economica per affrontare l'acquisizione, specialmente riferendosi al futuro prossimo.
4. Impatto sulla banca; si verificano le condizioni di indebitamento della banca (specialmente relative all'operazione messa in atto) e se è sottoposta a condizioni di stress economico eccessivo.
5. Rischio di collegamenti con attività di riciclaggio o finanziamento del terrorismo; vale a dire che si compie con controllo sulla provenienza dei fondi utilizzati per compiere l'operazione.

In ogni caso, la BCE non pone dei limiti dimensionali massimi alle banche, non è spaventata dal concetto dei colossi *"too big to fail"*. Proprio a sostegno di ciò sono le

⁴⁶ Banca Centrale Europea (2019). "Qual è il ruolo della BCE nelle fusioni e acquisizioni bancarie?". Pubblicazione Online.

parole di Mario Draghi, espresse nel suo rapporto sulla competitività europea presentato alla Commissione Europea nel settembre del 2024; di fatto lui si fa promotore delle fusioni tra grandi istituti bancari in Europa, fondamentali per competere a livello globale con i colossi Americani ed Asiatici⁴⁷.

L'ex presidente della BCE evidenzia la struttura frammentata delle banche europee e la loro dimensione mediamente inferiore ai competitors oltre oceano, il quale comporta notevoli svantaggi in capacità di investimento, efficienza operativa e possibilità di innovazione.

⁴⁷ Draghi, M. (2024). Il futuro della competitività europea: Strategia per l'Europa. Commissione Europea.

CAPITOLO 4: M&A bancario nel contesto europeo: il caso UniCredit – Commerzbank.

4.1 Risiko bancario: come i gruppi bancari italiani si stanno trasformando.

Come detto in apertura, nell'introduzione, il termine "*risiko bancario*" si prende giorno dopo giorno la scena delle prime pagine delle maggiori testate economiche italiane. Un processo che è divenuto intenso dall'autunno 2024, ma, che ha una sua genesi parziale nel 2023. Per comprenderne meglio l'evoluzione ed avere in mente un quadro più definito è, dunque, necessario analizzarne gli step più importanti.

4.1.1 Gli step evolutivi del tessuto bancario nazionale.

Un primo forte scossone avviene nel novembre del 2023, il quale vede protagonista il **Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF)** che vende il 25% della propria partecipazione in **Monte dei Paschi di Siena (MPS)**, passando dal 64,2% detenuto dal Ministero del Tesoro dal 2017 in merito all'operazione di salvataggio della banca senese al 39,2%. Questa rappresenta solamente la prima tranche di cessioni della propria quota da parte del MEF, poiché nel marzo 2024 viene ceduto un ulteriore 12,5%.

Interessante notare come nella prima tranche le azioni MPS vennero cedute a circa 2,92 euro per share e, a distanza di pochi mesi, nel marzo dell'anno successivo, erano già lievitate a 4,15 euro l'una, frutto di un'ottima ristrutturazione nella governance della banca senese da parte del Ministero, azionista di maggioranza. Un'ulteriore tranche di vendite avviene nel novembre 2024, quando la partecipazione del Tesoro scende all'11,7%⁴⁸.

Proprio in questa fase entrano in gioco due investitori privati fondamentali per il delinearsi della strategia voluta sia dall'AD di Monte Paschi sia dal Governo italiano. Infatti, grosse quote di MPS vengono acquisite da **Delfin**, la Holding della famiglia Del Vecchio, e **Caltagirone**, che congiuntamente arrivano a possedere quasi il 20% di MPS.

⁴⁸ Forbes Italia. (2024, 14 novembre). Mps, il Mef vende il 15%: incassati 1,11 miliardi.

I due player appena citati, però, non sono nuovi al mondo della finanza italiano, infatti già possiedono, congiuntamente, il 27,2% di **Mediobanca** ed il 16,9% di **Assicurazioni Generali**, la cui stessa Mediobanca ne possiede il 13,2%.

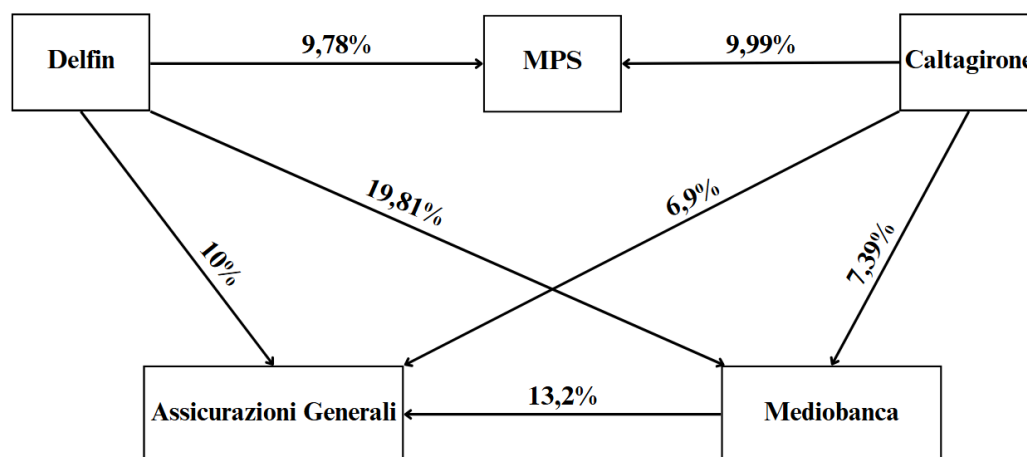


Figura 4.1

Questi ultimi, dunque, sono perfettamente in linea con i desideri del Governo, ovvero di cedere le proprie quote di MPS a grossi investitori, possibilmente italiani, con l'intento di creare un terzo polo bancario, alternativo al colosso di Intesa Sanpaolo e ad UniCredit.

Il primo istituto bancario, però, che sembrava andare incontro alle esigenze governative era **Banco BPM**, il quale si era preparato, il 13 novembre 2024, ad una potenziale scalata ad MPS, acquisendo una percentuale pari al 5%. Contrariamente a ciò, BPM nel suo comunicato afferma di non voler presentare istanze autorizzative per oltrepassare la soglia del 10%, rimandando il tutto a dopo il 2026⁴⁹.

Dunque, la situazione MPS rimane momentaneamente in stallo, poiché, come vedremo successivamente, BPM incrocerà sul proprio percorso UniCredit, mentre il gruppo senese attuerà una strategia alternativa. Infatti, il 24 gennaio 2025 MPS lancia un'offerta pubblica di scambio totalitaria (**OPS**) ai danni di Mediobanca.

Fornendone una rapida panoramica, una OPS è una particolare fattispecie dell'OPA, dove il pagamento dei titoli acquisiti avviene tramite la consegna (o scambio) di altri strumenti finanziari⁵⁰. Quindi, MPS, appoggiata da Delfin e Caltagirone, offre 23 azioni MPS in

⁴⁹ Banco BPM. (2024, 13 novembre). Comunicato stampa.

⁵⁰ Borsa Italiana. *Offerta pubblica di scambio*. Pubblicazione online.

cambio di 10 azioni Mediobanca, per un'operazione da 13,3 miliardi di euro. L'Ad della banca più antica al mondo presenta l'operazione come amichevole. Fattualmente, seppur presentata sul concetto dimensionale, ovvero che una banca di grandezza maggiore è agevolata nel competere sui mercati esteri, inizialmente il tutto non sembra lineare.

Monte dei Paschi di Siena è principalmente una banca commerciale con forte presenza nel centro Italia, concentrata principalmente su famiglie e PMI. D'altro canto, Mediobanca ha un profilo incentrato maggiormente sull'investment banking, private banking e gestione patrimoniale. Pertanto, le due realtà non sembrano far presagire, almeno a primo impatto, la creazione di potenziali sinergie, operando in settori differenti.

L'OPS viene presentata sotto la luce di una **strategia di diversificazione** (cap. 1) del modello di business. Per l'appunto, l'idea di MPS non era di inglobare Mediobanca, piuttosto trasformarsi in gruppo che aggiungesse l'ambito banca d'affari alla banca commerciale.

In ogni caso, l'operazione viene definita "ostile" dal CdA di Mediobanca⁵¹ poiché non concordata, oltre che distruttiva per il valore della stessa, volendosi concentrare sul piano 2023-2026 che prevede lo sviluppo dell'area *wealth management*. Nonostante ciò, il 17 aprile 2025 l'assemblea degli azionisti MPS ha offerto il suo pieno appoggio al CdA senese nel varare un aumento di capitale, fornendo il via libera definitivo per procedere con l'OPS su Mediobanca.

La risposta della banca milanese non si è fatta attendere troppo, ed il 28 aprile 2025 apre un ulteriore scenario, annunciando un'OPS per acquisire il 100% di **Banca Generali**, posseduta in maggioranza (50,17%) dal gruppo assicurativo Generali tramite diverse controllate. Il rapporto tra le due realtà è sempre stato storicamente stretto, essendo Mediobanca il primo socio di Assicurazioni Generali (con il 13,2%, come affermato in precedenza).

Dunque, la strategia sarebbe di cedere le proprie partecipazioni in Assicurazioni Generali al gruppo stesso per ottenere la totalità di Banca Generali, in uno scambio che vedrebbe offrire 1,7 azioni di Assicurazioni Generali per ogni azione di Banca Generali.

⁵¹ Mediobanca. (2025, 28 gennaio). OPS ostile di MPS.

L'operazione in sé, seppur può sembrare difensiva nei confronti di MPS, in realtà è in linea con il **piano strategico 2023-26** di Mediobanca⁵², ossia prendersi la leadership nazionale nel settore del *wealth management*, come affermato anche in precedenza. Di fatto, la dirigenza della banca meneghina prevede oltre 300 milioni di sinergie dall'operazione, ottenibili ancora una volta tramite economie di esperienza e l'aumento della propria quota di mercato, come illustrati nel capitolo 1.

4.1.2 UniCredit: tra Commerzbank e Banco BPM.

Su un altro versante, **UniCredit** risulta molto attiva nell'ambito M&A con players sia di carattere nazionale che europeo. L'istituto annuncia l'11 settembre 2024 di aver raggiunto la soglia del 9% in **Commerzbank**, la quarta banca tedesca in termini di attività totali.

Come spiegato da un comunicato stampa di UniCredit stessa⁵³, hanno raggiunto tale soglia acquisendo il 4,49% nell'ambito di un'*accelerated bookbuild*⁵⁴ da parte della Repubblica Federale di Germania, ossia una procedura con cui vengono cedute ad investitori istituzionali quote societarie particolarmente rilevanti, genericamente fra l'1 ed il 5%.

La restante parte per raggiungere il 9% è stata ottenuta tramite operazioni di mercato. Oltre a ciò, nello stesso, comunicato, la banca milanese afferma la propria volontà di chiedere le autorizzazioni per superare la prima soglia critica del 9,9%. Nell'attesa, UniCredit comunica ulteriormente nel mese di settembre di esser salita al 21% con la propria quota nella banca tedesca tramite strumenti finanziari aventi oggetto una partecipazione, la quale trasformazione in azioni è subordinata alle relative autorizzazioni comunitarie.

Gli annunci, con poco intervallo fra di loro, prendono alla sprovvista diversa entità; in primis il CdA di Commerzbank che vede la scalata come ostile e che ottiene l'appoggio del Governo tedesco, il quale minaccia anche l'utilizzo del *golden power* qualora fosse necessario.

Oltre a ciò, l'operazione è ovviamente mal vista anche dall'opinione pubblica tedesca che non vede di buon grado l'acquisizione di una banca tedesca da parte di una italiana ed i

⁵² Mediobanca. (2023, 24 maggio). Piano strategico 2023–26. Comunicato stampa.

⁵³ UniCredit. (2024, 11 settembre). UniCredit acquires approximately 9% stake in Commerzbank AG.

⁵⁴ Borsa Italiana. (2013). Accelerated Bookbuild. Pubblicazione online.

vari sindacati, spaventati da una potenziale ristrutturazione che vedrebbe ingenti tagli al personale.

Ma la vicenda è più complessa; Commerzbank è nota per essere la banca del “*mittelstand*”, ovvero le piccole-medie imprese che rappresentano il cuore pulsante dell’economia tedesca tramite una concessione agevolata del credito. Dunque, seppur non sia la prima volta che UniCredit si affacci al mercato bancario tedesco, avendo già acquisito **Hypovereinsbank (HVB)** nel 2005, l’operazione alza un polverone nell’economia tedesca.

Il Governo italiano, dal lato opposto, ha inneggiato sin dall’inizio alla buona uscita dell’operazione, d’altronde un potenziale utilizzo del golden power avrebbe alternato il corretto funzionamento del mercato unico europeo.

La situazione si evolve ulteriormente nel dicembre dello stesso anno; in primis UniCredit sale al 28% tramite l’acquisto sul mercato di strumenti derivati e resta in attesa dell’autorizzazione ufficiale della **BCE** per superare la soglia critica del 29,9% oltre il quale costretta a lanciare un’OPA obbligatoria. In secondo luogo, nella stessa settimana, il Governo del Cancelliere Scholz perde la fiducia in parlamento e vengono indotte nuove elezioni per il febbraio del 2025.

Dunque, anche sotto il punto di vista politico vengono rallentati i piani di UniCredit, che per assumere una posizione meno ostile resta in attesa del risultato delle elezioni tedesche.

Nel frattempo, il 14 marzo 2025, la BCE autorizza una partecipazione diretta nella banca tedesca fino al 29,9%⁵⁵. Ciò, però, non garantisce il possesso della quota in questione, dal momento che la situazione è ancora al vaglio dell’autorità Antitrust tedesca; di fatto si è ben lontani dalla conclusione dell’operazione, poiché UniCredit ha annunciato una lunga fase di dialogo sia con il neoletto Governo tedesco, sia con i maggiori stakeholder della banca, rimandando il tutto al 2026.

⁵⁵ UniCredit. (2025, 14 marzo). La BCE autorizza UniCredit ad aumentare la partecipazione in Commerzbank fino al 29,9%.

L'altra partita che UniCredit gioca tutt'oggi è con **Banco BPM**. Probabilmente ancora più sensazionalistica, poiché così facendo la banca del CEO Orcel si ritrova a gestire due operazioni di M&A simultaneamente.

Nel dettaglio, il 25 novembre UniCredit lancia un'OPS ostile sulla totalità delle azioni di Banco BPM, per un totale di circa 10,1 miliardi di euro. In particolare, la struttura dell'operazione vedeva offrire 0,175 azioni UniCredit in cambio di una azione BPM incorporando un premio dello +0,5% sul valore attuale delle azioni BPM. Nonostante gli oltre 1,2 miliardi di euro in sinergie previste, il CdA di BPM rifiuta formalmente la proposta poiché inadeguata.

UniCredit, tuttavia, comunica di voler continuare l'OPS rivolgendosi direttamente agli azionisti di Banco BPM. Ciò suscita una reazione inaspettata da parte del Governo italiano. Come detto in precedenza, il piano del Governo era quello di creare un terzo polo bancario alternativo a Intesa ed UniCredit. Infatti, l'idea era una fusione MPS-BPM, poiché MPS ancora sotto il controllo statale ed altrettanto perché si temeva una scalata della francese **Crédit Agricole** ai danni di BPM.

Dunque, il Governo italiano attiva una procedura di valutazione dell'operazione, a tutti gli effetti un golden power interno poiché applicato a due realtà italiane. La valutazione stessa si conclude nell'aprile 2025 dove viene approvata la manovra, ma con alcune condizioni vincolanti; in primo luogo, viene richiesta maggiore celerità ad UniCredit nel concludere le proprie operazioni sul territorio russo ed in seconda battuta, vengono posti dei limiti alle chiusure delle filiali sul territorio nazionale, volendo tutelare il livello occupazione ed il servizio in determinate aree del paese.

L'offerta di UniCredit su BPM viene, quindi, formalmente lanciata il 28 aprile 2025 ed ha la piena facoltà di ritirarla entro il 30 giugno, qualora le condizioni diventino troppo penalizzanti. Di fatto, BPM come azione difensiva ha raggiunto l'89,94% di **Anima Holding**, società di gestione del risparmio, con lo scopo di alzare il prezzo delle proprie azioni. Pertanto, anche in queste circostanze l'esito sembrerebbe essere rimandato all'estate del 2025.

4.1.3 Ragioni e motivazioni strategiche di UniCredit.

Dopo averne analizzato cronologicamente le fasi che hanno condotto alla situazione precedentemente illustrata vi è da comprenderne i possibili motivi che hanno portato UniCredit a muoversi in questo modo.

Partendo dall'analisi del caso **UniCredit-Commerzbank**, la banca milanese si è sempre presentata come *paneuropea*, ossia con una forte presenza in moltissimi mercati bancari europei; per citarne uno in Austria ha il controllo di Bank Austria (prima banca del paese) ed è attiva in quasi tutte le nazioni dell'Europa centro-orientale.

Inoltre, come già affermato in precedenza, nel 2005 UniCredit è entrata nel mercato tedesco, acquisendo il controllo totale di Hypovereinsbank. Dunque, sotto questo punto di vista l'operazione non si profila come nient'altro che una continuazione del proprio processo di integrazione europea, andando ad acquisire una fondamentale quota di mercato in un'area che ha già gestito in precedenza con successo.

D'altronde la volontà di creare campioni bancari di grosse dimensioni è fortemente desiderata anche dalla BCE stessa e dalla Commissione UE che ha spesso sottolineato che il settore banking europeo è eccessivamente frazionato per competere con i competitors asiatici ed americani (come enunciato anche da Draghi; cap. 3).

Quindi, innanzitutto una potenziale fusione UniCredit-Commerzbank renderebbe il gruppo il secondo più grande dell'Europa continentale, secondo solo a **BNP Paribas**. Oltre alla logica dimensionale, fondamentale per raggiungere economie di scala, vi è una forte capacità anche di realizzare potenziali sinergie fra i due players tedeschi controllati da UniCredit: HVB e Commerzbank; infatti, Equita stima oltre i 650 milioni di sinergie grazie all'efficientamento della compliance, costi di struttura e rete commerciale.

Per di più, HVB e Commerzbank hanno una rete di clienti differente, che andrebbe a far presagire anche una strategia di diversificazione. Come affrontato in precedenza, Commerzbank è storicamente la banca delle PMI tedesche ed è maggiormente sviluppata nel nord del paese, diversamente da HVB che ha la sua attività concentrate prevalentemente a sud.

Con **Banco BPM** la situazione sembrerebbe dissimile; UniCredit cerca di ampliare la sua presenza anche sul territorio nazionale poiché, dopo la fusione tra Intesa e UBI Banca nel 2020, si è vista relegata a seconda banca italiana per dimensioni.

In aggiunta, anche qui vi sarebbero enormi sinergie ad emergere; la stessa UniCredit nel quantifica oltre 900 milioni di euro⁵⁶ derivanti da razionalizzazioni operative. L'offerta su BPM, però, viene interpretata anche come una manovra difensiva nei confronti di Crédit Agricole, già azionista della stessa BPM. Il timore era rappresentato da una potenziale espansione della banca francese su suolo italiano, la quale avrebbe a sua volta ridotto la quota di mercato di UniCredit, oltre ad aumentare le proprie dimensioni totali.

Infine, ritornano anche in questa circostanza le economie di scala: le proiezioni della BCE⁵⁷ prevedono tagli ai tassi d'interesse per il prossimo biennio, il che si rifletterebbe in una riduzione della redditività per la banca meneghina, la quale può essere mantenuta solo tramite un efficientamento della propria rete commerciale.

4.2 Analisi empirica delle operazioni di M&A nel settore bancario europeo.

Adesso che lo scenario dell'M&A bancario nazionale è più chiaro, l'ultima parte dell'elaborato si concentrerà sull'analisi di un campione di fusioni ed acquisizioni bancarie avvenute negli ultimi 20 anni in Europa. L'obiettivo finale è confrontare i risultati di questa indagine tra di essi e provare a prevedere come la potenziale acquisizione UniCredit-Commerzbank possa andare ad impattare le performance aziendali.

4.2.1 Costruzione del campione e criteri di selezione.

La selezione del campione già di per sé è risultata notevolmente impegnativa poiché non è assolutamente facile trovare fusioni o acquisizioni transnazionali negli ultimi 20 anni in Europa dalle dimensioni della potenziale operazione fra UniCredit e Commerzbank.

In particolare, dal 2000 ad oggi sarebbe la prima in Europa in termini di:

⁵⁶ UniCredit. (2024, 25 novembre). UniCredit presenta un'offerta di scambio volontaria per Banco BPM per un corrispettivo totale di circa 10,1 miliardi di euro.

⁵⁷ European Central Bank. (2024). ECB staff macroeconomic projections for the euro area, September 2024.

- Rilevanza sistemica;
- Transnazionalità;
- Attivi combinati superiori agli 1.5 trilioni di euro;
- Fuori da un contesto di crisi.

Dunque, si è deciso di analizzare 3 tra queste operazioni che per diverse motivazioni sono risultate significative allo studio in questione.

La prima delle operazioni individuate è l'acquisizione da parte di **BNP Paribas** ai danni di **BNL** nel 2006, selezionata poiché una delle rare manovre transnazionali di ingenti dimensioni avvenuta negli ultimi anni.

Simile al caso UniCredit-Commerzbank poiché vede un grosso gruppo bancario (BNP) che tenta di acquisire un istituto di grandi dimensioni in un mercato comunitario nel quale ponevano forti interessi (BNL). Inoltre, anche questo caso aveva suscitato forti reazioni da parte del Governo della banca acquisita, nella suddetta circostanza il Governo italiano.

Scendendo nel particolare, BNP rilevò il 48% del capitale da azionisti di rilevanza e poi lanciò un'OPA totalitaria sulla restante parte del flottante, per un'operazione complessiva da circa 9 miliardi di euro⁵⁸. L'Italia divenne il secondo mercato per il gruppo BNP e nel 2007 BNL fu integrata e fusa in BNP divenendo controllata nella sua totalità.

Altra operazione presa in considerazione è quella che ha visto protagoniste **Intesa Sanpaolo** e **UBI Banca** nel 2020. Interessante per il campione d'analisi dato che il totale degli attivi dell'acquirente (900 miliardi di euro) è simile ai potenziali numeri di UniCredit-Commerzbank (1.5 trilioni di euro). Ovviamente la differenza sostanziale è rappresentata dal fatto che l'operazione Intesa-UBI è stata esclusivamente nazionale, vedendo coinvolte due banche dello stesso paese, nonostante abbia dato vita al settimo gruppo bancario europeo per dimensioni.

L'ultima iniziativa di M&A inclusa nel campione è quella fra **Crédit Agricole** ed **Emporiki Bank** del 2006, non tanto per le dimensioni in termini di attivi, poiché largamente distante dai potenziali numeri di UniCredit, ma esclusivamente per il suo

⁵⁸ BNP Paribas. (2006, 4 febbraio). BNP Paribas annuncia l'intenzione di acquistare il controllo di BNL. Comunicato stampa.

carattere transnazionale e perché spinta da motivazioni di espansione strategica e non di salvataggio o di risposta ad una crisi.

4.2.2 Indicatori di performance pre e post M&A.

Il secondo step per l'analisi è rappresentato dalla scelta degli indicatori di performance, alternativamente noti come **kpi** (*key performance indicators*). Oltre ai più classici **ROE** (*Return on Equity*), **ROA** (*Return on Assets*) e **EPS** (*Earnings per share*) verranno utilizzati anche indicatori relativi specificamente al settore bancario:

- **Cost/Income ratio** (rapporto costi operativi/ricavi): indica quanti costi sostiene la banca per ogni euro di ricavo, ovviamente un indicatore più basso rappresenta una maggiore efficienza.
- **CET1 ratio** (Common Equity Tier 1 ratio): ossia un indicatore di solidità finanziaria espresso come il rapporto fra il patrimonio della banca e la sua esposizione ad attività rischiose, ad esempio mutui o prestiti.
- **NPL ratio** (Non-Performing Loans ratio): indica la quota di crediti deteriorati o difficilmente riscuotibili, sul totale dei crediti della banca. Si tratta in genere di esposizioni degli istituti di credito verso soggetti che, per un peggioramento della propria situazione economica e finanziaria, non sono in grado di far fronte alle proprie obbligazioni⁵⁹.

4.2.3 Tendenze osservate.

Tramite i report finanziari pubblicati annualmente dalle banche in questione, dunque, è possibile andare ad analizzare i kpi precedentemente illustrati. In ragione di una più completa analisi e trattazione dell'argomento verificheremo i risultati 1 anno prima dell'operazione, 1 anno dopo l'operazione ed infine 3 anni dopo il completamento della stessa.

In ordine, la prima situazione delle tre che verrà studiata è fra BNP e BNL.

BNP Paribas - BNL:

⁵⁹ Borsa Italiana. (2018). Non Performing Loans (NPL): Come funzionano e quanto pesano sul sistema finanziario i crediti deteriorati delle banche. Pubblicazione online.

ROE: Secondo i dati rilasciati dalla stessa banca francese⁶⁰, nel 2005, prima dell'operazione BNP dimostrava una redditività elevata, precisamente si assestava al 20,2%. Lo stesso ROE è rimasto pressoché stabile nel 2007, un anno dopo la conclusione dell'acquisizione, al 19,6%. A tre anni di distanza, però, BNP accusa una perdita di redditività, dovuta principalmente a fattori esogeni. Di fatto la maggiore macro-causa che comporta, nel 2009, ad una discesa del ROE al 10,8% è lo shock finanziario del 2008, il quale ha colpito tutti i maggiori istituti finanziari europei e no. Oltre a ciò, BNP in quegli anni ha affrontato anche l'acquisizione di Fortis, il quale ha influenzato il risultato.

ROA: Nel 2005 il gruppo parigino presentava un *return on assets* dello 0,49%, in linea con i maggiori gruppi europei⁶¹. Il ratio in questione tende a calare al 0,30% un anno dopo l'operazione per poi assestarsi allo 0,32% nel 2009⁶², accompagnato tuttavia da un aumento sia nel *net income* che nel *total asset*.

EPS: Nell'annata precedente all'operazione con BNL, la banca francese dimostrava un EPS di 7,02€ per azione cresciuto sino a 8,49€ nel 2007, risultato raggiunto grazie ad un aumento degli utili conseguiti e distribuiti. Questo risultato fu eccezionale, poiché per acquisire BNL, BNP finanziò l'operazione con uno swap azionario che vide uno scambio di 1 share BNP in cambio di 27 shares BNL, il che comportò l'emissione di nuove azioni, ma, nonostante ciò, dimostrò una crescita del +21%. Tuttavia, come già affermato in precedenza, nel 2009 crolla a 3,8€ per share. Ad influenzare questa situazione sempre la crisi del 2008 e l'aumento di capitale per acquisire Fortis.

Cost/Income ratio: BNP nel 2005 era un campione d'efficienza con un Cost/Income ratio pari 62,2%. Nell'annata successiva all'acquisizione di BNL il ratio si alza leggermente, al 63%, ma riflette l'ottimo lavoro sinergico compiuto da BNP, ma nel 2009 il copione è sempre lo stesso, con il rapporto Cost/Income che sale oltre al 70% a causa della crisi.

CET1 ratio: Purtroppo, il ratio in questione è stato introdotto nel 2008 con l'accordo di **Basilea III** in seguito alla crisi finanziaria del medesimo anno; dunque, non sono previsti

⁶⁰ BNP Paribas. (2006, 15 febbraio). BNP Paribas Group: Results as at 31 December 2005. Comunicato stampa.

⁶¹ BNP Paribas. (2006). Consolidated Financial Statements: Year ended 31 December 2005.

⁶² BNP Paribas. (2010). Consolidated Financial Statements: Year ended 31 December 2009.

dati per il 2005. Per il 2007 invece BNP ha reso noto⁶³ un risultato stimato del 7,3% che si è tramutato in un risultato ufficiale del 7,8% dopo 3 anni dall'operazione del 2006.

NPL ratio: Il dato in analisi riflette la solvibilità dei crediti bancari; infatti i risultati riflettono la situazione globale; nel 2005 l'NPL era allo 0,45%, successivamente nel 2007, un anno dopo l'acquisizione di BNL sale leggermente, fino allo 0,58% per poi lievitare e raggiungere l'1,3% nel 2009 in seguito alla già citata acquisizione di Fortis.

Tabella 4.1

BNP Paribas	2005	2007	2009
ROE	20,2%	19,6%	10,8%
ROA	0,49%	0,30%	0,32%
EPS	7,02€	8,49€	3,80€
Cost/Income	62,2%	63%	70%
CET1	-	7,3%	7,8%
NPL	0,45%	0,58%	1,3%

I risultati del 2009, come già detto, sono fortemente influenzati dalle dinamiche macroeconomiche. Nonostante ciò, BNP ha retto bene, come dimostrato anche dai risultati del 2007. Infatti, il gruppo francese come primo obiettivo dichiarato non aveva solo ed esclusivamente la razionalizzazione dei costi tramite tagli e creazione di sinergie (cosa, tra l'altro, realizzata con successo), piuttosto la crescita in Italia del gruppo, finanziando l'apertura di 1000 filiali in tutto il territorio nel triennio 2007-2009, il che rende ancora più positivi i dati in questione⁶⁴.

Intesa Sanpaolo – UBI Banca:

ROE: Anche nell'analisi di questa operazione si parte dal ROE, che un anno prima dell'acquisizione di UBI Banca risultava essere del 7,6%⁶⁵ il quale è calato al 6,5% nel 2021⁶⁶ a causa della pandemia da Covid19 che ha influenzato i risultati dell'annata. Nel

⁶³ BNP Paribas. (2007, 6 novembre). Results as at 30 September 2007.

⁶⁴ BNL. (2007, 28 settembre). BNL – Group BNP Paribas: nascita di un nuovo core business bancario italiano all'interno di un grande gruppo internazionale.

⁶⁵ Intesa Sanpaolo. (2020, 30 aprile). Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2019.

⁶⁶ Intesa Sanpaolo. (2022, 29 aprile). Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2021.

2023, 3 anni dopo la conclusione dell'operazione con UBI, il ROE di Intesa si assestava al 12,3%⁶⁷, dovuto ad un massiccio aumento dei ricavi.

ROA: Nel 2021 il ROA è in linea con le medie europee, fermo allo 0,52%. I dati muteranno nel 2021, con una discesa allo 0,40% causato principalmente da un maggiore totale dell'attivo medio, salvo poi risalire in maniera decisa nel 2023, sino allo 0,80%, guidato, anche in questo caso, dall'aumento dei ricavi.

EPS: I numeri dell'EPS sono piuttosto scarni se comparati con quelli di BNP visti in precedenza, frutto di una maggiore diluizione nell'azionariato della banca torinese. Nel dettaglio, come illustrato in bilancio, nel 2019 venivano distribuiti 0,24€ per azione; il dato vedrà un calo nelle successive due annate e nel 2021 si assesterà a 0,22€. Nel 2023, però, i numeri sono assolutamente incoraggianti, l'EPS schizza a 0,42€, quasi raddoppiando i risultati di due anni prima, grazie ai 7.724 milioni di euro di utili conseguiti.

Cost/Income ratio: Prima dell'inizio delle operazioni con UBI, Intesa aveva un rapporto tra costi e ricavi operativi del 55,8%, risultato che è cresciuto negativamente al 62,6% nel 2021 ed è ritornato ai valori di 47,8% nel 2023, prendendo in considerazione “*risultato netto della gestione finanziaria*” come voce di bilancio.

CET1 ratio: Dunque, la solidità di Intesa è stata piuttosto anch'essa negli anni, nonostante il plausibile impatto del Covid19. Infatti, nel 2019 la banca ha dimostrato un CET1 ratio pari al 14,1%⁶⁸, il quale è sceso al 13,7% nel 2023⁶⁹, escludendo l'up del 2021 al 15,2%⁷⁰.

NPL ratio: L'NPL ratio risulta piuttosto elevato nel 2019 (2,9%) seppur viene annunciato dalla banca come il più basso, e quindi migliore, risultato dal 2008. Tendenza che viene confermata sia nel 2021 che nel 2023, dato che viene registrato lo stesso risultato in entrambe le annate: 1,2%.

⁶⁷ Intesa Sanpaolo. (2024, 24 aprile). Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2023.

⁶⁸ Intesa Sanpaolo. (2020, 4 febbraio). 2019 Results: Excellent Performance, All Commitments Fully Delivered and Balance Sheet Further Strengthened.

⁶⁹ Intesa Sanpaolo. (2022, 4 febbraio). 2021 Results: Ready for the new Business Plan – Excellent performance with balance sheet further strengthened.

⁷⁰ Intesa Sanpaolo. (2024, 6 febbraio). 2023 Results: Excellent performance with balance sheet further strengthened in Q4.

Tabella 4.2

Intesa Sanpaolo	2019	2021	2023
ROE	7,6%	6,5%	12,3%
ROA	0,52%	0,40%	0,80%
EPS	0,24€	0,22€	0,42€
Cost/Income	55,8%	62,6%	47,8%
CET1	14,1%	13,7%	15,2%
NPL	2,9%	1,2%	1,2%

Anche Intesa, come BNP, nell'analisi in questione, affronta degli importanti shock esterni, in questa circostanza rappresentati dalla pandemia di Covid19. Ciò nonostante, l'integrazione fra Intesa stessa ed UBI sembra essere stata molto positiva, come rappresentato in primis da un ingente aumento dei ricavi (puntualmente indicato dai vari kpi) accompagnato da un'assenza nella crescita dei costi; oltre ad una costante stabilità finanziaria ed una maggiore solvibilità dei crediti finanziari.

Crédit Agricole – Emporiki Bank:

ROE: Crédit Agricole nel suo bilancio consolidato per il 2005 si mostra come una banca solida, con un ROE del 15,8%⁷¹. Da qui in poi, però, i risultati tenderanno a peggiorare; infatti, nel 2007 riportano il 12,2%⁷² di *return on equity* e nel 2009, tre anni dopo l'operazione con Emporiki Bank ottengono solamente il 2,7%⁷³. I risultati sono dettati sia dalle dinamiche macroeconomiche, quindi dalla crisi del 2008, ma anche dalle difficoltà incontrate nella gestione e salvataggio di Emporiki, ma il tutto verrà approfondito alla fine dell'analisi dei vari kpi.

ROA: In questa circostanza, per trovare il ROA di Crédit Agricole ci siamo dovuti servire dei dati del server **Orbis**⁷⁴ di Moody's, il quale riporta un risultato di 0,45% nel 2006, l'anno dell'acquisizione (non essendo presenti risultati per il 2005). Il dato, seppur non

⁷¹ Crédit Agricole. (2006, 24 marzo). FY 2005 Results.

⁷² Crédit Agricole. (2008, 20 febbraio). FY 2007 Results.

⁷³ Crédit Agricole. (2010, 25 febbraio). FY 2009 Results.

⁷⁴ Bureau van Dijk. (2025). Crédit Agricole – Dati finanziari sul Return on Assets (ROA) [Data set]. Orbis.

dell'anno desiderato, aiuta a comprendere la discesa delle performance della banca francese, poiché nel 2007 e nel 2009 ottiene rispettivamente lo 0,34% e lo 0,09%.

EPS: Nel 2005, forti di una decisa stabilità finanziaria, vengono distribuiti 2,68€ per azione. Anche in questa circostanza, i numeri declineranno per il 2007, assestandosi a 2,51€, e nel 2009 dove caleranno ad un drastico 0,45€. Ciò è ancora volta derivato da un'incapacità di poter distribuire dividendi eccessivi a causa della complessa gestione della banca greca.

Cost/Income ratio: Sempre affidandoci ai dati del portale Orbis, Crédit Agricole dimostrava un rapporto tra costi operativi e ricavi al 67,2%. L'integrazione con Emporiki, come detto, non è stata tra le più agevoli e, nel 2007, il ratio è salito al 76,2%, il più alto del campione analizzato fin ora. Si vedrà una discesa al 68,3% nel 2009.

CET1 ratio: Anche in questa circostanza, come nel caso BNP-BNL, il CET1 ratio veniva posto ad approvazioni e modifiche in quegli anni; dunque, i risultati del 2005 e 2007 sono il frutto dell'accordo di Basilea II, mentre nel 2009 sarà già in vigore l'accordo di Basilea III. In particolare, nel 2005 si assesterà all'8,4%, nel 2007 all'8,1% e nel 2009 crescerà fino al 9,5%.

NPL ratio: L'NPL ratio, secondo il bilancio consolidato di Crédit Agricole S.A., nel 2005 era pari al 3,1%, il che diventerà più positivo un anno dopo l'acquisizione della banca greca (2,7%), ma è a 3 anni dall'operazione che si noterà maggiormente l'impatto negativo, crescendo sino al 3,6%.

Tabella 4.3

Crédit Agricole	2005	2007	2009
ROE	15,8%	12,2%	2,7%
ROA	0,45%*	0,34%	0,09%
EPS	2,68€	2,51€	0,45€
Cost/Income	67,2%	76,2%	68,3%
CET1	8,4%	8,1%	9,5%
NPL	3,1%	2,7%	3,6%

*Risultato del 2006.

Come accennato nell'analisi del ROE, l'operazione Crédit Agricole-Emporiki è stata fortemente influenzata dagli scenari macroeconomici. Di fatto, è giusto fare una digressione sul perché è stata inserita nel campione. La motivazione principale è il carattere europeo dell'acquisizione, ossia ha visto coinvolte due banche di due paesi differenti dell'UE (Francia e Grecia), di per sé elemento piuttosto raro negli ultimi 20 anni. Inoltre, per fare un paragone tra Commerzbank ed Emporiki, anche la banca tedesca non vive un momento propriamente felice dal punto di vista finanziario, il che la accomunerebbe alla situazione di Emporiki.

Per di più Crédit Agricole, nell'acquisire la banca greca, aveva intenzione di espandersi nell'area balcanica, visti i notevoli collegamenti di Emporiki nell'Europa orientale; cosa invece già presente in UniCredit, date le molteplici banche controllate nei Balcani.

Ovviamente, vi sono delle notevoli differenze che non è possibile non notare, come la situazione economica greca in quegli anni non sia assolutamente paragonabile all'attuale situazione della Germania, paese leader dell'Unione Europea. Altrettanto vi è da dire che il punto minimo assoluto Emporiki lo raggiunge tra il 2011 ed il 2012; dunque, considerato che il campione prevedeva l'analisi dell'operazione sino a tre anni dopo la sua conclusione (2009 nel caso in questione) si è ritenuto che l'acquisizione di Crédit Agricole potesse essere inclusa nella ricerca, vista la situazione ancora non irreparabile.

4.3 Le prospettive future e risultati dell'analisi.

Dopo aver osservato i risultati del campione, per ottenere una visione d'insieme più chiara sulla questione UniCredit-Commerzbank si ritiene corretto andare a compiere un *forecast* dei *kpi* dal punto di vista di UniCredit stessa, ad un anno dalla potenziale conclusione dell'operazione, stimata nel 2026.

4.3.1 Previsione degli indicatori di performance UniCredit.

Pertanto, in questa fase vedremo i risultati di UniCredit e Commerzbank al 2024 e si proverà, sulla scorta di quanto visto in precedenza, a fornire una previsione delle performance aziendali in una situazione macroeconomica neutra, quindi senza andare ad alterare ulteriormente gli scenari esterni.

ROE: Al 2024 UniCredit ha riportato un ritorno sul capitale proprio del 17,7%⁷⁵ mentre Commerzbank si è fermata solamente al 9,2%⁷⁶. In tutte e 3 le operazioni precedenti abbiamo osservato una flessione del ROE della società acquirente, in genere finanziariamente più forte, a causa di uno scompenso della società acquisita. Ciononostante, le sinergie create dovrebbero parzialmente compensare gli oneri di integrazione. Dunque, considerando che, nel caso di Intesa tra il 2005 ed il 2007 il ROE è sceso del -14,5% e per Crédit Agricole del -22,8% si può stimare una discesa del ROE di UniCredit del -18% che lo assesterebbe al **14,5%**.

ROA: Da ora in poi il ragionamento per il calcolo dei prossimi *kpi* sarà lo stesso, per cui il ROA della banca milanese nel 2024 è dell'1,2%, mentre Commerzbank si ferma allo 0,53%. In questa circostanza il peggior calo lo ottenne BNP con un -38,8%, mentre nelle altre due situazioni ci fu un -24% circa. In base a ciò, il potenziale ROA 2027 di UniCredit potrebbe essere **0,84%**.

EPS: Nell'ultimo esercizio, UniCredit ha distribuito 5,84€ per azione, differente dalla banca con sede a Francoforte che ne ha distribuiti solamente 2,08€. Entrambe le banche, però, hanno aumentato i loro *earnings per share* rispetto al 2023, per cui potrebbe realizzarsi una situazione di crescita dell'EPS, proprio come accadde a BNP; per cui il forecast per il 2027 è di **7,01€** per azione (ovvero una crescita del +20%).

Cost/Income ratio: Il grado di efficienza di UniCredit nel 2024 è notevole, dimostrando un risultato del 37,9%, decisamente migliore del 58,8% di Commerzbank. In tutti e 3 i casi precedenti il Cost/Income ratio è cresciuto, ma si ritiene che in questa circostanza possa risultare più contenuto l'aumento, grazie alle potenziali sinergie che UniCredit e Commerzbank potrebbero sviluppare in Germania tramite l'eventuale integrazione di Hypovereinsbank. Pertanto, la previsione prevede un rapporto fra costi operativi e ricavi al **40,7%** (+7,5% rispetto al 2024, una media al ribasso del campione).

CET1 ratio: In questa circostanza UniCredit è risultata meno solida del suo obiettivo d'acquisto, infatti hanno ottenuto rispettivamente il 16,13% ed il 17,6%. Da qui la

⁷⁵ UniCredit S.p.A. (2025, 25 febbraio). Bilanci e Relazioni 2024 – Progetto di Bilancio.

⁷⁶ Commerzbank AG. (2025, 13 marzo). Commerzbank Group Annual Report 2024.

previsione che, insolitamente, il ratio possa addirittura crescere per il 2027, stanziandosi fra il 16 ed il 18%.

NPL ratio: Anche in questo caso è Commerzbank ad “aiutare” le performance di UniCredit. Di fatto, la banca milanese paventa un NPL dell’1,44%, mentre Commerzbank stessa soltanto dello 0,8%, favorita probabilmente dalla maggiore solidità dell’economia tedesca in generale e delle PMI da essa servite nel dettaglio. Il campione, d’altro canto, ci indica risultati diversi per ogni situazione; con BNP che peggiorò dopo l’acquisizione di BNL, Intesa che dimostrò ingenti progressi e Crédit Agricole in balia delle dinamiche macroeconomiche della Grecia. Di conseguenza, in questa occasione ci viene facile pensare che Commerzbank e l’economia tedesca possano aiutare i risultati di UniCredit, abbassando l’NPL intorno all’**1% circa**.

Tabella 4.4

<i>Forecast</i>	UniCredit 2024	Commerzbank 2024	UniCredit 2027
ROE	17,7%	9,2%	14,5%
ROA	1,2%	0,53%	0,84%
EPS	5,84€	2,08€	7,01€
Cost/Income	37,9%	58,8%	40,7%
CET1	16,13%	17,6%	16-18%
NPL	1,44%	0,8%	1%

Da un punto di vista strettamente quantitativo, i risultati, ad un anno dall’acquisizione, sarebbero tutt’altro che negativi. Vi è da ricordare che, seppur Commerzbank attualmente non performi in maniera eccelsa, non si tratterebbe di una “*rescue merger*” da parte di UniCredit, e che la banca di Francoforte sta già compiendo notevoli sforzi in maniera autonoma per migliorare la propria situazione finanziaria. Quindi, i dati per il 2027 sarebbero in linea con quanto visto nel 2007 per BNP e nel 2021 per Intesa, mentre differirebbero in maniera più evidente nel Cost/Income ratio e nell’EPS nei confronti di Crédit Agricole nel 2007.

4.3.2 Analisi qualitativa, scenari futuri e conclusione.

Dunque, la potenziale acquisizione, come già detto in precedenza, presenterebbe forti complementarità geografiche. UniCredit crescerebbe nel *mittelstand* tramite Commerzbank e manterrebbe la sua forte presenza a sud con HVB.

Oltre a ciò, si andrebbe a defilare uno scenario che vedrebbe la nascita di notevoli economie di scala tra la stessa Commerzbank ed HVB, innanzitutto ottimizzando la rete di filiali, e secondariamente tramite un aumento del potere contrattuale del gruppo.

Per di più vi sarebbe un efficientamento dei costi, poiché attualmente Commerzbank possiede ancora un outlook più stabile rispetto a UniCredit (A- e BBB+ secondo Standard & Poor's), il che consentirebbe una raccolta del capitale meno dispendiosa per la banca milanese.

Ovviamente, vi sono delle difficoltà da affrontare. Anche il raggiungimento stesso delle economie di scala o la creazione di sinergie derivanti dalla chiusura di diverse filiali incontra già da oggi il parere negativo dei sindacati tedeschi. Inoltre, è da comprendere che condizioni emergeranno dal Governo tedesco dopo la fase di trattative e se queste saranno eccessivamente gravose. Infine, nelle previsioni è stato applicato uno scenario macroeconomico neutro, ma spesso le cose possono mutare rapidamente, come successe proprio nell'occasione dell'acquisizione di Emporiki Bank da parte di Crédit Agricole, che accumulò oltre 6 miliardi di euro di perdite nell'operazione e fu costretta a vendere la banca greca nel 2012 per una cifra simbolica di 1 euro.

In conclusione, i primi tre capitoli sono stati fondamentali per comprendere come l'M&A possa essere intrapresa come una strategia di crescita esterna anche nel settore bancario ed è stata analizzata sia da un punto di vista meramente gestionale/industriale, ma anche finanziario e legale. Nell'ultimo capitolo il focus iniziale è stato sull'attuale situazione bancaria italiana ed europea, per poi andare ad approfondire la situazione di UniCredit. Infine, il campione di ricerca ha fornito il ruolo di benchmark per le proiezioni degli indici di UniCredit, qualora l'acquisizione vada a concludersi nel 2026.

Bibliografia:

Ali-Yrkkö, J. (2002). Mergers and acquisitions: Reason and results (No. 792).

Banca Centrale Europea (2019). “Qual è il ruolo della BCE nelle fusioni e acquisizioni bancarie?”. Pubblicazione Online.

Banca d'Italia (2018). OPA (Offerta Pubblica di Acquisto): significato, funzionamento e nuove soglie, Pubblicazione Online.

Banco BPM. (2024, 13 novembre). Comunicato stampa.

Berk, J. B., & DeMarzo, P. M. (2007). Corporate finance. Pearson Education.

BNL. (2007, 28 settembre). BNL – Group BNP Paribas: nascita di un nuovo core business bancario italiano all'interno di un grande gruppo internazionale.

BNP Paribas. (2006). Consolidated Financial Statements: Year ended 31 December 2005

BNP Paribas. (2006, 15 febbraio). BNP Paribas Group: Results as at 31 December 2005. Comunicato stampa.

BNP Paribas. (2006, 4 febbraio). BNP Paribas annuncia l'intenzione di acquistare il controllo di BNL. Comunicato stampa.

BNP Paribas. (2007, 6 novembre). Results as at 30 September 2007.

BNP Paribas. (2010). Consolidated Financial Statements: Year ended 31 December 2009.

Borsa Italiana. (2013). Accelerated Bookbuild. Pubblicazione online.

Borsa Italiana. (2018). Non Performing Loans (NPL): Come funzionano e quanto pesano sul sistema finanziario i crediti deteriorati delle banche. Pubblicazione online.

Borsa Italiana. Offerta pubblica di scambio. Pubblicazione online.

Bureau van Dijk. (2025). Crédit Agricole – Dati finanziari sul Return on Assets (ROA) [Data set]. Orbis.

- Capizzi, V. (2001). Il capital asset pricing model e le operazioni di corporate e investment banking. Università commerciale Luigi Bocconi.
- Catricalà, A., & Lalli, A. (2010). L'antitrust in Italia: il nuovo ordinamento. Giuffrè Editore.
- Centro studi Mediobanca (2021).
- Chiu, C. C., & Lin, K. S. (2020). Rule-based BCG matrix for product portfolio analysis.
- Commerzbank AG. (2025, 13 marzo). Commerzbank Group Annual Report 2024.
- Commissione delle Comunità Europee. (1997). Comunicazione della Commissione — Definizione del mercato rilevante ai fini della normativa comunitaria in materia di concorrenza. Gazzetta ufficiale delle Comunità europee, C 372 del 9.12.1997, pp. 5–13.
- Commissione Europea. (2004). Decisione Microsoft – COMP/C-3/37.792. Comunicato stampa IP/04/382 del 24 marzo 2004.
- Consiglio dell'Unione Europea. (2004). Regolamento (CE) n. 139/2004 del Consiglio del 20 gennaio 2004 relativo al controllo delle concentrazioni tra imprese. Gazzetta ufficiale dell'Unione europea, L 24 del 29.1.2004, pp. 1–22.
- Costagli, S. (2004). Economie di scala e di varietà nel settore bancario statunitense. Giornale degli Economisti e Annali di Economia, 87-137.
- Crédit Agricole. (2006, 24 marzo). FY 2005 Results.
- Crédit Agricole. (2008, 20 febbraio). FY 2007 Results.
- Crédit Agricole. (2010, 25 febbraio). FY 2009 Results.
- Damodaran, A. (2007). Return on capital (ROC), return on invested capital (ROIC) and return on equity (ROE): Measurement and implications.
- Damodaran, A. (2014). Valutazione delle aziende. Maggioli Editore.
- De Minico, G. (1997). Antitrust e Consob. Obiettivi e funzioni. Cedam.

Dess, G. G., & Beard, D. W. (1984). Dimensions of organizational task environments. *Administrative science quarterly*, 52-73.

Dittmann, I., & Weiner, C. (2005). Selecting comparables for the valuation of European firms.

Draghi, M. (2024). Il futuro della competitività europea: Strategia per l'Europa. Commissione Europea.

Elzinga, K. G., & Mills, D. E. (2011). The Lerner index of monopoly power: origins and uses. *American Economic Review*.

European Central Bank. (2024). ECB staff macroeconomic projections for the euro area, September 2024.

Fidanza, B. (2007). Efficacia nelle valutazioni del metodo dei multipli di mercato. Una verifica empirica sul mercato italiano.

Forbes Italia. (2024, 14 novembre). Mps, il Mef vende il 15%: incassati 1,11 miliardi.

Gorb, Oleg, et al. "Boston consulting group matrix: Opportunities for use in economic analysis." *Scientific Horizons* 7.25 (2022).

Howson, P. (2017). *Due diligence: The critical stage in mergers and acquisitions*. Routledge.

<https://forbes.it/2024/03/19/unilever-si-separa-dalla-divisione-gelati-titolo-in-rialzo-del-6/>

<https://www.agcm.it/chi-siamo/istituzione/index>

<https://www.ilsole24ore.com/art/honda-e-nissan-cancellano-definitivamente-progetto-fusione-AGcmq5qC>

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

<https://www.wallstreetitalia.com/banche-daffari-chi-sono-i-colossi-di-wall-street-nel-2023/>

Intesa Sanpaolo. (2020, 30 aprile). Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2019.

Intesa Sanpaolo. (2020, 4 febbraio). 2019 Results: Excellent Performance, All Commitments Fully Delivered and Balance Sheet Further Strengthened.

Intesa Sanpaolo. (2022, 29 aprile). Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2021.

Intesa Sanpaolo. (2022, 4 febbraio). 2021 Results: Ready for the new Business Plan – Excellent performance with balance sheet further strengthened.

Intesa Sanpaolo. (2024, 24 aprile). Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2023.

Intesa Sanpaolo. (2024, 6 febbraio). 2023 Results: Excellent performance with balance sheet further strengthened in Q4.

Italia. (1990). Legge 10 ottobre 1990, n. 287: Norme per la tutela della concorrenza e del mercato. Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, n. 240, 13 ottobre 1990.

Maddigan, R. J. (1981). The measurement of vertical integration. *The Review of Economics and Statistics*, 328-335.

McGrath, M. R. (2011). *Practical M&A execution and integration: a step by step guide to successful strategy, risk and integration management*. John Wiley & Sons.

Mediobanca. (2023, 24 maggio). Piano strategico 2023–26. Comunicato stampa.

Mediobanca. (2025, 28 gennaio). OPS ostile di MPS.

Meldrum, M., McDonald, M. (1995). The Ansoff Matrix. In: *Key Marketing Concepts*. Palgrave, London.

Mishkin, Frederic S., et al. *Istituzioni e mercati finanziari*. Italia, Pearson, 2007.

Mondello, E. (2023). Dividend Discount Model. In *Applied Fundamentals in Finance: Portfolio Management and Investments*.

Napolitano, M. R., *La gestione dei processi di acquisizione e fusione di imprese*. Italia, FrancoAngeli, 2003.

Nguyen, Hien & Yung, Kenneth & Sun, Qian. (2012). *Motives for Mergers and Acquisitions: Ex-Post Market Evidence from the US*.

- Panzar, J. C., & Willig, R. D. (1981). Economies of scope. *The American Economic Review*, 71(2), 268-272.
- Pappalardo, A. (2018). *Il diritto della concorrenza dell'Unione europea*. UTET giuridica.
- Parlamento Europeo e Consiglio. (2013). Regolamento (UE) n. 1024/2013 del 15 ottobre 2013 che attribuisce compiti specifici alla BCE in materia di vigilanza prudenziale. *Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea*.
- Passagnoli, G. (2017). La Due Diligence nel procedimento di acquisizione societaria. In *Due Diligence* (pp. 67-80). Wolters Kluwer.
- Rhoades, S. A. (1993). The herfindahl-hirschman index. *Fed. Res. Bull.*, 79, 188.
- Rucco, G. *Diversificazione e nuove soluzioni*.
- Sarkar, M., & Cavusgil, S. T. (1996). Trends in international business thought and literature: A review of international market entry mode research: Integration and synthesis.
- Scognamiglio Pasini, C. L. (2011). *Economia Industriale* (nuova edizione).
- Stigler, G. J. (1958). The economies of scale. *The Journal of Law and Economics*, 1, 54-71.
- UniCredit S.p.A. (2025, 25 febbraio). Bilanci e Relazioni 2024 – Progetto di Bilancio.
- UniCredit. (2024, 11 settembre). UniCredit acquires approximately 9% stake in Commerzbank AG.
- UniCredit. (2024, 25 novembre). UniCredit presenta un'offerta di scambio volontaria per Banco BPM per un corrispettivo totale di circa 10,1 miliardi di euro.
- UniCredit. (2025, 14 marzo). La BCE autorizza UniCredit ad aumentare la partecipazione in Commerzbank fino al 29,9%.
- www.consob.it

Ziehms, Heiko Daniel. M&A: a Disputes: How They Happen, How to Resolve Them, How to Avoid Them. 1st ed. Alphen aan den Rijn: Wolters Kluwer Law International, 2023.