



Università  
Ca' Foscari  
Venezia

Corso di Laurea Magistrale  
in Amministrazione, Finanza e Controllo

Tesi di Laurea

**La valutazione delle banche nelle  
operazioni di M&A.  
Un approccio innovativo:  
l'*Asset Mark-down Model* alla  
base del modello di stratificazione  
del valore**

**Il caso Banco Popolare – BPM**

**Relatore**

Ch. Prof. Federico Beltrame

**Laureanda**

Stefania Maino  
Matricola 867081

**Anno Accademico**

2018 / 2019



# INDICE

<b>Introduzione .....</b>	<b>2</b>
---------------------------	----------

## **CAPITOLO 1**

### ***Le operazioni di M&A tra banche***

<b>1.1 Introduzione .....</b>	<b>5</b>
<b>1.2 La concentrazione bancaria.....</b>	<b>6</b>
<b>1.3 Le principali motivazioni alla base delle operazioni di M&amp;A .....</b>	<b>9</b>
1.3.1 La crescita.....	10
1.3.1.1 <i>Modalità di crescita</i> .....	10
1.3.1.2 <i>Tipologia di crescita</i> .....	12
1.3.1.3 <i>Forme tecniche di crescita</i> .....	13
1.3.2 Motivazioni strategico-operative .....	14
1.3.3 Motivazioni strategico-territoriali .....	15
1.3.4 Motivazioni gestionali.....	15
1.3.5 Motivazioni amministrative .....	18
1.3.6 Motivazioni di categoria .....	18
<b>1.4 Il valore creato dall'acquisizione.....</b>	<b>19</b>
1.4.1 Il valore di acquisizione e il prezzo .....	21

## **CAPITOLO 2**

### ***La valutazione delle banche nelle operazioni di M&A: gli approcci tradizionali e non***

<b>2.1 Introduzione .....</b>	<b>24</b>
<b>2.2 Considerazioni iniziali .....</b>	<b>24</b>
<b>2.3 Valutare le imprese: i vari approcci valutativi.....</b>	<b>26</b>
<b>2.4 Valutare le banche .....</b>	<b>28</b>
2.4.1 I vincoli normativi .....	29
2.4.2 Il ruolo del debito.....	33
2.4.3 La stima dei flussi di cassa .....	34

<b>2.5</b>	<b>Gli approcci di valutazione tradizionali: focus sull'<i>equity side</i></b> .....	<b>37</b>
<b>2.6</b>	<b>Il <i>Discounted Cash Flow Model</i></b> .....	<b>37</b>
2.6.1	Il <i>Dividend Discount Model</i> nella variante dell' <i>Excess Capital</i> .....	38
2.6.2	Il <i>Cash Flow to Equity Model</i> .....	40
2.6.3	Confronto tra DDM.EC e CFE.....	43
<b>2.7</b>	<b>Il metodo dei multipli</b> .....	<b>44</b>
2.7.1	Il metodo dei multipli nella variante dell' <i>Excess Capital</i> .....	48
<b>2.8</b>	<b>Un approccio di valutazione innovativo: focus sull'<i>asset side</i></b> .....	<b>49</b>
<b>2.9</b>	<b>L'importanza dei depositi e del <i>mark-down</i> – una valutazione separata</b> .....	<b>52</b>
2.9.1	Approccio di valutazione senza crescita .....	54
2.9.2	Approccio di valutazione in presenza crescita .....	56
<b>2.10</b>	<b>L'<i>Asset Mark-down Model</i>: un quadro d'insieme</b> .....	<b>57</b>
<b>2.11</b>	<b>Considerazioni conclusive</b> .....	<b>58</b>

## **CAPITOLO 3**

### ***Le sinergie e il modello di stratificazione del valore***

<b>3.1</b>	<b>Introduzione</b> .....	<b>60</b>
<b>3.2</b>	<b>Gli effetti delle operazioni di M&amp;A: alcuni riscontri empirici</b> .....	<b>61</b>
<b>3.3</b>	<b>Perché le operazioni di M&amp;A bancarie falliscono?</b> .....	<b>64</b>
<b>3.4</b>	<b>L'importanza delle sinergie per il successo delle M&amp;A</b> .....	<b>68</b>
<b>3.5</b>	<b>La natura delle sinergie</b> .....	<b>69</b>
3.5.1	Sinergie generiche, endemiche, specifiche e private.....	70
3.5.2	Sinergie operative e finanziarie.....	73
<b>3.6</b>	<b>La valutazione delle sinergie</b> .....	<b>75</b>
3.6.1	Il calcolo delle sinergie operative .....	75
3.6.2	Il calcolo delle sinergie finanziarie .....	76
<b>3.7</b>	<b>Dalle sinergie al valore di acquisizione: il modello di stratificazione del valore</b> .....	<b>76</b>
3.7.1	Valore di acquisizione di partecipazioni di controllo. Alcuni cenni .....	83

## **CAPITOLO 4**

### ***Il caso: la fusione tra Banco Popolare e BPM***

<b>4.1</b>	<b>Introduzione .....</b>	<b>85</b>
<b>4.2</b>	<b>Il sistema bancario italiano negli ultimi anni.....</b>	<b>86</b>
<b>4.3</b>	<b>La riforma delle banche popolari .....</b>	<b>87</b>
<b>4.4</b>	<b>Fusione Banco Popolare e Banca Popolare di Milano .....</b>	<b>89</b>
4.4.1	Soggetti coinvolti nella fusione: Banco Popolare .....	90
4.4.2	Banca Popolare di Milano .....	91
4.4.3	La creazione del Banco BPM.....	93
<b>4.5</b>	<b>Struttura dell'operazione di fusione.....</b>	<b>96</b>
4.5.1	Rapporto di cambio.....	98
<b>4.6</b>	<b>L'andamento post-fusione .....</b>	<b>99</b>
<b>4.7</b>	<b>L'applicazione del modello di stratificazione del valore riadattato sull'Asset Mark-down Model.....</b>	<b>100</b>
<b>4.8</b>	<b>Misurare gli FCFA secondo l'Asset Mark-down Model .....</b>	<b>101</b>
4.8.1	Come riclassificare lo stato patrimoniale .....	101
4.8.2	Come riclassificare il conto economico.....	104
4.8.3	Come costruire il rendiconto finanziario.....	107
<b>4.9</b>	<b>Dalla teoria alla pratica: riclassificazione dei bilanci di Banco Popolare, BPM e Banco BPM.....</b>	<b>108</b>
<b>4.10</b>	<b>Costruzione del rendiconto finanziario e calcolo dei FCFA .....</b>	<b>112</b>
<b>4.11</b>	<b>Sinergie operative: valore dei flussi differenziali .....</b>	<b>114</b>
4.11.1	Un confronto tra le sinergie operative realizzate e quelle stimate .....	120
<b>4.12</b>	<b>Sinergie finanziarie: valore del differenziale di rischio e di struttura finanziaria .....</b>	<b>121</b>
<b>4.13</b>	<b>Conclusioni .....</b>	<b>125</b>
<b>Conclusioni .....</b>		<b>128</b>
<b>Bibliografia .....</b>		<b>130</b>



## Introduzione

Il fenomeno delle operazioni di *merger and acquisition* ha assunto, negli ultimi trenta quarant'anni, un ruolo cruciale nella configurazione e nell'evoluzione del settore bancario mondiale ed europeo, diventato nel tempo sempre più competitivo, dinamico e globale.

Il presente elaborato si propone di indagare e approfondire il complesso e ampio tema delle operazioni di M&A bancarie, andando ad analizzare le motivazioni, le strategie e le valutazioni sottese al diffondersi di tale fenomeno. In particolare, elemento centrale dell'elaborato è rappresentato da quelle valutazioni che portano, partendo dalla stima del valore *stand alone* della banca *target* a cui si aggiunge il valore delle sinergie previste, alla formazione del cosiddetto valore di acquisizione.

Si cercherà quindi, in primo luogo, di spiegare le modalità e le tecniche di valutazione del valore *stand alone* di una banca, trattando prima gli approcci di valutazione tradizionali *equity side* (*Dividend Discount Model*, *Cash Flow to Equity Model* e metodo dei multipli), per poi passare all'approfondimento e all'applicazione di un approccio innovativo *asset side*, conosciuto anche come *Asset Mark-down Model*<sup>1</sup>. Questo modello sembra infatti essere in grado di superare le problematiche ed i limiti che gli approcci *equity side* presentano, i quali si possono ricondurre soprattutto al ruolo e alla definizione del debito e, in particolare, dei depositi.

I depositi, infatti, come sottolineato da Damodaran<sup>2</sup>, rappresentano passività di natura operativa, più che finanziaria, in quanto generalmente sono connessi al processo operativo di intermediazione con il cliente e, proprio per questo motivo, vengono remunerati ad un costo inferiore rispetto al tasso *risk-free* (che tipicamente coincide con il tasso interbancario). Tale spread tra il tasso interbancario e il costo dei depositi è noto come *mark-down* ed è un'importante fonte di valore nel settore bancario. Ne deriva che le banche generano valore

---

<sup>1</sup> Modello proposto da F. Beltrame e D. Previtali, in *Valuing banks*, Palgrave Macmillan, Londra, 2016

<sup>2</sup> A. Damodaran, *The dark side of valuation. Valuing young, distressed and complex businesses*, Pearson Education, 2009

anche sul lato del passivo, il che crea alcune questioni importanti che l'*Asset Mark-down Model*, al contrario dei modelli più tradizionali, riesce a tenere in considerazione.

Passati in rassegna i metodi tradizionali e non, per la valutazione delle banche, si approfondirà, in secondo luogo, l'altra componente fondamentale del valore di acquisizione: il valore delle sinergie.

Dopo aver compreso l'importanza, la natura e le caratteristiche delle sinergie maggiormente ricercate attraverso le operazioni di M&A bancarie, si cercherà di comprendere le metodologie di valutazione e di calcolo delle stesse, partendo dal cosiddetto modello di stratificazione del valore proposto da Massari<sup>3</sup>, il quale verrà per l'occasione riadattato sulla base dell'*Asset Mark-down Model*, in modo da ottenere risultati che siano compatibili e coerenti con le peculiarità specifiche delle banche.

Esistono altri modelli e altre metodologie che consentono di giungere a valutazioni diverse, tuttavia la scelta è ricaduta su questo specifico modello in quanto offre una prospettiva di analisi particolare ed interessante: il modello di stratificazione del valore permette, infatti, di definire e valorizzare i vari "strati" creati dalle sinergie, in termini di flussi di cassa differenziali, differenziale di rischio e differenziale di struttura finanziaria, distinguendo quindi il valore che dipende dalle aziende in sé da quello che dipende dalle sinergie.

Utilizzando tale modello come punto di riferimento si procederà infine, nel quarto ed ultimo capitolo, all'analisi di un caso empirico: la fusione che, a seguito della riforma delle banche popolari<sup>4</sup> del 2015, vede coinvolte Banco Popolare e Banca Popolare di Milano.

Con tale riforma il Governo ha avviato un processo di ristrutturazione e di rinnovamento del sistema bancario italiano che ha aperto la strada ad una serie di aggregazioni e integrazioni tra le banche popolari italiane. Prima tra tutte, ad un anno di distanza dalla riforma, la fusione tra Banco Popolare e Banca Popolare di Milano, che ha dato vita, a partire dal primo gennaio 2017, al terzo polo bancario italiano dopo Intesa Sanpaolo e Unicredit: il Banco BPM.

---

<sup>3</sup> M. Massari, *Finanza aziendale. Valutazione*, McGraw-Hill, Milano, 1998, pag.166

<sup>4</sup> Approvata con il decreto-legge 24 gennaio 2015, n.3, e pubblicata in Gazzetta Ufficiale n.19 del 24 gennaio 2015: <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2015/01/24/15G00014/sg>



Tale fusione, oltre che la prima nell'ambito della riforma delle banche popolari, rappresenta la maggior operazione di aggregazione tra gruppi bancari italiani degli ultimi dieci anni. Ecco da dove è nata l'idea di studiare ed analizzare proprio questo caso.

L'analisi del caso ha come obiettivo finale quello di ottenere, attraverso l'applicazione del modello di stratificazione del valore, il valore di quegli "strati" legati ai benefici sinergici che si sono generati a seguito della fusione e dell'integrazione tra Banco Popolare e Banca Popolare di Milano.

Per quanto riguarda il modello di stratificazione del valore va specificato che, in questa sede, è stato applicato con le dovute cautele e semplificazioni; trattandosi infatti di una fusione e non di un'acquisizione, ci si è concentrati non tanto sul valore *stand alone* e sul valore di acquisizione, quanto sul valore delle sinergie e, in particolare, sul valore delle sinergie operative di costo e di ricavo che si riferiscono allo strato relativo al valore dei flussi differenziali, dal momento che di norma assumono il peso più consistente e rilevante. Si è cercato poi, concludendo, di confrontare tale valore con quello stimato dai manager pre-fusione in fase di redazione del piano strategico e industriale.

## CAPITOLO 1

# Le operazioni di M&A tra banche

### 1.1 Introduzione

L'obiettivo del primo capitolo è quello di tracciare le linee guida per riuscire ad interpretare e comprendere le motivazioni che stanno alla base del fenomeno, sempre più diffuso e rilevante negli ultimi decenni, delle operazioni di M&A nel settore bancario.

Si vedrà, in particolare, come tali operazioni siano finalizzate, in primis, alla crescita esterna.

La necessità delle banche di crescere, sia in termini dimensionali che di valore, può essere ricercata innanzitutto in una serie di fattori strutturali e contestuali (quali, ad esempio, la globalizzazione, l'innovazione e il progresso tecnologico, l'introduzione dell'Euro), che, a partire dagli anni Novanta, hanno reso il mercato bancario molto più dinamico e competitivo, sia a livello globale che europeo.

Anche se la crescita dimensionale rappresenta di per sé una motivazione ragionevole e sufficiente per intraprendere un'operazione di questo tipo, non è certo l'unica. Nel corso del capitolo verranno descritte e analizzate, dunque, le principali motivazioni che stanno alla base delle operazioni di M&A. Seppur siano le più diverse e disparate, vedremo che tutte possono essere accomunate da un unico obiettivo condiviso: la creazione di valore – o, in altre parole, di sinergie.

Una volta definite le motivazioni e gli obiettivi, il processo di acquisizione può avere effettivamente inizio con le fasi di selezione e valutazione dell'impresa *target*, che si concludono con l'individuazione del cosiddetto valore di acquisizione. Cercheremo, quindi, partendo dal valore *stand alone* della banca *target* selezionata a cui va aggiunto il maggior valore conferito dalle sinergie ottenibili, di capire quali sono i meccanismi fondamentali nel processo di determinazione del valore, riuscendo così a chiarire uno dei problemi chiave dell'intero elaborato: dove e come trova giustificazione l'attribuzione di un determinato valore ad una determinata operazione di M&A.

## 1.2 La concentrazione bancaria

Le operazioni di *merger and acquisition* (chiamate M&A da qui in poi) hanno assunto, negli ultimi trenta quarant'anni, un ruolo cruciale nella configurazione e nell'evoluzione del settore bancario mondiale ed europeo.

Seguendo la scia degli Stati Uniti, l'Europa, a partire dagli anni Novanta, ha assistito al diffondersi e all'intensificarsi del fenomeno delle operazioni di M&A tra banche, in concomitanza con l'affermarsi di un mercato bancario sempre più competitivo e dinamico. Con l'evoluzione del mercato, dunque, le banche si sono trovate costrette a mettere in atto operazioni e processi di integrazione finalizzati alla crescita dimensionale, al miglioramento del livello di efficienza e alla diversificazione dei rischi. Il binomio crescita - diversificazione (a cui si aggiunge l'investimento in risorse umane), rappresenta infatti, secondo molti operatori economici, l'imperativo strategico per essere nelle condizioni di poter competere in un sistema di mercato competitivo come quello che si stava affermando<sup>5</sup>.

Tecnicamente, i processi di integrazione tra due (o più) imprese possono realizzarsi attraverso accordi di semplice cooperazione oppure attraverso processi di concentrazione veri e propri. Nel primo caso, l'autonomia giuridica ed economica delle imprese coinvolte viene salvaguardata, dal momento che si realizzano accordi di collaborazione/cooperazione che riguardano determinati periodi o determinate fasi del ciclo produttivo.

Nel secondo caso, invece, l'integrazione comporta l'accentramento in un unico soggetto, quello derivante dal processo, dell'autonomia giuridica ed economica delle singole imprese. È in questo secondo caso di concentrazione vera e propria che rientrano le operazioni di M&A, elemento centrale del presente elaborato.

Entrando nel dettaglio, la concentrazione può realizzarsi attraverso forme giuridiche di intensità diversa. La fusione in senso stretto (o fusione propria), che rappresenta la forma più forte e intensa di concentrazione, determina la nascita di una nuova impresa dall'unione di

---

<sup>5</sup> M. Snichelotto, A. Pegoraro, "Le operazioni di M&A come strumento di vantaggio competitivo", Rivista n.3, Febbraio 2009, pag.19

due imprese preesistenti, che si estinguono, traslando i loro patrimoni e la loro autonomia in capo all'impresa di nuova costituzione.

La fusione per incorporazione, invece, si realizza con l'assorbimento di un'impresa, chiamata *target*, da parte di un'altra, chiamata acquirente. In questo caso la *target*, dopo aver traslato il suo patrimonio in capo all'acquirente, si estingue.

L'acquisizione di partecipazioni di controllo, infine, che rappresenta la forma di concentrazione meno intensa, consiste nell'acquisto da parte di un'impresa dell'intero capitale azionario di un'altra società, della sua maggioranza o comunque di una quota sufficiente a condizionare e indirizzare le scelte di gestione<sup>6</sup>.

Fatta questa premessa e questa distinzione tra fusione pura, fusione per incorporazione e acquisizione, va sottolineato che, almeno in un primo momento, i termini *merger* e *acquisition* verranno utilizzati intercambiabilmente come sinonimi, nonostante esprimano concetti – come abbiamo visto - ben diversi e distinti.

Ciascuna operazione di M&A è dettata da fattori e motivazioni specifiche, che la differenziano dalle altre. Tuttavia, l'intensificarsi del processo di concentrazione nel settore bancario europeo testimonia l'esistenza di *driver* contestuali e strutturali (si veda la tabella 1.1) che costituiscono un denominatore comune alle diverse situazioni e realtà. Dunque, possono essere rintracciati, oltre alle motivazioni proprie delle singole operazioni o dei singoli mercati, anche dei fattori comuni all'intera industria bancaria europea.

Tabella 1.1 – I *driver* del processo di consolidamento bancario

<b><i>Driver strutturali</i></b>	<b><i>Driver contestuali</i></b>
Globalizzazione	Introduzione dell'Euro
Deregolamentazione	Normativa di vigilanza
Disintermediazione	Struttura del mercato del credito
Innovazione e progresso tecnologico	Stabilità del sistema bancario
Ruolo dello Stato	Efficienza e redditività delle banche

Fonte: M. La Torre, op. cit., 2000, pag. 10

<sup>6</sup> M. La Torre, *Le concentrazioni tra banche. Riflessi gestionali e dinamiche di mercato*, UTET Libreria, Torino, 2000, pag. 7-8

Tra i *driver* strutturali troviamo, ad esempio, la globalizzazione e la deregolamentazione del settore finanziario e creditizio, il processo di disintermediazione, l'innovazione e il progresso tecnologico e una diversa visione del ruolo dello Stato nel sistema economico.

Un primo importante fattore che ha interessato buona parte delle principali economie dell'Unione Europea è costituito dalla progressiva deregolamentazione o liberalizzazione del settore bancario, che ha abbattuto le tradizionali barriere normative e operative che separavano le diverse attività finanziarie. La possibilità di superare confini che prima erano proibiti, entrando sia in nuovi Paesi sia in nuove aree e attività di business, ha rappresentato uno stimolo per la concentrazione tra imprese bancarie appartenenti a Paesi differenti (*cross-border M&A*) e tra imprese bancarie con specializzazioni e business diversi (*non-overlapping M&A*).

Globalizzazione e deregolamentazione hanno favorito la *securitisation* dei mercati che, di conseguenza, ha messo le banche nella posizione di doversi confrontare con un sempre più insistente processo di disintermediazione. L'urgenza di trasformare la tradizionale attività di intermediazione creditizia in altre attività finanziarie più adatte e coerenti con l'evoluzione del mercato può essere considerato stimolante per le *revenue-enhancement M&A*, vale a dire quelle operazioni di concentrazione attuate con l'obiettivo di cercare nuove e differenti forme di reddito.

Innovazione e progresso tecnologico sono tra i fattori più significativi per le operazioni di concentrazione e, soprattutto, per le *mega M&A*. La nuova tecnologia, infatti, impatta sui costi e sulla qualità dell'attività di produzione, negoziazione e distribuzione dei servizi finanziari. Appare evidente come, visti i costi elevati delle nuove tecnologie, solo il raggiungimento di dimensioni molto elevate può compensare l'investimento iniziale.

L'ultimo *driver* strutturale considerato determinante per le operazioni di concentrazione è l'emergente funzione del ruolo dello Stato all'interno del settore economico, sempre più orientato ad un controllo esterno degli operatori e dei meccanismi. Lo Stato, inoltre, interferisce anche attraverso una ridefinizione della *corporate governance* delle banche,

alleggerendo la quota di partecipazione pubblica. Le operazioni di concentrazione possono essere, in questo caso, strumenti utili alla ridefinizione degli equilibri azionari delle banche. I *driver* richiamati sono comuni a quasi tutti i mercati sviluppati, sia europei che non; tuttavia, seppur il trend sia comune, ogni singolo mercato sperimenta ritmi di crescita delle operazioni di concentrazione diversi. La ragione risiede nell'esistenza di *driver* contestuali, appartenenti ai singoli mercati, che rallentano o velocizzano l'urgenza di concentrazione. Tra questi fattori, non vi è dubbio, rientrano l'introduzione all'Euro, la normativa di vigilanza sugli intermediari finanziari, la struttura del mercato di credito, la stabilità del sistema bancario e l'efficienza e la redditività delle banche. L'intensità con cui questi *driver* possono manifestare i loro effetti dipende, innanzitutto, dalla libertà organizzativa e operativa concessa alle banche dai sistemi di regolamentazione nazionale. Va sottolineato che il mercato europeo, in quest'ottica, non presenta sostanziali differenze al suo interno, grazie al processo di armonizzazione delle normative a livello comunitario<sup>7</sup>.

### **1.3 Le principali motivazioni alla base delle operazioni di M&A<sup>8</sup>**

I *driver* sopracitati, con modalità e intensità diverse, hanno determinato un mercato sempre più globale e competitivo che, in un certo senso, ha spinto e facilitato le banche a mettere in atto processi di crescita finalizzati al recupero dell'efficienza e della competitività.

Sembra, quindi, che la principale motivazione alla base della diffusione del fenomeno delle M&A sia da ricercarsi nella necessità delle banche di crescere, sia in termini di dimensione che in termini di efficienza.

Vale la pena dunque, innanzitutto, fare una premessa e alcune riflessioni sul concetto di crescita.

---

<sup>7</sup> M. La Torre, op. cit., 2000, pag. 9-12; L. Chiamonte, *Le Concentrazioni bancarie in Europa e i processi di integrazione cross-border. Il caso Unicredit-HVB*, Giuffrè Editore, Milano, 2008, pag. 1-8

<sup>8</sup> Per la redazione del paragrafo e dei suoi sottoparagrafi si veda La Torre, op. cit., 2000, pag. 64-70; L. Chiamonte, op. cit., 2008, pag. 9-28

### 1.3.1 La crescita<sup>9</sup>

La ricerca di una maggiore dimensione da parte di un'impresa impone necessariamente delle scelte riguardanti la modalità, la tipologia e le forme tecniche di crescita da adottare (tabella 1.2).

Tabella 1.2 – Le dinamiche di crescita

<i>Modalità di crescita</i>	<i>Tipologie di crescita</i>	<i>Forme tecniche di crescita</i>
<b>Interna</b>	Per espansione	
	Per integrazione verticale	
	Per diversificazione	
<b>Esterna</b>	Per espansione	Fusione, incorporazione, acquisizione
	Per integrazione verticale	Fusione, incorporazione, acquisizione
	Per diversificazione	Fusione, incorporazione, acquisizione

Fonte: M. La Torre, op. cit., 2000, pag. 58

#### 1.3.1.1 Modalità di crescita

Esistono due diversi percorsi di crescita che un'impresa può intraprendere. Il primo è rappresentato dalla crescita per linee interne (cosiddetta organica), che comporta la realizzazione di nuove attività e nuovi investimenti ricorrendo alle risorse finanziarie, tecnologiche e manageriali interne disponibili. Normalmente, la crescita interna avviene mettendo in atto strategie di tipo produttivo, quando, ad esempio, la banca sviluppa nuovi prodotti o nuovi servizi da introdurre sul mercato, o di tipo distributivo, quando vengono potenziati i canali distributivi (come può essere la rete degli sportelli).

Il secondo, quello delle operazioni di M&A, è rappresentato invece dalla crescita per linee esterne, che comporta, invece, l'acquisizione di complessi aziendali già avviati, funzionanti e organizzati.

La scelta tra crescita per linee interne o esterne è determinante per il raggiungimento degli obiettivi di sviluppo e creazione del valore prestabiliti, per cui serve avere ben chiari vantaggi

<sup>9</sup> Per questo paragrafo e per i successivi si confronti M. La Torre, op. cit., 2000, pag. 57-63

e svantaggi delle due strategie alternative<sup>10</sup>. A questo proposito, il management dovrà preoccuparsi di scegliere e sviluppare la strategia di crescita più adatta, alla luce dell'organizzazione, della struttura e delle risorse disponibili e presenti in azienda.

La crescita per linee interne presenta numerosi vantaggi, quali il controllo e la semplicità delle scelte, il dimensionamento degli investimenti e la velocità di integrazione post-operazione nella struttura preesistente, grazie all'assenza di costi e tempi di transizione. Allo stesso tempo, però, presenta anche diverse criticità, rappresentate, prima tra tutte, dalla necessità di possedere risorse in eccesso da poter investire nella realizzazione e nella nascita delle nuove attività. A tal proposito, è necessario sottolineare che sono poche le società, almeno nel contesto europeo e italiano, a poter disporre di risorse finanziarie e manageriali in eccesso sufficienti da investire e utilizzare in una crescita per linee interne<sup>11</sup>.

In molti casi l'alternativa più valida sembra essere, quindi, quella della crescita per linee esterne, ossia attraverso le operazioni di M&A. I vantaggi di tale scelta possono essere ricondotti a:

- Una maggiore velocità di attuazione;
- Un minore costo che l'acquisto di strutture già avviate e funzionanti può comportare rispetto alla realizzazione ex novo (basti pensare, ad esempio, ai costi per l'addestramento e la formazione del personale);
- Un risparmio di costi e tempi nell'acquisizione di quote di mercato;
- Il superamento delle barriere all'entrata;
- Una riduzione del rischio sul fronte dell'innovazione tecnologica;
- La possibilità di acquisire competenze, conoscenze e risorse scarse;
- Una maggiore possibilità di ottenere finanziamenti;
- La possibilità di sfruttare benefici fiscali;
- La possibilità di sviluppare sinergie e migliorare l'efficienza.

---

<sup>10</sup> Per l'analisi di vantaggi e svantaggi della crescita per linee interne o esterne si veda V. Conca, *Le acquisizioni. Il processo, il mercato, i prezzi*, Egea, Milano, 2001, pag. 21; M. Snichelotto, A. Pegoraro, op. cit., 2009, pag. 22

<sup>11</sup> M. Snichelotto, A. Pegoraro, op. cit., 2009, pag. 19



D'altra parte, però, la crescita esterna è soggetta anche ad alcuni rischi, tra cui i più significativi si riconducono alla difficoltà di integrazione di due società già funzionanti e all'armonizzazione delle procedure, dell'organizzazione e delle culture aziendali nella fase post-acquisizione.

Nonostante ciò, nel complesso, questa seconda alternativa risulta essere, nella prassi bancaria, più flessibile e preferibile rispetto alla prima, seppur molto complessa sia dal punto di vista finanziario sia dal punto di vista tecnico, soprattutto per quanto riguarda la definizione del valore di acquisizione della banca *target*, di cui si parlerà meglio in seguito.

### **1.3.1.2 Tipologia di crescita**

Una volta definita la modalità di crescita per linee esterne, è necessario individuare la tipologia più adeguata e opportuna, tra crescita per espansione, per integrazione verticale e per diversificazione.

Nel caso della crescita per espansione l'impresa mantiene invariate le caratteristiche della produzione, non inserendosi in nuovi settori, ma registrando un aumento dei volumi produttivi.

Nel caso della crescita per integrazione verticale, al contrario, l'impresa si inserisce in nuovi settori che si trovano a monte o a valle del settore produttivo.

Infine, con la crescita per diversificazione l'impresa si inserisce in settori produttivi che non sono legati direttamente al *core business* della banca.

Tuttavia, se nel settore industriale/commerciale sembra immediata la possibilità di classificare i processi di crescita secondo tipologie definite, nel settore bancario i processi di crescita e, in particolare, le operazioni di concentrazione, sembrano essere riconducibili a tutte tre le tipologie contestualmente. L'incertezza dei confini tra le diverse tipologie di crescita può essere spiegata dalla natura stessa dell'attività bancaria. Ad esempio, la crescita per espansione, da intendersi come aumento dei volumi produttivi delle attività già svolte, può verificarsi solo nel caso in cui l'operazione avvenga tra banche con le stesse caratteristiche operative. Tuttavia, basta l'acquisizione di nuovi clienti per indebolire questa ipotesi, considerando che nuovi clienti implicano necessariamente nuovi prodotti o nuovi servizi.

In quest'ottica, ogni operazione di concentrazione potrebbe essere classificata come un'operazione di diversificazione (che sia di prodotto, geografica o dei rischi).

Anche il caso della crescita per integrazione verticale è difficile che si verifichi, in quanto il carattere di integrazione verticale sembra essere un elemento già implicito nelle concentrazioni bancarie. L'attività bancaria, infatti, è per definizione un'attività integrata, che parte dall'acquisizione dell'input fino alla produzione dell'output; non sarebbe dunque l'acquisizione di un'altra banca a cambiare la dinamica della filiera produttiva.

### **1.3.1.3 Forme tecniche di crescita**

Rimane, in ultimo, da definire la forma tecnica da utilizzare, che dipende dalla tipologia dall'accordo tra le banche coinvolte. In generale, come già accennato, esistono due diverse tipologie di accordi: gli accordi di cooperazione, quali alleanze strategiche, accordi di licenza, network di fornitura e distribuzione e *joint ventures*, per cui tra le banche si attua un rapporto di collaborazione che riguarda solo determinate fasi del ciclo produttivo, salvaguardando in questo modo l'autonomia giuridica ed economica delle società coinvolte; e gli accordi di concentrazione quali la fusione, l'incorporazione e l'acquisizione di partecipazioni di controllo, che portano all'accentramento dell'autonomia giuridica ed economica delle due (o più) banche coinvolte in capo ad un unico soggetto, quello risultante dall'operazione.

La scelta della forma tecnica più appropriata e coerente dipende da motivazioni di natura strategiche e finanziaria. Dal punto di vista strategico, ad esempio, le acquisizioni permettono all'acquirente di avvalersi del nome e della reputazione della *target*, senza che vi siano grossi problemi di integrazione. Le fusioni, al contrario, comportano dei problemi di integrazione culturale, operativa e organizzativa, ma, d'altro canto, offrono economie di scala più accentuate e significative.

Anche dal punto di vista finanziario fusione, incorporazione e acquisizione di partecipazioni comportano impegni, tempistiche e modalità di finanziamento ovviamente diverse.

Da queste riflessioni, appare evidente che le operazioni di M&A rappresentano delle strategie o degli interventi indispensabili alle banche per avviare un processo di crescita di successo che permetta di raggiungere una dimensione tale da poter competere in un nuovo mercato bancario altamente concorrenziale e dinamico.

Nonostante la crescita dimensionale rappresenti il motivo più palese ed evidente alla base delle operazioni di M&A, le motivazioni, nella realtà dei fatti, possono essere di varia natura, come è mostrato nella tabella seguente (1.3).

Tabella 1.3 - Possibili motivazioni alla base delle concentrazioni bancarie

<b>Strategico-operative</b>	<b>Strategico-territoriali</b>	<b>Gestionali</b>	<b>Amministrative</b>	<b>Di categoria</b>
Obiettivo di crescita dimensionale	Presidio del territorio di competenza	Gestione dei rischi	Gestione di crisi dichiarate	<i>Shareholder wealth</i>
Ingresso su mercati internazionali	Ingresso in nuove aree territoriali	Miglioramento della performance	Salvataggio di banche in difficoltà	Motivazioni del management
Ingresso in nuovi segmenti di clientela		Obiettivo di patrimonializzazione		Motivazioni degli organi direttivi
Diversificazione dell'attività		Ricerca di maggiore efficienza		

Fonte: La Torre, op. cit, 2000, pag. 64

Di seguito entreremo nel dettaglio di tali motivazioni.

### **1.3.2 Motivazioni strategico-operative**

La crescita dimensionale, di per sé, può rappresentare un obiettivo significativo. Questo è vero per tutte le imprese - anche non finanziarie - ed è vero anche per le banche, o perlomeno, era vero fino ad un passato abbastanza recente. Il cambiamento nella struttura dei mercati, dovuto ai controlli di vigilanza sempre più insistenti e stringenti, negli ultimi anni ha ridotto l'importanza della crescita dimensionale all'interno della funzione-obiettivo delle imprese bancarie a favore di obiettivi di performance.

L'elemento dimensionale, attualmente, può essere interpretato come una strategia funzionale al raggiungimento di altri obiettivi, quali, per esempio, l'ingresso in nuovi contesti di mercato, nuove fasce di clientela o nuove operatività.

### **1.3.3 Motivazioni strategico-territoriali**

La ridefinizione delle strutture territoriali è alla base di molti processi di aggregazione bancaria. Tramite questi processi è infatti possibile espandere il numero e la grandezza delle aree coperte o aumentare il grado di penetrazione nelle aree già servite.

Un primo vincolo alla ridefinizione della propria rete territoriale è rappresentato dalla rigidità delle norme di vigilanza strutturale che governano il sistema bancario; in contesti normativi molto rigidi, il consolidamento diventa quindi l'unica possibilità di espansione per una banca. Tuttavia, non è questo il nostro caso. In Europa, infatti, la normativa ha ridimensionato da tempo i vincoli di vigilanza strutturale, dunque, le concentrazioni strategico-territoriali, più che per volontà di ridefinire la propria rete territoriale, sembrano essere spinte da motivazioni di natura concorrenziale, per aggredire o difendersi dai potenziali concorrenti. Com'è ovvio infatti, un maggior presidio sul territorio o l'espansione in nuovi territori assicurano un maggiore potere di mercato.

### **1.3.4 Motivazioni gestionali**

La crescita esterna può essere dettata anche da motivi più prettamente gestionali. La concentrazione tra imprese bancarie infatti solitamente favorisce una gestione più efficiente dei rischi finanziari, data dalla diversificazione dell'attività, se la banca *target* ha caratteristiche operative diverse e distinte da quelle della banca acquirente, o, più semplicemente, dalla diversificazione di clientela e territoriale se la banca *target* opera in segmenti di mercato e territori differenti rispetto all'acquirente.

Una banca che in seguito ad un'operazione di M&A riesce a diversificare la propria attività su più settori, segmenti di clientela e territori beneficerà, quindi, di effetti positivi legati da una parte alla diversificazione e diminuzione del rischio e dall'altra al miglioramento della performance aziendale e dell'efficienza.

La concentrazione tra banche può servire, inoltre, per raggiungere velocemente un livello di patrimonializzazione che sia coerente con la crescita delle attività, rispettando, allo stesso

tempo, i vincoli patrimoniali imposti dalle autorità di vigilanza e i più elevati livelli di efficienza ricercati.

Nonostante il quadro delle determinanti sia ampio e articolato, la letteratura e il management bancario concordano che la tendenza alla concentrazione bancaria vada per lo più spiegata e motivata dalla necessità di raggiungere livelli di efficienza più elevati, che possono essere raggiunti con la razionalizzazione dei processi produttivi. Spesso e volentieri, sono quindi economie di scala, di scopo e della *X-efficiency* ad essere adottate come principali, se non uniche, motivazioni alla base dei processi di integrazione. Si è convinti, infatti, che la dimensione di una banca sia tra i fattori determinanti del livello dei costi e del controllo; aumentando la dimensione attraverso operazioni di concentrazione è possibile, quindi, riuscire ad aumentare il grado di efficienza della banca e del sistema nel suo complesso.

Agli inizi degli anni Cinquanta l'efficienza era considerata dal mondo accademico solo dal lato dei costi. Si parlava, dunque, di efficienza operativa, ottenuta da quelle banche che attraverso operazioni di M&A avevano potuto raggiungere una dimensione tale da abbattere e razionalizzare i costi di produzione. Più precisamente, si pensava che il miglioramento dell'efficienza operativa delle banche coinvolte nelle concentrazioni bancarie potessero realizzarsi attraverso:

- Economie di scala che, in virtù della maggior dimensione raggiunta, consentono di ripartire i costi su un più vasto numero di prodotti finanziari;
- Economie di scopo che permettono la produzione congiunta di due o più prodotti finanziari presso una sola banca a costi più bassi.

Tuttavia, la letteratura ha dimostrato che l'aumento dimensionale della banca e, di conseguenza, della sua complessità, determini, a certi livelli, la realizzazione di diseconomie di scala e che, quindi, non sempre alle grandi dimensioni si accompagni un miglioramento dell'efficienza. Questo dipende dal fatto che, l'aumento della complessità comporta un aumento dei costi di coordinamento e di controllo per la nuova banca, che può andare ad indebolire il miglioramento dell'efficienza fino al punto in cui questo risulti addirittura superiore, andando a ridurre la redditività della nuova banca derivante dall'operazione.

Secondo la letteratura, inoltre, anche le economie di scopo possono trasformarsi in diseconomie, quando la produzione congiunta presso un'unica banca risulta più costosa di quella separata rispetto imprese bancarie specializzate. Le diseconomie di scopo si verificano, in particolare, quando la condivisione di strutture produttive o distributive non implica per la nuova banca vantaggi in termini di efficienza operativa, quanto piuttosto costi organizzativi e conoscenze e competenze specifiche superiori.

Le economie di scala e di scopo non sono però le uniche componenti dell'efficienza. Dagli anni Cinquanta in poi l'interesse in materia di efficienza ha spostato l'attenzione e le indagini degli studiosi dall'efficienza di prodotto verso una sua nuova componente: quella dei fattori produttivi. Si sta parlando di *X-efficiency*, concetto che comprende tutte le efficienze tecniche e allocative (non catturate dalle economie di scala e di scopo), sottolineando la necessità e l'importanza dell'ottimale utilizzo dei fattori produttivi (input) per la massimizzazione dei costi e/o dei ricavi e dei profitti (*cost efficiency*) e per l'espansione dell'output e delle vendite (*revenue efficiency*). In questo modo, però, nella ricerca di un più elevato livello di efficienza il fattore dimensione perde di significatività e focus a favore dell'abilità del management di identificare e ottenere la combinazione meno costosa dei fattori produttivi.

Alcuni studi<sup>12</sup> in tema di efficienza bancaria condotti sulle banche statunitensi, confermano questa ipotesi: le economie di scala e di scopo, infatti, sembrano rappresentare meno del 5% dei costi bancari, mentre le *X-efficiencies* inciderebbero per circa un 20% dei costi. Per di più, i numerosissimi studi relativi alle economie di scala e di scopo nel sistema bancario non hanno raggiunto conclusioni univoche e condivise.

Dagli studi riferiti al sistema bancario italiano è emerso un elevato grado di economie di scala, ma, allo stesso tempo, un grado debole di economie di scopo, non consentendo quindi di giungere a conclusioni generalizzate.

---

<sup>12</sup> Tra questi, A. Berger, W. Hunter, S. Timme, "The efficiency of financial institutions: A review and preview of research past, present and future", *Journal of Banking and Finance*, vol. 17, 1993

### **1.3.5 Motivazioni amministrative**

In Italia, buona parte delle operazioni di M&A ha avuto come motivazione di base, esplicita o occulta, il salvataggio di banche “malate” da parte di banche considerate “sane” ed efficienti. In quest’ottica la Banca d’Italia è stata ispiratrice di tali processi, per cercare di riuscire a salvaguardare la stabilità dell’industria bancaria, minimizzando i costi di salvataggio. L’eventuale fallimento di banche di grandi dimensioni, infatti, avrebbe gravi ripercussioni sull’intera o su una buona parte dell’industria bancaria che, nel caso più estremo, potrebbe provocare fallimenti a catena mettendo a repentaglio la stabilità dell’intero sistema creditizio, con significativi costi sociali a carico della collettività.

Inoltre, la maggior dimensione raggiunta dalle banche coinvolte in operazioni di concentrazione dovrebbe consentirgli di ottenere maggiori garanzie da parte dell’autorità di vigilanza in caso di un ipotetico momento futuro di difficoltà o di crisi. Praticamente, le nuove banche che si creano da processi di concentrazione, in virtù della maggior soglia dimensionale raggiunta, tendono a essere considerate delle *too big to fail*<sup>13</sup>, volendo intendere delle imprese bancarie troppo grandi per essere lasciate fallire in caso di crisi. Detto ciò, le grandi banche sembrano, quindi, più sicure di quelle piccole o, per lo meno, sembrano godere di un trattamento privilegiato da parte dell’autorità di vigilanza, per effetto del pericolo che un loro potenziale fallimento potrebbe provocare all’intero sistema bancario.

### **1.3.6 Motivazioni di categoria**

Tutti i processi di concentrazione sono giustificati, in maniera più o meno esplicita, dall’obiettivo di aumentare e massimizzare la ricchezza degli azionisti (*shareholders wealth*). Tale obiettivo può essere raggiunto, tramite la concentrazione, sia per vie strategiche sia per vie più strettamente gestionali. Le prime garantiscono il rafforzamento del potere di mercato, inteso come potere di fissare i prezzi, che permette alla banca di generare ricchezza per gli

---

<sup>13</sup> Espressione utilizzata per indicare le istituzioni finanziarie il cui default avrebbe conseguenze di natura sistemica. Fonte: M. Rutigliano, *Il bilancio della banca. Schemi, principi contabili, analisi dei rischi*, Egea, Milano, 2011, pag. 479

azionisti; mentre le seconde aumentano il grado di efficienza, permettendo di poter controllare le dinamiche dei costi e dei rischi e quindi, di nuovo, di generare ricchezza.

Tra le motivazioni di un processo di concentrazione vanno comprese, però, anche le finalità e gli obiettivi opportunistici propri del management delle imprese coinvolte (*managerial empire building motive*), che possono porsi, talvolta, in conflitto d'interesse con quelli degli azionisti. Per il management, l'acquisizione di una banca *target* può assicurare, infatti, maggior prestigio e maggior potere, con un conseguente aumento della remunerazione.

Il conflitto d'interessi si manifesta quando sono tali finalità a indurre il management a progettare una crescita dimensionale eccessiva e non ottimale, o a pagare prezzi eccessivamente elevati pur di concludere l'operazione di crescita progettata. In entrambi i casi, il consolidamento si tradurrebbe immediatamente in una perdita per gli azionisti.

Spetta agli organi direttivi delle banche il compito di riuscire a conciliare le esigenze opposte del management e degli azionisti, soprattutto nei casi in cui il conflitto d'interesse diventa una variabile chiave per prendere la decisione di intraprendere o meno la strada del consolidamento.

Tali operazioni, sia nel caso in cui vengano effettuate per ottenere vantaggi reali, come l'innalzamento della performance o la creazione di valore per gli azionisti, sia nel caso opposto, ovvero per conseguire vantaggi opportunistici e privati dei manager, comportano sempre, per come è strutturata l'operazione, il raggiungimento dell'obiettivo di crescita e sviluppo dimensionale.

Pertanto, la crescita dimensionale, che nelle operazioni di M&A viene raggiunta velocemente, non è certo fine a sé stessa, ma costituisce un obiettivo intermedio implicito rispetto al conseguimento di altri obiettivi, come quelli sopraccitati, che risulterebbero difficili, se non impossibili, da realizzare in presenza di banche di dimensione limitata.

#### **1.4 Il valore creato dall'acquisizione**

Dopo aver definito le motivazioni, gli obiettivi e le strategie di crescita e creazione del valore, il processo di acquisizione può effettivamente avere inizio. È chiaro che, a seconda delle



motivazioni e degli obiettivi che stanno alla base, l'operazione di acquisizione presenterà degli aspetti e delle caratteristiche proprie, che dipendono, in primis, dalle caratteristiche dell'impresa *target* selezionata. La fase di selezione della banca da acquisire e integrare assume, quindi, un ruolo fondamentale, così come lo assume la fase di valutazione della stessa. È la valutazione, infatti, che permette all'acquirente di avere una visione completa ed esaustiva sui risultati ottenuti dalla *target* e su quelli che si potranno ottenere in seguito all'acquisizione in termini di sinergie e creazione del valore, in modo da poter arrivare alla determinazione di un valore di acquisizione che sia corretto e coerente.

Il modo migliore per riuscire a comprendere come un'operazione di M&A possa creare valore è quella di assumere che l'operazione di acquisizione venga realizzata da un acquirente cosiddetto strategico, perché è questo il caso in cui l'analisi degli effetti e delle conseguenze generate dal *deal* è più completa<sup>14</sup>. Con questa espressione si intendono quegli acquirenti che concentrano la loro attività di acquisizione su aziende *target* adatte e coerenti ai loro piani strategici attuali e futuri, possibilmente operanti nello stesso settore o in settori correlati, capaci quindi, con l'integrazione, di generare e sfruttare sinergie operative.

Una seconda assunzione, per la comprensione del caso generale, è poi quella per cui l'acquisizione debba riguardare l'intero capitale aziendale della banca *target*.

Si può, a questo punto, definire il valore attuale netto creato da un'acquisizione ( $NPV_{acq}$ ), che risulta essere pari alla differenza tra il valore attuale dei flussi di risultato attesi dall'acquirente in seguito all'operazione, o, in altre parole, il valore di acquisizione ( $W_{acq}$ ), e il prezzo pagato per acquisire l'impresa *target* ( $P$ ).

Il valore attuale netto si calcola, dunque, come:

$$NPV_{acq} = W_{acq} - P \quad (1.1)$$

---

<sup>14</sup> M. Massari, L. Zanetti, *Valutazione. Fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario*, McGraw-Hill, Milano, 2008, pag. 372

### 1.4.1 Il valore di acquisizione e il prezzo<sup>15</sup>

Il valore di acquisizione si ottiene sommando al valore della banca *target*, calcolato *on a stand alone basis*, il valore del premio per il controllo, riconducibile ai miglioramenti e agli efficientamenti gestionali che si possono ottenere a seguito di un cambiamento da parte del nuovo management delle strategie e delle politiche aziendali e il valore delle sinergie che si prevede possano crearsi con l'integrazione delle due entità aziendali.

Prima di proseguire, sembra necessario spiegare brevemente il significato del concetto di valore *stand alone*. Di solito i flussi di cassa generati dalle imprese sono calcolati *on a stand alone basis*, assumendo quale punto di partenza i *business plan* elaborati dal management, in modo da ottenere dei flussi che rappresentino il valore dell'impresa, autonoma e a sé stante, nelle sue attuali condizioni, senza considerare gli effetti degli interventi o degli efficientamenti dei potenziali acquirenti.

Il valore *stand alone* può essere visto come una sorta di valore base a cui aggiungere, poi, tutta una serie di benefici e potenzialità che l'operazione di M&A potrebbe generare.

Tali operazioni, infatti, vengono generalmente poste in essere con l'obiettivo di ottenere benefici che altrimenti non sarebbe possibile, o sarebbe quantomeno complicato, raggiungere. Come si può notare, sono le sinergie, dunque, e il valore che queste possono creare, a rappresentare la linea guida da seguire per definire un valore di acquisizione più o meno elevato.

In formula, il valore di acquisizione ( $W_{acq}$ ) si calcola, dunque, come:

$$W_{acq} = W_s + W_d \quad (1.2)$$

---

<sup>15</sup> Cfr. M. Massari, L. Zanetti, op. cit., 2008, capitoli 12-13

Dove, appunto:

$W_s$  è il valore attuale dei flussi di cassa *stand alone*, vale a dire il valore stimato della *target* nelle attuali condizioni di funzionamento e sulla base delle strategie e della pianificazione in essere, così come calcolato dall'acquirente;

$W_d$  è il valore attuale dei flussi differenziali, che si riconducono in primis ai benefici e alle sinergie stimate e attese conseguenti all'acquisizione.

Il valore di acquisizione non è altro, quindi, che il valore-limite attribuito alla *target* da un acquirente, tenuto conto, oltre che dei valori attuali e potenziali del capitale economico di tale banca (valore *stand alone*), anche dei benefici che può o crede di poter ottenere dall'acquisizione (sia in termini di efficientamenti, sia in termini di sinergie), in base alle proprie capacità e caratteristiche<sup>16</sup>.

Non stupisce, quindi, che di fronte ad acquirenti diversi, con capacità e caratteristiche diverse, potrebbero determinarsi per una stessa banca *target* valori di acquisizione diversi.

I diversi valori di acquisizione costituiscono la grandezza che origina i prezzi nel mercato del controllo<sup>17</sup>. In un mercato del controllo definito "competitivo", dove cioè ci sia rivalità tra i potenziali acquirenti, il prezzo (P) dovrebbe collocarsi, come in una sorta di asta, nell'ambito del seguente intervallo:

$$W_{acqx} < P < W_{acqy} \quad (1.3)$$

Dove  $W_{acqx}$  indica il valore di stima della *target* per il potenziale acquirente X che si aggiudica la gara e  $W_{acqy}$  indica il valore di stima per il potenziale acquirente Y, per ultimo escluso dal processo di vendita.

---

<sup>16</sup> Si veda L. Guatri, "Le varie concezioni del valore del capitale: Necessità di eliminare alcune confusioni terminologiche", Finanza, Marketing e Produzione, vol. 2, 1992

<sup>17</sup> Il termine *market for corporate control* è stato coniato all'inizio degli anni Sessanta per descrivere il mercato delle acquisizioni d'azienda, in contrapposizione al mercato dei prodotti e dei servizi.

In generale, si può affermare che tanto più simili sono i benefici e le sinergie attese da un determinato gruppo di acquirenti, tanto più probabile è che su tali benefici si sviluppi una competizione, e, di conseguenza, tanto più alto potrebbe essere il prezzo.

La misura della differenza tra  $W_{acq}$  e  $P$  dipende dunque da due fattori: il primo è costituito dai prezzi limite ai quali i potenziali acquirenti sarebbero disposti ad effettuare l'operazione (in altre parole, il valore di acquisizione); il secondo è costituito invece dalla presenza di effettiva competizione tra i potenziali acquirenti.

È evidente, a questo punto, come, nell'ottica della banca che sta valutando la possibilità di crescita esterna tramite acquisizione di un'altra banca, la stima corretta e precisa del valore di acquisizione risulti fondamentale per il successo dell'operazione.

Definito il valore di acquisizione come la combinazione di due componenti, nel secondo e nel terzo capitolo vedremo nel dettaglio i modelli e le metodologie che portano all'analisi e alla stima, rispettivamente, dei flussi di cassa *stand alone* e dei flussi differenziali delle sinergie, fino ad arrivare alla formalizzazione di un modello, il cosiddetto modello della stratificazione del valore, che unisce e somma questi flussi a formare il valore di acquisizione definitivo.

## CAPITOLO 2

# La valutazione delle banche nelle operazioni di M&A: gli approcci tradizionali e non

### 2.1 Introduzione

La panoramica e le premesse fin qui tracciate dovrebbero aver posto le basi per cercare, nei limiti del possibile, di comprendere il processo che porta alla formazione del valore di acquisizione che, come si è detto, dipende da due componenti principali: il valore *stand alone* della banca *target* e il valore delle sinergie.

Partendo dalla descrizione e dall'analisi delle peculiarità delle imprese bancarie, che le rendono particolari e diverse dal punto di vista valutativo rispetto alle altre imprese, si cercherà di illustrare le modalità di quantificazione del valore *on a stand alone basis*. In primis si tratteranno gli approcci di valutazione tradizionali *equity side* (*DCF model* e metodo dei multipli), per poi passare all'approfondimento e all'applicazione di un approccio innovativo *asset side*, conosciuto anche come *Asset Mark-down Model*, che si pensa possa essere in grado di superare i limiti e le problematiche esposte.

### 2.2 Considerazioni iniziali

La valutazione delle banche è uno dei temi più ampi e più difficili da affrontare nell'ambito della finanza aziendale. Questo, come si vedrà in seguito più nel dettaglio, perché le banche sono caratterizzate da peculiarità che ne fanno un caso particolare di valutazione rispetto alle aziende industriali/commerciali.

Le peculiarità delle banche – come i vincoli normativi e la regolamentazione, il ruolo del capitale di debito e la natura del processo produttivo - hanno diverse implicazioni al fine della valutazione del capitale economico. Tali peculiarità si riflettono in modelli di valutazione che, pur rimanendo coerenti agli approcci teorici più accreditati e applicati alle altre imprese, devono essere necessariamente adattati al settore e al contesto bancario.

Accademici e professionisti sembrano concordi nell'utilizzare un approccio tradizionale basato sul capitale proprio (*equity side*), quindi al netto del debito, quando si valutano le banche. Entrando più nel dettaglio, la prassi comune è quella di includere nei *free cash flow to equity* solo il capitale in eccesso, o, più in generale, solo la quantità di capitale che potrebbe essere distribuita agli azionisti senza andare ad intaccare i requisiti minimi patrimoniali stabiliti dalla normativa. A questo punto, però, la domanda sorge spontanea. Se una banca non è in grado di distribuire alcun flusso di cassa, a causa, ad esempio, della necessità di mantenere il rapporto di indebitamento richiesto, significa che non ha valore? Significa che il suo capitale proprio non ha valore?

Per rispondere a queste domande, si è pensato di proporre e analizzare un approccio alternativo – e innovativo – a quelli tradizionali per la valutazione delle banche.

Secondo gli autori<sup>18</sup> di questo approccio le imprese bancarie, infatti, non generano valore solo dal lato delle attività, ma anche dal lato del passivo. La diretta conseguenza è che esse dovrebbero essere valutate secondo un approccio *asset side*, in grado di tenere conto, da una parte, dei flussi di cassa generati dagli investimenti e, dall'altra, di tenere conto separatamente del valore del debito, che deriva dal *mark-down* e dai benefici fiscali.

Un altro aspetto da considerare, secondo gli autori, è il ruolo del tasso di interesse nella valutazione delle banche. Chiaramente, il tasso di interesse è fondamentale anche nella valutazione degli altri tipi di imprese, ma, in quest'ultimo caso, il suo effetto si limita esclusivamente alla determinazione del valore attuale dei flussi di cassa attesi. Per quanto riguarda il caso della valutazione delle banche, invece, la fluttuazione dei tassi di interesse influenza sia i rendimenti sia il valore attuale dei flussi attesi, producendo due effetti significativamente opposti tra loro. Qui emerge un altro aspetto positivo dell'approccio proposto, dal momento che riesce ad isolare l'effetto delle fluttuazioni dei tassi sul risultato operativo dall'effetto delle fluttuazioni sul debito. Questo dimostra che il valore intrinseco di

---

<sup>18</sup> F. Beltrame e D. Previtali, op. cit., 2016

una banca (*goodwill*) dipende, in buona parte, anche dal suo debito, che può essere considerato come una sorta di “materia prima”<sup>19</sup> da offrire e trasformare in attività.

### 2.3 Valutare le imprese: i vari approcci valutativi

In tema di valutazione delle imprese e delle acquisizioni vengono utilizzati, nella prassi professionale, differenti metodologie.

La varietà delle metodologie di stima si può ricondurre a quattro fondamentali approcci<sup>20</sup>:

- L’approccio basato sui flussi di risultato (metodi reddituali), il quale esprime il valore in funzione della capacità del business di generare cassa o reddito.

Storicamente, si prediligevano i metodi reddituali, che misuravano quindi la capacità di generare reddito; oggi, a livello sia nazionale che internazionale, si usa soprattutto il metodo finanziario o DCF (*Discounted Cash Flow*), che misura invece la capacità di generare flussi finanziari.

In generale, secondo il metodo DCF, il valore di una determinata banca è dato dalla somma del valore attuale dei flussi di cassa generati e del valore finale della banca.

- L’approccio basato sul concetto di *economic profit* (metodi misti), che esprime il valore in funzione della capacità del business di remunerare il capitale investito in misura superiore rispetto a quanto un investitore giudicherebbe appropriato<sup>21</sup> in relazione al suo rischio.

Ci sono due varianti a questo approccio. La prima è nota come il metodo EVA (diffuso soprattutto tra gli analisti statunitensi), che esprime il valore come somma del capitale investito netto nel business e del valore attuale della differenza tra remunerazione attesa

---

<sup>19</sup> A. Damodaran, op. cit., 2009

<sup>20</sup> In merito alla valutazione d’impresa, per approfondimenti, si vedano A. Damodaran, *Valutazione delle aziende*, ed. italiana a cura di F. Fabrizio, Wiley, Hoboken, 2010; L. Guatri, M. Bini, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Università Bocconi Editore, Milano, 2005; L. Guatri, *La valutazione delle aziende*, Milano, Giuffrè, 1987; G. Manzana, M. Iori, *Guida alla valutazione d’azienda*, Il Sole24Ore, Milano, 2005; M. Massari, *Valutazione. Finanza aziendale*, McGraw-Hill, Milano, 1998; M. Massari, L. Zanetti, op. cit., 2008; M. Rutigliano, op. cit., 2011; M. Rutigliano, *La valutazione delle banche e degli altri intermediari finanziari*, Egea, Milano, 2018

<sup>21</sup> L’*economic profit*, infatti, non è altro che la differenza tra la remunerazione effettiva e la remunerazione desiderata.

e remunerazione accettabile per il business; la seconda, il c.d. metodo misto, rappresenta la variante *equity side* del metodo EVA<sup>22</sup>;

- L'approccio patrimoniale (metodi patrimoniali), che individua nel valore del patrimonio il valore effettivo dell'impresa.

Esistono due diverse varianti a tale approccio:

1. Metodo patrimoniale semplice: le poste attive e passive inizialmente vengono valutate analiticamente e poi sommate alle plusvalenze e alle minusvalenze relative (*book value approach*), in modo da ottenere attività e passività a valori correnti;
  2. Metodo patrimoniale complesso: include anche la stima analitica del valore degli *intangible assets* non rappresentati in bilancio.
- L'approccio comparativo, che si basa sui multipli (metodi comparativi). I multipli si distinguono tra multipli di Borsa e *deal multiples*, a seconda che si riferiscano a valori formati, rispettivamente, sul mercato di Borsa o sul mercato del controllo. Nel primo caso, il valore di un business viene stimato a partire dalle quotazioni di mercato di società comparabili per caratteristiche e rischi a quella oggetto di valutazione, su cui vengono costruiti indicatori (i multipli, appunto) di riferimento. Nel secondo caso, invece, il valore del business è stimato prendendo come punto di partenza le transazioni aventi a oggetto società comparabili.

In genere le due tipologie di multipli tendono a fornire informazioni e valori differenti, in quanto i multipli di Borsa esprimono valori *stand alone*, mentre i *deal multiple* forniscono valori che si avvicinano ai probabili prezzi di mercato.

I multipli, tuttavia, sono adottati preferibilmente come sistemi comparativi e integrativi rispetto agli altri metodi.

---

<sup>22</sup> Attraverso il metodo misto si ottiene la stima diretta del valore dell'equity investito nel business. Il metodo EVA prevede, invece, prima la stima degli asset, per poi calcolare il valore dell'equity come differenza tra il valore degli asset e l'indebitamento finanziario netto.



Questo elaborato, in un primo momento si occuperà dei due metodi di valutazione tradizionali che raccolgono il maggior consenso tra gli analisti della comunità finanziaria per la valutazione delle banche: il metodo DCF e il metodo dei multipli di Borsa (in particolare, il *price/earning* e il *price/book value*). In un secondo momento, poi, dati i limiti dei metodi tradizionali, si proporranno e analizzeranno nel dettaglio gli aspetti teorici, metodologici e valutativi di un metodo alternativo considerato innovativo, il cosiddetto *Asset Mark-down Model (AMM)*.

## **2.4 Valutare le banche**

Cosa differenzia la valutazione delle banche da quella delle altre imprese non bancarie?<sup>23</sup>

La maggior parte di professionisti e accademici condivide l'idea che le banche si differenzino dalle altre imprese non bancarie per due aspetti principali: il ruolo e la natura della loro regolamentazione (i requisiti patrimoniali) e il ruolo del debito, che non è solo uno strumento di finanziamento ma, piuttosto, fa parte dei prodotti che una banca offre e vende. Combinando questi due ruoli, si può concludere che il lato destro del bilancio di una banca è così particolare che per valutare un istituto finanziario di credito non è possibile semplicemente applicare i metodi generalmente accettati e utilizzati per le altre imprese.

Le peculiarità delle banche si riflettono in metodi di valutazione che, pur rimanendo coerenti agli approcci teorici applicati alle altre imprese, devono essere necessariamente adattati al settore e al contesto bancario.

Di seguito, in primo luogo, verranno esaminate tali peculiarità, mostrando come influenzano il processo di creazione del valore e come, di conseguenza, vadano necessariamente tenute in considerazione influenzando anche il processo di valutazione. In secondo luogo, verranno poi presentati i metodi di valutazione comunemente accettati e utilizzati nel settore bancario, evidenziandone le caratteristiche principali, la formalizzazione, i vantaggi e gli svantaggi della loro applicazione, i quali risultano per lo più correlati proprio a tali peculiarità.

---

<sup>23</sup> Cfr. F. Beltrame, D. Previtali, op. cit., pag. 7-16

### 2.4.1 I vincoli normativi

Le banche, al giorno d'oggi, operano in un contesto dove normative, regolamentazioni e controlli da parte delle autorità di vigilanza, sia a livello nazionale che internazionale, sono dominanti e stringenti, soprattutto per quanto riguarda la capitalizzazione.

L'attenzione al capitale, nel settore bancario, era ed è tuttora dovuta essenzialmente a tre fattori:

1. La natura dell'attività delle banche - che si occupa principalmente di risparmio, crediti, investimenti e pagamenti - necessita di una forma di protezione dai fallimenti del mercato;
2. Le elevate riserve di capitale proteggono i creditori dall'insolvenza, contribuendo ad aumentare e rinforzare la stabilità e la resistenza del settore bancario a potenziali crisi finanziarie sistemiche;
3. Il capitale nel settore bancario ha un ruolo diverso rispetto a quello ricoperto nelle altre società. Nel settore bancario, infatti, il capitale dipende dalla composizione delle attività e dalla loro rischiosità. Secondo l'ultima versione dello schema di Basilea III, argomento che verrà trattato a breve, le banche devono soddisfare specifici requisiti di adeguatezza patrimoniale e di liquidità.

Tra tutte le regolamentazioni, di sicuro quella che più influenza le banche è il vincolo patrimoniale imposto dagli accordi di Basilea. La trattazione approfondita di questo argomento non rientra nello scopo dell'elaborato, tuttavia, gli accordi di Basilea rappresentano il quadro all'interno del quale l'attività bancaria può muoversi e crescere, per cui l'analista, nel formulare le sue *assumptions* relative alla crescita, non può che tenerne conto.

Con l'accordo di Basilea del 1988, per la prima volta, venivano stabiliti vincoli e parametri ufficiali di capitalizzazione bancaria a livello internazionale. La logica alla base dell'accordo era chiara: a fronte di un determinato volume di attività a rischio, le banche dovevano detenere stabilmente, con funzioni di garanzia e assorbimento delle perdite, un livello minimo di

patrimonio. Tale livello (dato dal rapporto tra il patrimonio di vigilanza e i *risk weighted assets*<sup>24</sup>) veniva fissato nella misura dell'8%.

Nel 2007 è entrato in vigore un secondo accordo, noto come Basilea II, molto più articolato e dettagliato del primo. L'accordo, che definisce le nuove regole del gioco, è strutturato e suddiviso in 3 pilastri fondamentali<sup>25</sup>:

1. Il primo pilastro, che si riferisce ai requisiti patrimoniali minimi (*minimum capital requirement*), descrive dettagliatamente metodologie e criteri di misurazione dei rischi (di credito e di mercato, già regolamentati dal primo accordo, a cui si aggiunge quello operativo), a cui va collegata la quantificazione dei requisiti patrimoniali che le banche sono tenute a rispettare.
2. Il secondo pilastro, che fa riferimento al controllo prudenziale (*supervisory review*), rafforza i poteri e il ruolo delle autorità di vigilanza<sup>26</sup>, le quali sono costantemente chiamate a monitorare l'adeguatezza del livello di capitalizzazione rispetto ai rischi e a valutare la coerenza delle politiche organizzative e gestionali delle banche rispetto ai vincoli stabiliti dalla normativa.
3. Il terzo pilastro, relativo alla disciplina del mercato (*market discipline*), sollecita le banche a fornire al mercato maggior informazione e trasparenza bancaria, in modo da permettere ad azionisti, investitori e risparmiatori di conoscere i veri profili di rischio ed i livelli di capitalizzazione delle banche, al fine di poterne valutare la solidità.

Basilea II, dunque, definisce il patrimonio di vigilanza, a copertura dei rischi di credito, di mercato e operativo, che ogni banca deve detenere per soddisfare i requisiti minimi patrimoniali previsti.

---

<sup>24</sup> Con il termine *risk weighted assets* si fa riferimento alle attività della banca ponderate per gli specifici rischi. Fonte: M. Massari M., L. Zanetti, op. cit., 2008, pag. 315

<sup>25</sup> Cfr. M. Rutigliano, op. cit, 2018

<sup>26</sup> Nel nostro Paese, l'autorità di vigilanza competente per il controllo del rispetto delle disposizioni e della normativa è la Banca d'Italia.

Il patrimonio di vigilanza è costituito dal patrimonio di base più il patrimonio supplementare e il patrimonio di terzo livello, al netto delle deduzioni<sup>27</sup>.

**Tier 1: patrimonio di base.** Tra le componenti positive che formano il Tier 1 rientrano: il capitale versato, le riserve (compresa la riserva sovrapprezzo azioni), gli strumenti innovativi e non innovativi di capitale che rispettino alcune caratteristiche e peculiarità disposte dalla Banca d'Italia, l'utile di periodo e i filtri prudenziali del patrimonio di base (eventuali plusvalenze e minusvalenze derivanti dalla valutazione al fair value delle attività finanziarie). Capitale versato, riserve e utile di periodo formano il *Common Equity Tier 1* (CET1), che rapportato alle attività ponderate per i rischi va a formare un indice che, secondo Basilea II, non deve essere inferiore alla soglia del 4,5%.

Le componenti negative, invece, che vengono sottratte alle componenti positive del *Tier 1* sono: le azioni proprie, l'avviamento, le immobilizzazioni materiali, le rettifiche di valore sui crediti, le perdite registrate negli esercizi precedenti e in quello in corso, le rettifiche di valore su attività del portafoglio di negoziazione, altri elementi negativi, filtri prudenziali negativi del patrimonio di base.

**Tier 2: patrimonio supplementare.** Tra le componenti positive che formano il *Tier 2*, secondo le disposizioni della Banca d'Italia, rientrano: le riserve da valutazione, gli strumenti innovativi e non innovativi di capitale non imputabili al patrimonio di base, gli strumenti ibridi di patrimonializzazione e le passività subordinate entro certi limiti, le plusvalenze nette su partecipazioni, l'eventuale eccedenza delle rettifiche di valore complessive rispetto alle perdite attese e i filtri prudenziali positivi del *Tier 2*.

Le componenti negative, invece, sono: le minusvalenze nette su partecipazioni, altri elementi negativi e i filtri prudenziali negativi del *Tier 2*.

---

<sup>27</sup> Banca d'Italia, Circolare n. 263 del 27 dicembre 2006 "Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche"

**Tier 3: patrimonio di terzo livello.** Vi rientrano le passività subordinate non imputabili al *Tier 2* e le passività subordinate di terzo livello al netto dei filtri prudenziali negativi.

Alla luce della peggior crisi bancaria di tutti i tempi, è nata l'esigenza di un'ulteriore revisione dell'accordo, così Basilea II è stato modificato parzialmente dalle disposizioni Basilea III<sup>28</sup>, che sono entrate in vigore gradualmente a partire dal 2011 fino al 2019. Si riportano di seguito le principali:

1. Il patrimonio di vigilanza si suddivide solo su due pilastri (il *Tier 3*, utilizzabile in precedenza a fronte dei rischi di mercato, è stato abolito): il *Tier 1* (patrimonio di base), articolato, a sua volta, in CET1 e *Tier 1* aggiuntivo, che ha la funzione di assorbire le perdite in condizioni di continuità d'impresa (*going concern*); e il *Tier 2* (patrimonio supplementare) che ha invece la funzione di assorbire le perdite in caso di crisi (*gone concern*);
2. I coefficienti minimi da rispettare sono rispettivamente: per il CET1 il 4,5% delle attività ponderate per il rischio (RWAs), per il patrimonio di base il 6% delle RWAs e per il patrimonio totale di vigilanza l'8% delle RWAs.

In base a quanto premesso, indubbiamente, tali restrizioni in termini di adeguatezza patrimoniale e capitalizzazione sono significative nella valutazione, in quanto costituiscono un vincolo alle opportunità di reinvestimento e di crescita. Un deficit di capitale, infatti, può ridurre notevolmente la capacità delle banche di aumentare le attività o di gestirne la composizione e lo sviluppo.

Nella valutazione di una banca, dunque, non solo è necessario valutare la sua crescita attesa delle attività o dei guadagni, ma occorre anche garantire che tutte le opzioni e le scelte strategiche di crescita consentano di soddisfare i requisiti patrimoniali minimi richiesti dalla normativa.

---

<sup>28</sup> Per approfondimenti sull'accordo di Basilea III si veda il sito <http://www.bis.org/bcbs/basel3.htm>

### 2.4.2 Il ruolo del debito

Le banche, in media, sono caratterizzate da un elevato grado di indebitamento<sup>29</sup>, che può essere spiegato principalmente in base a quattro motivi, elencati di seguito:

1. Le autorità di regolamentazione e vigilanza definiscono i requisiti patrimoniali minimi e, di conseguenza, la maggior parte delle passività si costituisce di debiti;
2. Il ruolo del debito nel settore bancario è diverso da quello delle imprese industriali, in quanto il debito, almeno teoricamente, potrebbe essere definito come l'unica fonte di finanziamento, dal momento che il capitale proprio, secondo quanto stabilito da Basilea, ha la funzione primaria di assorbire le perdite;
3. Il debito crea valore attraverso i benefici dello scudo fiscale e del *mark-down*;
4. Operare con molto capitale oltre il vincolo patrimoniale e/o la media del settore è costoso e inefficiente, se non viene investito in attività redditizie o in crescita esterna (operazioni di M&A).

Per tutti questi motivi, secondo la letteratura, una delle questioni importanti nella valutazione delle banche è rappresentata dalla definizione di debito. Il debito, da una parte, può essere considerato come “materia prima”<sup>30</sup>, da cui ha inizio una delle attività principali e caratteristiche delle banche: la trasformazione del debito stesso in altre attività finanziarie.

Se si considerasse, dunque, tutto il debito come “materia prima”, e quindi come parte della gestione caratteristica, allora, le banche non dovrebbero essere considerate società finanziariamente indebitate.

D'altra parte, però, per questo tipo di imprese, risulta difficile effettuare una netta e precisa separazione tra quello che è il debito che fa parte della gestione operativa e caratteristica e quello che fa parte della gestione finanziaria.

---

<sup>29</sup> F. Beltrame, D. Previtali, op. cit., 2016. Dall'analisi svolta dagli autori su un campione di 141 banche europee quotate in Borsa tra il 2010 e il 2013 è emerso che il grado medio di indebitamento è superiore all'80% delle attività totali.

<sup>30</sup> A. Damodaran, op. cit., 2009

Un altro aspetto importante del debito bancario è che non può essere completamente sottratto dal valore di mercato delle attività quando si utilizza un modello *asset side*<sup>31</sup>, poiché il debito è una fonte di valore. Ciò è dovuto al fatto che le banche raccolgono la maggior parte del loro finanziamento dai depositi della clientela privata e di altre banche (comprese quelle delle banche centrali) ad un costo inferiore rispetto ad altri strumenti (ad esempio le obbligazioni). Tale spread tra il rapporto interbancario e il costo dei depositi è noto come *mark-down* ed è un'importante fonte di valore nel settore bancario. Ne deriva che le banche generano valore anche sul lato del passivo, il che crea alcune questioni importanti di cui tener conto nel processo di valutazione.

Un'altra questione riguarda la definizione e la composizione dei pesi del costo medio ponderato del capitale (WACC). La prima questione da affrontare riguarda la definizione, ancora una volta, di cosa sia il debito. L'impossibilità di separare il debito operativo dal debito finanziario incide sul calcolo del WACC. Secondo la teoria, se considerassimo tutto il debito come debito finanziario, il risultato sarebbe un costo del capitale sottovalutato rispetto a quello effettivo, in quanto la componente di debito sarebbe molto più elevata di quella del capitale proprio.

Complessivamente, a causa delle complicazioni appena discusse, accademici e professionisti concordano quindi nell'utilizzare un approccio basato sul capitale proprio (*equity side*) quando si valutano le banche.

### **2.4.3 La stima dei flussi di cassa**

Altre difficoltà nella valutazione delle banche si riscontrano nella stima e nella misurazione dei *free cash flow*, più difficili da stimare rispetto a quelli delle imprese industriali. Come si è visto in precedenza, le problematiche legate alla misurazione dei flussi di cassa derivano dalla

---

<sup>31</sup> Quando nella valutazione di impresa si ragiona *asset side*, il capitale investito in attività operative genera il flusso di cassa operativo. Questo flusso è indipendente dalla presenza o meno di debito; è anche detto, per questo motivo, flusso *unlevered*. Attualizzando i flussi di cassa operativi si trova il valore di mercato *asset side* dell'impresa, a cui va sottratto il valore della posizione finanziaria netta per trovare il valore dell'*equity*.

criticità della separazione tra la gestione operativa e quella finanziaria, a causa del ruolo del debito.

L'implicazione di questa particolare configurazione è che, nell'ambito delle valutazioni delle banche, sembra logico, sia nell'applicazione del modello DCF sia in quella dei multipli, porsi in una prospettiva direttamente *equity side*<sup>32</sup>, focalizzandosi sui flussi destinati agli azionisti (FCFE).

Il flusso di partenza per il calcolo del FCFE è l'utile netto, che, nella teoria, rappresenta la grandezza distribuibile agli azionisti. Nella pratica, però, gli utili non possono essere distribuiti interamente in quanto servono ad incrementare, nel caso di crescita, il patrimonio di vigilanza fino al livello ottimale per assorbire l'espansione degli asset rischiosi sul fronte delle attività. In questo caso, la banca può quindi decidere di trattenere in parte o tutti gli utili.

Simmetricamente, nel caso in cui il livello di patrimonializzazione ecceda quello ottimale, la banca può restituire gli utili, sotto forma di dividendi (o, in alternativa, tramite un'operazione di *buy-back*).

Il FCFE per le banche si ottiene, quindi, come:

$$FCFE = \text{Utile netto} \pm \text{Variazione programmata del Patrimonio Netto}$$

Per la determinazione dei flussi è utile distinguere due ipotesi, a seconda che i piani della banca prevedano o meno investimenti e cambiamenti rilevanti. Se i piani della banca non prevedono cambiamenti di rilievo, di solito si adotta un modello di flussi di tipo *steady state*<sup>33</sup> o *steady growth*<sup>34</sup>.

---

<sup>32</sup> Ragionando *equity side* nella valutazione d'impresa si prende come punto di partenza il flusso di cassa disponibile per gli azionisti - detto anche flusso *levered*, ovvero al netto del debito - e lo si attualizza, ottenendo così direttamente, diversamente dall'approccio *asset side*, il valore dell'*equity*.

<sup>33</sup> Nell'ipotesi *steady state* si assume che l'impresa mantenga nel lungo periodo la capacità di produrre il flusso di cassa medio-normale. Si tratta di un'ipotesi, dunque, in assenza di crescita, per cui il valore dell'azienda rappresenta una rendita perpetua.

<sup>34</sup> Nell'ipotesi *steady growth*, nota anche come modello di Gordon, invece, si assume che il flusso di cassa e, di conseguenza, il valore dell'azienda cresca esponenzialmente ad un tasso annuo perpetuo.



In una situazione *steady state*, se il patrimonio di vigilanza risulta soddisfacente, l'utile netto costituisce un'approssimazione accettabile del FCFE.

Va segnalato, tuttavia, che gli analisti utilizzano più frequentemente il modello *steady growth*, in quanto solitamente i volumi di attività delle banche tendono a crescere per lo meno in funzione della variazione attesa dei prezzi.

Nel caso invece in cui *il business plan* della banca preveda investimenti e cambiamenti rilevanti (come nel caso di banche di recente costituzione, *turnaround* o operazioni di concentrazione) è opportuno procedere ad una previsione dei flussi il più dettagliata e precisa possibile. Sarà dunque necessario prevedere e determinare: l'entità dei flussi distribuiti o trattenuti, a discrezione del management; i fabbisogni relativi ai programmi di investimento (CAPEX); e i flussi riferibili a interventi di ristrutturazione, per poi portarli in rettifica all'utile netto.

Si nota, a questo punto, come il calcolo del FCFE per le banche sia diverso rispetto a quello per le imprese industriali. Non vengono infatti prese in considerazione le rettifiche del capitale circolante netto, degli investimenti fissi e del rimborso del debito<sup>35</sup>.

Adottando questo approccio per le imprese bancarie, tuttavia, si perdono alcune informazioni rilevanti, che fanno sì che le valutazioni non siano pienamente attendibili<sup>36</sup>.

---

<sup>35</sup> Per quanto riguarda il capitale circolante netto, la prima considerazione da fare è sul valore delle scorte. Considerando che tutti i prodotti e i servizi offerti dalle banche sono intangibili, il valore delle scorte risulta essere sempre pari a zero. Inoltre, il valore di attività e passività correnti è caratterizzato da una forte instabilità, anche nel breve termine, dal momento che ogni giorno le banche negoziano parte di questi. Dare una definizione chiara e affidabile del capitale circolante può essere, quindi, complicato. Pertanto, ancora una volta, la definizione e la stima del capitale circolante dipendono dai problemi legati alla separazione delle operazioni commerciali e finanziarie, sia in termini di attività che di passività.

Per quanto riguarda gli investimenti in conto capitale, le banche sono caratterizzate da un basso livello di ammortamento, visto che la maggior parte dei loro investimenti non si concentra su beni materiali. Le banche, piuttosto, investono in capitale umano, miglioramento e sviluppo di processi e procedure, ICT e brand, che normalmente vengono contabilizzati come costi operativi, piuttosto che come investimenti fissi. L'obiettivo della valutazione è quindi quello di separare le voci di investimento dai costi operativi.

Il terzo aggiustamento dell'utile riguarda l'emissione e il rimborso del debito. Come già anticipato, è difficile separare l'indebitamento commerciale da quello finanziario. Questo perché le operazioni finanziarie possono anche essere considerate operazioni commerciali. Pertanto, dal punto di vista di un analista esterno, la rettifica per il debito presenta delle complessità che ne rende più difficile l'applicazione pratica.

<sup>36</sup> F. Beltrame, D. Previtali, op. cit. 2016

## 2.5 Gli approcci di valutazione tradizionali: focus sull'*equity side*<sup>37</sup>

### 2.6 Il *Discounted Cash Flow Model*

Il modello *Discounted Cash Flow* si basa sulla teoria che il valore di un'attività, o, come in questo caso, di una società, è determinato dall'attualizzazione dei flussi di cassa attesi in un certo periodo di tempo.

Premesso che la valutazione delle banche si focalizza direttamente sull'*equity*, i flussi da tenere in considerazione sono, in questo caso, i flussi di cassa destinati agli azionisti (FCFE), che vengono attualizzati ad un costo del capitale che assume la configurazione di  $r_E$ .

Per la determinazione del costo del capitale  $r_E$ , il *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) sembra essere un modello in grado di fornire grandezze e risultati attendibili, dati dalla somma del tasso privo di rischio (*risk-free rate*) e del premio per il rischio di mercato (*market risk premium*) moltiplicato per il beta del business, che misura l'esposizione al rischio non diversificabile.

Tradotto in formula, il costo del capitale  $r_E$  risulta essere pari a:

$$r_E = r_f + \beta * (E[R_M] - r_f) \quad (2.1)$$

I sopra citati FCFE, nella valutazione delle imprese non finanziarie, sono i flussi di cassa netti che residuano dopo le imposte, tenuto conto del reinvestimento in capitale circolante operativo e in capitale fisso, al netto del servizio del debito. Nel caso della valutazione delle banche si ritiene che i reinvestimenti siano poco significativi, sia perché il capitale circolante operativo solitamente ricopre un ruolo marginale, sia perché gli investimenti rilevanti sono di solito rappresentati da *intangibles*, che non sempre trovano evidenza in asset del bilancio a cui viene associato un assorbimento di risorse finanziarie.

---

<sup>37</sup> In merito alla valutazione delle banche si veda M. Massari, G. Gianfrate, *La valutazione delle banche: le best practice (anche in tempo di crisi)*, in *La valutazione delle aziende*, 2009; M. Massari, G. Gianfrate, L. Zanetti, *The valuation of financial companies: Tools and techniques to measure the value of banks, insurance companies and other financial institutions*, Wiley, 2014; M. Massari, L. Zanetti, op. cit., 2008; F. Beltrame, D. Previtali, op.cit., 2016

Perciò, nella valutazione delle banche, al modello DCF basato sulla stima analitica dei flussi di cassa, chiamato *Cash Flow to Equity* (CFE), viene solitamente affiancato un modello sintetico basato sull'attualizzazione dei dividendi, il *Dividend Discount Model* e, in particolare, la sua variante del capitale in eccesso (DDM.EC). Sembra, infatti, che i dividendi rappresentino effettivamente una buona approssimazione dei flussi destinati agli azionisti.

### **2.6.1 Il *Dividend Discount Model* nella variante dell'*Excess Capital***

Il *Dividend Discount Model* è, insieme ai multipli di Borsa P/BV e P/E, il metodo di valutazione delle banche più diffuso e popolare tra gli analisti finanziari.

Le ragioni dipendono dalle peculiarità del settore bancario, che rendono l'applicazione del DDM particolarmente adatta e agevole. Le banche, infatti, tendono a essere imprese stabili, con tassi di crescita e di redditività meno volatili rispetto ad altri settori. Inoltre, le banche mantengono anche dei *payout ratio* in genere relativamente elevati e allineati nel tempo, rendendo quindi le ipotesi e le stime prospettiche più semplici.

Generalmente, si preferisce il metodo DDM nella variante *Excess Capital*, in quanto si ritiene che la variante si presti meglio alla valutazione delle banche, tenuto conto della regolamentazione in materia di coefficienti e vincoli patrimoniali imposta dalle autorità di vigilanza. Inoltre, tale variante prescinde dalla politica di distribuzione dei dividendi annunciata o storicamente perseguita dalla società, che potrebbe invece per qualche motivo variare.

Il *Dividend Discount Model* nella variante *Excess Capital* stabilisce che il valore del capitale proprio ( $W_E$ ) di una banca è dato dal valore attuale netto di un flusso di dividendi determinato sulla base del rispetto dei vincoli patrimoniali minimi previsti dall'autorità di vigilanza.

Per essere più precisi, sulla base del DDM.EC, il valore di una banca è dato dalla somma:

- Dell'*Excess Capital* al momento della valutazione, vale a dire la quantità di risorse patrimoniali che la banca potrebbe teoricamente distribuire subito agli azionisti, nel rispetto dei vari vincoli e requisiti patrimoniali;
- Del valore attuale dei dividendi futuri attesi nell'orizzonte temporale prescelto, distribuibili agli azionisti sulla base di un *business plan* pluriennale, mantenendo fisso

un livello di patrimonializzazione che sia ritenuto soddisfacente e adeguato allo sviluppo e alla crescita futura

- E del valore attuale del *terminal value*.

Tradotto in formula:

$$W_E = Excess\ Capital_0 + \sum_{t=1}^n \frac{Div_t}{(1+r_E)^t} + \frac{Excess\ Capital_t}{(1+r_E)^t} \frac{TV}{(1+r_E)^n} \quad (2.2)$$

Dove:

$W_E$  = valore del capitale proprio della banca oggetto di valutazione;

$Excess\ Capital_0$  = surplus (o deficit) patrimoniale al momento della valutazione rispetto al requisito in termini di CET1. Essendo capitale già disponibile al momento della valutazione questa componente di valore non necessita di essere attualizzata;

$Div_t$  = dividendi potenzialmente distribuibili agli azionisti nell'orizzonte temporale prescelto, mantenendo un livello di patrimonializzazione soddisfacente;

$Excess\ Capital_t$  = surplus (o deficit) patrimoniale stimabile lungo il periodo di previsione esplicita in rapporto alle dinamiche attese delle RWA;

$r_E$  = tasso di attualizzazione rappresentato dal costo del capitale proprio, pari al tasso di rendimento dei mezzi propri richiesto dagli azionisti per investimenti con analoghe caratteristiche di rischio;

$TV$  = *terminal value*, che rappresenta il valore attuale dei flussi di cassa (i dividendi, in questo caso) teoricamente distribuibili agli azionisti nel lungo periodo, oltre il periodo di previsione esplicita. Il *terminal value* viene calcolato quale valore di una rendita perpetua stimata sulla base di un dividendo distribuibile normalizzato, economicamente sostenibile e coerente con il tasso di crescita di lungo periodo ( $g$ );

$n$  = numero di anni di previsione esplicita.

*L'Excess Capital*<sup>38</sup> rappresenta una risorsa patrimoniale assimilabile all'equity che, teoricamente, la banca potrebbe decidere di distribuire agli azionisti. Va sottolineato, però, che l'ipotesi della distribuzione del capitale in eccesso è controversa, in quanto poche banche operano con un *Common Equity Tier 1* (CET1) che rispetti i requisiti minimi regolamentari richiesti. Infatti, al fine di mantenere una certa flessibilità per la gestione del capitale o la crescita, le banche tendono a detenere diverse riserve di capitale.

### **2.6.2 Il *Cash Flow to Equity Model***

Un modello alternativo al DDM, di tipo analitico, è il *Cash Flow to Equity* (CFE).

Con il modello CFE, per le imprese non finanziarie, i flussi di cassa annui vanno stimati analiticamente a partire dal *cash flow* generato dalla gestione, al netto delle variazioni degli investimenti in capitale circolante e in capitale fisso e al netto dei flussi relativi all'indebitamento.

In formula:

$$\begin{aligned} FCFE = & \text{Utile netto} + \text{ammortamenti} - \text{investimenti fissi netti} \\ & - \text{investimenti netti in capitale circolante operativo} \\ & + \text{variazione attesa dell'indebitamento} \end{aligned}$$

Se si adottasse questa stessa configurazione degli FCFE anche nella valutazione delle banche, non tenendo quindi in considerazione le variazioni del patrimonio netto, tali flussi andrebbero stimati come in figura 2.1.

---

<sup>38</sup> Generalmente *L'Excess Capital* assume valori positivi, ma potrebbe anche avere un valore negativo in caso di deficit patrimoniale della banca; in queste circostanze rappresenta l'aumento di capitale che gli azionisti dovrebbero effettuare per consentire alla banca di continuare a operare

Figura 2.1 – Calcolo dei FCFE

	Utile netto
	+ ammortamenti
	= Flusso di cassa dalla gestione
	variazione dei depositi della clientela
	+ variazione dei debiti finanziari
+	+ variazione di altri debiti
	= Fonti di risorse finanziarie
	variazione dei finanziamenti a clientela
	+ variazione degli impieghi finanziari
-	+ investimenti netti
	+ variazione di altre voci dell'attivo diverse dalla liquidità
	= Impieghi di risorse
=	FREE CASH FLOW TO EQUITY
	variazione di tesoreria

Fonte: M. Rutigliano, *L'analisi del bilancio delle banche*, Egea, Milano, 2012

Tuttavia, nella letteratura e ai fini in oggetto, tale configurazione è stata ritenuta inappropriata.

Sono stati proposti quindi alcuni adattamenti:

1. Rinuncia a stimare le variazioni in capitale fisso e circolante (operativo), che solitamente ricoprono ruoli marginali nella gestione delle banche, se non in situazioni di banche di recente costituzione, di *turnaround* o di operazioni di concentrazione (M&A), dove il *business plan* prevede cambiamenti gestionali e investimenti operativi rilevanti. In tali situazioni è opportuno procedere alla stima analitica dei flussi nel modo più dettagliato e preciso possibile;
2. Rinuncia a stimare le variazioni del debito, data la peculiare natura delle passività finanziarie delle banche;
3. Considerazione delle variazioni del patrimonio netto necessarie per garantire il rispetto dei vincoli al patrimonio di vigilanza.

Ne consegue una diversa – e più semplice – configurazione degli FCFE:

$$FCFE = \text{Utile netto} \pm \text{Variazione programmata del Patrimonio netto}$$

Va notato che, tenendo conto che il punto di vista dell'analisi è quella degli azionisti, una variazione positiva del patrimonio netto (aumento di capitale a pagamento) deve essere considerata con segno negativo, poiché riduce il flusso; l'esatto contrario vale per una variazione negativa (distribuzione di riserve, per esempio).

Essendo la banca un soggetto vigilato e vincolato a livelli minimi di *capital ratio*, pare evidente che i FCFE debbano, anche in questo caso, riflettere i surplus/deficit di capitale regolamentare, una volta distribuiti i flussi di cassa. Tenendo in considerazione l'*Excess Capital* si cerca di dimostrare che gli utili non distribuiti possono essere reinvestiti, contribuendo a finanziare la crescita delle attività (insieme con lo sviluppo delle passività ed eventuali aumenti di capitale).

A seconda dei casi, i flussi di cassa distribuibili potranno essere calcolati a partire da modelli sintetici *steady state*, quindi saranno costanti nel tempo, oppure *steady growth*, che prevedono determinate ipotesi di crescita delle attività. Nel caso di discontinuità operative e strategica (come può essere il caso di un'operazione di M&A) è necessario, partendo dal *business plan* della banca, impostare calcoli più analitici e precisi per la stima dei flussi, quanto meno con riferimento al periodo esplicito di previsione sull'orizzonte di piano.

In forma sintetica, il modello CFE calcola il valore del capitale proprio della banca come:

$$W_E = Excess\ capital_0 + \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1+r_E)^t} + \frac{TV}{(1+r_E)^n} \quad (2.3)$$

Dove:

$W_E$  = valore del capitale proprio della banca oggetto di valutazione;

$Excess\ Capital_0$  = surplus (o deficit) patrimoniale al momento della valutazione rispetto al requisito in termini di CET1;

$FCFE_t$  = saldo dei flussi finanziari in entrata e in uscita nell'anno t al netto della variazione dei requisiti patrimoniale (si veda la formula sopracitata);

$r_E$  = tasso di attualizzazione rappresentato dal costo del capitale proprio,

TV = *terminal value*, calcolato come:

$$TV = \frac{FCFE \text{ normalizzato} * (1 + g) - [(RWA_n - RWA_t) * TR_{it}]}{r_E - g} \quad (2.4)$$

Il flusso di cassa finanziario da tenere in considerazione per il calcolo del valore terminale dovrebbe tener conto dell'effetto delle variazioni degli assorbimenti patrimoniali connessi ai nuovi impieghi (generati in perpetuo) in modo coerente con il tasso di crescita ( $g$ ) previsto. Questo flusso viene poi ridotto dell'importo di capitale necessario per la crescita degli RWA di lungo periodo moltiplicato per il coefficiente di capitale obiettivo della banca ( $TR_{it}$ );

$n$  = numero di anni di previsione esplicita.

### 2.6.3 Confronto tra DDM.EC e CFE<sup>39</sup>

La differenza tra i due modelli dipende dalla loro struttura. Il CFE è un modello analitico, più laborioso, ma in grado di restituire risultati e stime più precise, ove i dati iniziali di input siano sufficientemente affidabili e robusti. Il DDM.EC è invece un modello sintetico, basato sulla proiezione dei soli dividendi.

I dividendi, per altro, sono il risultato della politica di distribuzione di una banca, che è molto difficile da prevedere nel lungo periodo, soprattutto dal punto di vista di un analista esterno.

È inevitabile, dunque, che applicando separatamente i due modelli i risultati delle stime non coincidano.

I modelli portano ad uno stesso risultato soltanto quando la banca versa tutti gli utili distribuibili. Questa condizione si realizza, quindi, quando il *payout ratio* è pari al 100%. Tuttavia, le banche raramente distribuiscono tutti i potenziali dividendi; al contrario, tendono a realizzare quello che viene chiamato *dividend smoothing*: meccanismo per cui, considerando le strategie interne ed esterne, i manager hanno la tendenza a mantenere stabili i flussi di cassa dei

---

<sup>39</sup> Cfr. F. Beltrame, D. Previtali, op. cit., 2016; M. Rutigliano, op.cit., 2018



dividendi nel tempo, dal momento che gli azionisti, in genere, preferiscono ricevere livelli costanti di dividendi.

## 2.7 Il metodo dei multipli

Con il metodo dei multipli di Borsa si determina il valore del capitale aziendale di un'impresa sulla base delle quotazioni di mercato (*valore stand alone*) delle imprese *comparables*. Si definisce comparabile un'impresa simile a quella oggetto di valutazione in termini di settore di appartenenza, flussi di cassa, profilo di rischio e crescita potenziale.

A partire dalle quotazioni di mercato si sviluppano dei rapporti (i cd. multipli, appunto) con determinate variabili economiche aziendali (*earnings* o *book value*, nel caso delle banche). I multipli così calcolati vengono poi applicati alle stesse variabili dell'impresa oggetto di valutazione, ottenendo, per moltiplicazione, il valore del capitale cercato.

Due sono le ipotesi su cui si fondano le valutazioni basate sul metodo dei multipli:

- La prima assume che il valore dell'impresa varia in proporzione diretta con le variazioni che intercorrono nella variabile economica aziendale scelta come parametro;
- La seconda consiste nell'uguaglianza dei tassi di crescita attesi dei flussi di cassa aziendali e del grado di rischio dell'impresa oggetto di valutazione e della *comparable*.

Se si verificano entrambe le ipotesi, il metodo dei multipli dovrebbe essere in grado di fornire una misura di valore più oggettiva rispetto a quella ottenuta con i metodi basati sui flussi (DCF), poiché le aspettative sul tasso di crescita e sul tasso di attualizzazione arrivano direttamente dal mercato.

Tuttavia, nella realtà dei fatti, è raro che le imprese comparabili soddisfino entrambe le ipotesi. D'altra parte, i metodi finanziari si basano sull'utilizzo di flussi di cassa attesi e di tassi di attualizzazione riferiti direttamente all'impresa oggetto di valutazione. L'affidabilità dei metodi finanziari, quindi, dipende dall'accuratezza e dal realismo con cui vengono formulate le ipotesi sui flussi di cassa e sulla rischiosità di tali flussi. Il metodo dei multipli, invece, evita tale formulazione, assumendo direttamente dal mercato, attraverso i multipli, le attese di crescita e il rischio, seppur non sia sempre facile selezionare un campione di imprese simili e

comparabili per dimensione aziendale, redditività aziendale, rischio, leva finanziaria e capacità di crescita e sviluppo.

Proprio per questo motivo i multipli vengono adottati per lo più come metodo di controllo e confronto, da mettere in relazione con il metodo DCF.

Anche per quanto riguarda il metodo dei multipli, così come per i metodi finanziari, la valutazione delle banche solitamente si focalizza sull'*equity side* e quindi direttamente sul valore dell'*equity*, senza tenere in considerazione la posizione finanziaria netta.

Nella prassi della valutazione bancaria vengono utilizzati diversi multipli, ma va sottolineato che quelli comunemente più utilizzati sono il rapporto tra capitalizzazione di borsa e utile netto (P/E) e il rapporto tra capitalizzazione di borsa e patrimonio netto (P/BV). Tale preferenza comune dipende dalla particolare struttura del business bancario, che pone al centro della valutazione la redditività del patrimonio netto. In quest'ottica, il P/E e il P/BV sono sicuramente i multipli in grado di catturare meglio questo aspetto.

Sia il rapporto P/E che P/BV si calcolano a partire dal modello di Gordon utilizzato per calcolare il valore dell'impresa in presenza di opportunità di crescita, secondo cui il valore dell'*equity* è pari a  $W_E = \frac{Div_1}{r_E - g}$ .

In particolare, il multiplo P/E si calcola come:

$$\frac{P_0}{E_1} = \frac{1 - b}{r_E - g} \quad (2.5)$$

Dove:

$P_0$  = prezzo di mercato della banca, che può essere ricavato dal prezzo medio o dall'ultimo prezzo rilevato;

$E_1$  = utile netto atteso. In un contesto *steady growth* come questo:  $E_1 = E_0 * (1 + g)$ , dove  $g$  = tasso di crescita dei dividendi, calcolato come:  $g = ROE * b$ . In presenza di opportunità di crescita una quota-parte degli utili, per definizione, dovrà essere destinata alla realizzazione

degli investimenti necessari a sostenere lo sviluppo dell'impresa. La destinazione di questa quota-parte dell'utile fa sì che l'utile dell'esercizio successivo ( $E_1$ ) aumenti in ragione del prodotto tra la quota di utile reinvestita ( $b$ ) e l'indice di redditività dei nuovi investimenti (ROE);

$b$  = il tasso di ritenzione degli utili, calcolato come:  $b = 1 - \text{payout}$ ;

$r_E$  = costo del capitale proprio.

Come si può notare, il multiplo P/E evidenzia una relazione diretta con il *payout* ( $1 - b$ ) e con la crescita ( $g$ ) e una relazione inversa con il costo del capitale proprio ( $r_E$ ).

A valori bassi del P/E si associano delle aspettative di profitto non ottimali e un rischio di investimento considerevole.

Mentre, il multiplo  $P/BV^{40}$  si calcola come:

$$\frac{P_0}{BV_0} = ROE * \frac{1 - b}{r_E - g} = \frac{ROE - g}{r_E - g} \quad (2.6)$$

Dove:

$P_0$  = prezzo di mercato della banca;

$BV_0$  = differenza tra il valore netto contabile delle attività della banca e il valore contabile delle sue passività;

$ROE_1$  = rendimento degli azionisti calcolato utilizzando gli utili attesi al momento 1 e il valore contabile del patrimonio netto al momento 0;

$b$  = il tasso di ritenzione degli utili;

$r_E$  = costo del capitale proprio;

$g$  = tasso di crescita dei dividendi.

---

<sup>40</sup> A volte si preferisce il multiplo  $P_0/Tangible\ BV_0$ , in cui il denominatore si avvicina alla nozione di patrimonio di base, cioè al netto delle attività immateriali. Queste ultime infatti, nella maggior parte dei casi di interesse per le banche, non hanno un autonomo valore di mercato.

Il multiplo P/BV, oltre ad evidenziare una relazione diretta con il *payout* ( $1 - b$ ) e con la crescita ( $g$ ) e una relazione inversa con il costo del capitale di rischio ( $r_E$ ), come P/E, evidenzia anche una relazione diretta con il ROE.

In altre parole, P/BV è spiegato dal rapporto esistente tra redditività del patrimonio netto (ROE) e costo-opportunità del capitale di rischio ( $r_E$ ). Tale rapporto esprime il principio che sta alla base della teoria della creazione del valore. Infatti, quando  $ROE = r_E$ , il valore di mercato del capitale della banca deve risultare pari al patrimonio netto contabile della stessa e il multiplo P/BV pari a 0. In questa ipotesi non si verifica né creazione né di distruzione di valore. Invece, un valore di P/BV superiore a 1 (cioè quando  $ROE > r_E$ ) esprime una creazione di valore, e quindi un avviamento positivo; al contrario, un valore inferiore a 1 (cioè quando  $ROE < r_E$ ) esprime distruzione di valore.

In questo modo vengono esplicitati i legami logici tra i suddetti multipli e le variabili rilevanti nella stima del valore dell'equity, il che giustifica perché gli analisti finanziari nella prassi preferiscono questi multipli ad altri, per cui tale legame è più difficile da individuare.

I multipli *P/Revenue*, *P/Net Operating Income* e *P/Deposits* sono meno utilizzati proprio per questo motivo, se non nel caso di *“banche giovani o in fase di turnaround, casi cioè in cui i risultati reddituali e, specificamente, il P/E, potrebbero fornire indicazioni distorte o poco significative”*<sup>41</sup>.

I multipli così stimati possono essere poi messi a confronto con quelli realmente espressi dal mercato per società comparabili simili e omogenee. È evidente, quindi, che in tal modo non si tenta una stima del valore dell'equity di una data banca, quanto piuttosto si tenta di capire la condizione di sopra/sottovalutazione della banca rispetto alle quotazioni espresse da società comparabili.

---

<sup>41</sup> M. Massari, G. Gianfrate, op. cit., 2009

### 2.7.1 Il metodo dei multipli nella variante dell'*Excess Capital*

Sono stati proposti, anche nel caso del metodo dei multipli, alcuni correttivi, per tener conto dell'eventuale ruolo dell'*Excess/Deficit Capital*. La presenza di un *Excess Capital* infatti ha l'effetto di diluire o distorcere la significatività del multiplo.

Ad esempio, nel caso del multiplo P/BV, il multiplo  $(P/BV_0)^*$  della *comparable* sarebbe:

$$(P/BV_0)^* = \frac{P - Excess\ capital}{BV_0 - Excess\ capital} \quad (2.7)$$

L'uso dei multipli con tale correttivo sarebbe preferibile, in quanto permette di esprimere meglio il valore di mercato di quella porzione di equity effettivamente "produttiva" nella gestione della banca. Tuttavia, tale correttivo non convince completamente<sup>42</sup>, per una serie di ragioni:

- non è certo che l'*Excess Capital* sia una parte del patrimonio netto del tutto estranea rispetto al patrimonio minimo di vigilanza;
- non è facile da interpretare l'effetto sul multiplo che dipende dalla sottrazione di uno stesso importo sia al numeratore che al denominatore. Se tale multiplo è maggiore di 1, il correttivo porta ad un multiplo rettificato più elevato; viceversa se il multiplo è inferiore a 1;
- il prezzo di mercato di un'azione può riflettere il grado di capitalizzazione della banca stessa, soprattutto in situazioni di tensione o di debolezza del settore bancario. Depurando i valori di mercato e di libro dell'*Excess Capital* questa circostanza verrebbe sterilizzata.

Va sottolineato che il metodo in esame, sia nella variante *Excess Capital* che non, nelle valutazioni delle banche coinvolte in M&A viene spesso utilizzato per lo più come metodo di

---

<sup>42</sup> M. Rutigliano, op. cit., 2018, pag. 184

confronto e controllo con il metodo del DCF, affinché i difetti di quest'ultimo vengano colmati dai multipli, e viceversa.

## **2.8 Un approccio di valutazione innovativo: focus sull'*asset side***

Il punto di partenza di questo nuovo approccio è costituito dalle peculiarità e dalle caratteristiche proprie delle banche, che nella valutazione possono rappresentare – e solitamente rappresentano – un ostacolo.

Si cercherà, attraverso un approccio *asset side*, l'*Asset Mark-down Model*<sup>43</sup>, di superare tale ostacolo, attribuendo un valore specifico al lato del passivo e in particolare al debito, distinguendo tra i depositi e le altre forme di debito diverse dai depositi.

Inutile dire che la quantificazione del debito e dei suoi benefici (*mark-down* e scudo fiscale) è fondamentale per ottenere una misurazione del valore dell'impresa che sia corretta, così come lo è la quantificazione precisa dei flussi di cassa. A tal proposito, si cercherà, quindi, di individuare e quantificare nel modo più preciso e puntuale possibile i flussi di cassa da inserire nei modelli finanziari tradizionali (*Discounted Cash Flow*). Un metodo *asset side* richiede la definizione dei *free cash flow from assets* (FCFA), che separano i flussi di cassa prodotti dalle attività (come gli interessi attivi e gli altri proventi finanziari) dai flussi di cassa prodotti dal debito e, in particolare, dai depositi. I FCFA dovranno essere poi attualizzati ad un tasso base, indipendente dal debito, dalla tassazione e dalla crescita, e, pertanto strettamente correlato all'*asset risk*.

È importante sottolineare, inoltre, che tale modello è coerente con tutte quelle regole prudenziali e contabili tradizionalmente adottate nel settore bancario, per cui la sua applicazione non richiede l'adozione di modifiche o rettifiche ulteriori rispetto all'ordinaria riclassificazione di conto economico e stato patrimoniale. Questo è importante in quanto consente di confrontare il modello proposto con i modelli e gli approcci tradizionali.

---

<sup>43</sup> Per la stesura di questo paragrafo e dei successivi è stato preso come riferimento F. Beltrame, D. Previtali, op.cit., 2016

Nel caso delle imprese industriali si ricorre spesso a valutazioni basate sul lato delle attività (*asset side*), che prevedono che il valore del capitale proprio sia misurato come differenza tra il valore dell'attivo e il valore del debito. Nel caso delle imprese bancarie, invece, come precedentemente illustrato, studiosi e professionisti non suggeriscono quasi mai di stimare prima il valore dell'attivo per poi stimare per differenza l'*equity value*. Le questioni relative alle peculiarità delle imprese bancarie costringono piuttosto all'adozione di un approccio di valutazione basato direttamente sul lato del capitale proprio (*equity side*), sia nel caso del metodo DCF sia nel caso dei multipli. Ciò è dovuto dalla stretta dipendenza tra la raccolta del capitale e le attività operative proprie delle banche, difficili da distinguere e separare.

In altre parole, nel caso delle banche, la differenza tra i flussi di cassa operativi (FCFO) e i flussi di cassa verso gli azionisti (FCFE), e, quindi, tra il costo del capitale  $r_O$  e  $r_E$ , è particolarmente difficoltosa e problematica a causa della distinzione non chiara tra operazioni di finanziamento e investimento<sup>44</sup>.

Come evidenziato in precedenza, il debito in una banca non ha la stessa funzione che avrebbe in un'impresa industriale: si tratta infatti di una passività di natura operativa, più che finanziaria, connessa al processo operativo di intermediazione tipico di una banca. Questo concetto è espresso chiaramente da Damodaran, il quale afferma<sup>45</sup>: "Invece di considerare il debito come una fonte di capitale, la maggior parte delle società finanziarie sembra considerarlo come una "materia prima". In altre parole, il debito per una banca rappresenta ciò che l'acciaio rappresenta per un'azienda manifatturiera: qualcosa da plasmare e trasformare in altri prodotti che possono poi essere venduti ad un prezzo più alto generando un profitto. Di conseguenza, il capitale delle società finanziarie sembra comprendere solo il capitale proprio".

---

<sup>44</sup> A titolo di esempio, i depositi, sotto forma di conti correnti, possono essere considerati come un finanziamento a breve termine o come uno strumento di investimento, a seconda del modo in cui i clienti mantengono una posizione positiva o negativa sullo strumento finanziario.

<sup>45</sup> "Rather than view debt as a source of capital, most financial service firms seem to view it as a raw material. In other words, debt is to a bank what steel is to a manufacturing company, something to be molded into other products which can then be sold at a higher price and yield a profit. Consequently, capital at financial service firms seems to be narrowly defined as including only equity capital", tratto da A. Damodaran, op. cit., 2009

Dunque, secondo Damodaran, le passività finanziarie di una banca dovrebbero essere trattate esattamente allo stesso modo delle passività operative (cioè i crediti di pagamento) che, nelle imprese industriali, vengono dedotti dalle attività per ottenere una rappresentazione più puntuale e appropriata del capitale investito.

In questo senso, alcuni studiosi, tra cui Ferretti e Sandri<sup>46</sup>, hanno sostenuto l'uguaglianza tra FCFO e FCFE nel settore bancario, quindi, di conseguenza, la sovrapposizione degli approcci *asset side* e *equity side*. Nel settore bancario, infatti, il costo del finanziamento rappresenta un costo operativo piuttosto che un onere finanziario, come sostiene anche Rutigliano<sup>47</sup>.

Tuttavia, nonostante i due approcci dovrebbero portare agli stessi risultati in termini di valore del capitale proprio, l'approccio *equity side* sembra presentare alcuni limiti:

- Tale approccio, da un certo punto di vista, manca di trasparenza, non consentendo di considerare diverse variabili, quali, ad esempio, l'impatto del debito sul valore della banca, il vantaggio legato al costo dei depositi, la tassazione e l'effetto della crescita sul costo del capitale proprio. Se tali variabili non vengono considerate ai fini della valutazione non è possibile adattare il costo del capitale agli effetti che questi fattori potrebbero avere sul profilo di rischio nel periodo di analisi e di previsione. Ciò implica l'utilizzo di un costo del capitale costante in tutto il periodo, che potrebbe portare a errori di stima dei flussi attesi e del valore terminale;
- L'utilizzo diretto dell'utile, dei dividendi e del patrimonio netto non permette di calcolare il valore generato dall'attività bancaria caratteristica, data dal valore dei crediti, dei titoli, delle attività materiali e immateriali. La qualità dell'attivo è il principale motore della creazione del valore economico delle banche, ancor più che delle imprese industriali; a maggior ragione, esse dovrebbero essere valutate *asset side*;
- Infine, l'approccio *equity side* non considera il rischio così come previsto dalle autorità di vigilanza. Il rischio bancario, infatti, non viene considerato in termini di rischio azionario,

---

<sup>46</sup> R. Ferretti, S. Sandri, "Valutazione d'azienda e struttura del capitale: Aspetti metodologici e applicazioni alle imprese bancarie", Banche e Banchieri, vol. 3, 1992

<sup>47</sup> M. Rutigliano, op. cit., 2012



quanto piuttosto di rischio operativo (delle attività). Per questo motivo le banche dovrebbero essere valutate in ottica *asset side*, che tiene conto, invece, degli effetti potenziali di tutti i rischi rilevanti.

I limiti dell'approccio *equity side* hanno spinto, quindi, gli autori a spostare la loro attenzione su un approccio *asset side* per la valutazione bancaria.

L'uso poco frequente di approcci *asset side* in questo ambito, più che ad un problema di inapplicabilità, può essere spiegato dal fatto che la letteratura non è ancora riuscita a risolvere le questioni e i dubbi relativi alla separazione delle operazioni e delle aree operative da quelle finanziarie. Sia depositi che prestiti, infatti, rientrano nell'attività operativa della banca, rendendo quasi impossibile identificare cosa sia il debito finanziario in senso stretto; tuttavia, ciò non implica necessariamente che non sia possibile applicare un metodo *asset side* alla valutazione delle attività della banca. Ma lo vedremo meglio nei prossimi paragrafi.

## **2.9 L'importanza dei depositi e del *mark-down* – una valutazione separata**

L'*asset value* di una banca è influenzato dai seguenti fattori:

- I benefici fiscali, che svolgono un ruolo importante anche per le imprese bancarie, visto e considerato il loro massiccio ricorso al capitale di debito;
- La crescita, che potrebbe avere un impatto significativo sia sui flussi di cassa sia sul costo del capitale;
- Il minor costo dei fondi raccolti sotto forma di deposito.

I depositi, infatti, ricoprono un ruolo particolare rispetto alle altre forme di debito, in quanto tendenzialmente custodiscono fondi e garantiscono operazioni di pagamento per i clienti piuttosto che rappresentare una fonte di finanziamento per la banca. Per questa ragione i depositi vengono remunerati ad un costo inferiore rispetto al tasso *risk-free* (tipicamente, al tasso interbancario), costituendo quindi un vantaggio economico significativo per la banca. Il minor costo dei depositi è anche dovuto al fatto che essi non possono essere considerati rischiosi per la clientela.

Ipotizzando un flusso di cassa costante dei pagamenti degli interessi, il valore dei depositi può essere quantificato come:

$$D_{D,Dep\ discount} = \frac{D_{D,Dep} * i_{D,Dep}}{r_f} \quad (2.8)$$

Dove  $D_{D,Dep\ discount}$  è il valore attuale dei depositi,  $D_{D,Dep}$  è il valore nominale dei depositi,  $i_{D,Dep}$  è il tasso di rendimento dei depositi e  $r_f$  è il tasso *risk-free*.

Questo metodo di valutazione dei depositi è noto anche come *Cost Saving Approach*<sup>48</sup>.

La differenza tra il tasso *risk-free*<sup>49</sup> e il costo effettivo dei depositi espresso dal tasso di rendimento è una plusvalenza operativa che prende il nome di *mark-down*. Quest'ultima può essere scritta così:

$$Mark - down = D_{D,Dep} (r_f - i_{D,Dep}) \quad (2.9)$$

Il valore generato dal *mark-down*, il quale aumenta il valore sia delle attività che del capitale proprio, deve, quindi, essere necessariamente tenuto in considerazione nella valutazione e nella stima dell'*asset value* di una banca.

Tale valore può essere quantificato come segue:

$$V_{mark-down} = D_{D,Dep} - \frac{D_{D,Dep} * i_{D,Dep}}{r_f} = \frac{D_{D,Dep} (r_f - i_{D,Dep})}{r_f} \quad (2.10)$$

Questi tre fattori rappresentano il fulcro teorico e pratico dell'approccio *asset side*, riuscendo a spiegare le determinanti del valore aziendale in una prospettiva più ampia di quella intrapresa con l'utilizzo degli approcci tradizionali. Infatti, con l'approccio tradizionale *equity*

<sup>48</sup> Per approfondimenti, si veda F. Beltrame, D. Previtali, op. cit., 2016, pag. 50

<sup>49</sup> Anche se nella pratica il *mark-down* viene calcolato tenendo conto dei tassi interbancari come l'Euribor o il Libor, nella discussione teorica utilizzeremo il termine *risk-free* così come viene descritto comunemente nella letteratura di *corporate finance*.

*side* non si riesce ad approfondire l'impatto della struttura finanziaria sul valore della banca, proponendo spesso un costo del capitale proprio costante nel tempo. E ciò si traduce in stime errate<sup>50</sup>, in quanto la variazione della struttura finanziaria necessariamente influenza il valore del costo del capitale.

### 2.9.1 Approccio di valutazione senza crescita

Innanzitutto, iniziamo a spiegare il modello *asset side* ipotizzando un contesto di valutazione caratterizzato da assenza di crescita (*steady state*).

Il valore di un'impresa, espresso come somma del capitale proprio e di quello di debito, viene calcolato attualizzando il flusso di cassa presente al numeratore (dato dai flussi di cassa per gli azionisti e dai flussi di cassa del debito ridotti dello scudo fiscale derivante dalla deducibilità degli interessi passivi sul debito) al tasso WACC, come segue:

$$V = E + D = \frac{FCFE + D * r_f(1 - t_c)}{WACC} \quad (2.11)$$

Nel caso di un'impresa bancaria, i flussi di cassa del debito si compongono della somma dei flussi derivanti dai depositi da una parte e dei flussi che derivano da altre forme di debito diverse dai depositi dall'altra. Queste diverse forme di debito (tipicamente obbligazioni societarie o altre forme di finanziamento a medio-lungo termine) potrebbero essere caratterizzate, però, da tassi di interesse superiori al tasso *risk-free*, che dipendono dai tassi interbancari, dal rischio Paese e dal merito creditizio della banca. In tal senso, il costo di questi strumenti di finanziamento ha caratteristiche molto simili al debito finanziario tipico delle società industriali.

---

<sup>50</sup> M. Massari, L. Zanetti, op. cit., 2008

Alla luce di ciò, i flussi di cassa del debito possono essere scomposti e calcolati come segue:

$$D * r_f = D_{D,Non Dep} * r_{D,Non Dep} + D_{D,Dep} * r_f \quad (2.12)^{51}$$

I flussi di cassa per gli azionisti (FCFE), a loro volta, possono essere calcolati come flussi di cassa indipendenti dal costo dei finanziamenti (FCFA) meno il costo del debito diverso dai depositi ( $D_{D,Non Dep} * r_{D,Non Dep}$ ) e il costo dei depositi ( $D_{D,Dep} * i_{D,Dep}$ ):

$$FCFE = FCFA - D_{D,Non Dep} * r_{D,Non Dep} - D_{D,Dep} * i_{D,Dep} \quad (2.13)$$

Combinando l'equazione (2.11) con le equazioni (2.12) e (2.13), si ottiene la formula di valutazione *asset side* di una banca in ipotesi di un contesto *steady state*:

$$V = \frac{FCFA + D(r_f - i_{D,Dep})(1 - t_c)}{WACC} \quad (2.14)$$

Come si può notare, il valore della banca è influenzato dai flussi di cassa derivanti dagli interessi e dalle commissioni, al netto degli accantonamenti e dei costi operativi, ma anche dal valore del *mark-down* e dello scudo fiscale.

Il WACC, infine, è calcolato come segue:

$$WACC = r_E \frac{E}{V} + r_{D,Non Dep} (1 - t_c) \frac{D_{D,Non Dep}}{V} + r_f (1 - t_c) \frac{D_{D,Dep}}{V} \quad (2.15)$$

---

<sup>51</sup> A differenza dei depositi, che sono considerati al loro valore nominale, le forme di finanziamento diverse rispetto ai depositi sono valutate, invece, al loro valore di mercato.

I depositi, però, come abbiamo avuto modo di accennare, si caratterizzano per tassi di interesse inferiori al tasso *risk-free*. Per questo motivo è possibile utilizzare come tasso di attualizzazione il WACC\* modificato, che altro non è che il WACC calcolato utilizzando come costo del debito il tasso di interesse effettivo sui depositi, invece del *risk-free*:

$$WACC^* = r_E \frac{E}{V} + r_{D,Non Dep} (1 - t_c) \frac{D_{D,Non Dep}}{V} + i_{D,Dep} (1 - t_c) \frac{D_{D,Dep}}{V} \quad (2.16)$$

Utilizzando il WACC\* modificato, il valore della banca può essere calcolato come segue:

$$V = \frac{FCFA}{WACC^*} \quad (2.17)$$

Da qui, si può spiegare il modello disaggregato, che si compone del valore delle attività, del valore dei benefici del *mark-down* e del valore dello scudo fiscale sui debiti diversi dai depositi ( $V_{Ts}$ ):

$$V = V_{asset} + V_{mark-down} + V_{Ts} \quad (2.18)$$

$$= \frac{FCFA}{r_A} + D_{D,Dep} \frac{r_f - i_{D,Dep}}{r_f} + \frac{D_{D,Dep} * i_{D,Dep} * t_c}{r_f} + D_{D,Non Dep} * t_c$$

### 2.9.2 Approccio di valutazione in presenza crescita

Si introduce, a questo punto, l'ipotesi che prevede che i FCFA e il debito crescano ad un certo tasso di crescita  $g$ . Si sta quindi ipotizzando un contesto di valutazione *steady growth*.

Considerando l'ipotesi di crescita, l'equazione (2.18) diventa:

$$\begin{aligned}
 V &= V_{asset} + V_{mark-down} + V_{Ts} & (2.19) \\
 &= \frac{FCFA_1}{r_A - g} + D_{D,Dep} \frac{r_f - i_{D,Dep}}{r_f - g} + \frac{D_{D,Dep} * i_{D,Dep} * t_c}{r_f - g} \\
 &\quad + \frac{D_{D,Non Dep} * i_{D,Non Dep} * t_c}{r_{D,Non Dep} - g}
 \end{aligned}$$

## 2.10 L'Asset Mark-down Model: un quadro d'insieme

Il valore della banca, come si può vedere in figura 2.2, è dato dalla somma del:

- Valore delle attività, calcolate applicando il modello dei flussi di cassa (FCFA) attualizzati;
- Valore dei depositi, calcolati attualizzando i benefici del *mark-down*;
- Valore dello scudo fiscale, calcolato attualizzando i benefici fiscali.

Se dal valore della banca si sottrae il valore del debito (depositi e altri debiti diversi dai depositi), si ottiene poi il valore del capitale proprio.

Figura 2.2 – Breakdown del valore delle banche secondo l'AMM

<b>Valore delle attività</b> DCF applicato ai FCFA attualizzati al tasso $r_A$	<b>Debiti diversi</b> DCF applicato agli interessi passivi pagati sui debiti diversi dai depositi attualizzati al tasso $r_D$
<b>Valore dei depositi</b> DCF applicato ai benefici del <i>mark-down</i> attualizzati al tasso $r_f$	<b>Depositi</b> Valore nominale
<b>Valore dello scudo fiscale</b> DCF applicato ai benefici dello scudo fiscale attualizzati al tasso $r_D$	<b>Capitale proprio</b> DCF applicato ai FCFE attualizzati al tasso $r_E$

Fonte: F. Beltrame, D. Previtali, op. cit. 2016, pag. 68

Utilizzando un modello a due fasi, che prevede un periodo esplicito e puntuale di previsione e un valore terminale che tiene conto della crescita nel lungo termine, l'*Asset Mark-down Model* può essere scritto come:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{FCFA_t}{(1+r_A)^t} + \frac{D_{D,Dept}(r_f - i_{D,Dep})}{(1+r_f)^t} + \frac{D_{D,Dept} * i_{D,Dep} * t_c}{(1+r_f)^t} + \frac{D_{D,Non Dept} * r_{D,Non Dep} * t_c}{(1+r_{D,Non Dep})^t} + TV \quad (2.20)$$

Dove:

$$TV = \frac{\left(\frac{FCFA_{n+1}}{r_A - g}\right)}{(1+r_A)^n} + \frac{\left(\frac{D_{D,Depn}(r_f - i_{D,Dep})}{r_f - g}\right)}{(1+r_f)^n} + \frac{\left(\frac{D_{D,Depn} * i_{D,Dep} * t_c}{r_f - g}\right)}{(1+r_f)^n} + \frac{\left(\frac{D_{D,Non Depn} * r_{D,Non Dep} * t_c}{r_{D,Non Dep} - g}\right)}{(1+r_{D,Non Dep})^n} \quad (2.21)$$

## 2.11 Considerazioni conclusive

Dopo aver considerato i problemi e i limiti tipici delle valutazioni basate sull'*equity side* nell'ambito delle imprese, si è visto che, per superare tali limiti, è possibile adattare le valutazioni di tipo *asset side* tipicamente usate per le imprese non bancarie al caso delle banche, considerando tutte le specificità e le peculiarità di quest'ultimo caso.

Tenendo in considerazione, in particolare, il ruolo del debito, è stato formulato un modello di valutazione *asset side* disaggregato, definito *Asset Mark-down Model* (AMM).

Gli autori hanno dimostrato che l'AMM riporta risultati molto simili a quelli dei metodi tradizionali *equity side* (DDM e CFE), confermando la capacità di tale modello di fornire un metodo alternativo di valutazione bancaria, con il vantaggio, però, di riuscire ad analizzare dove viene creato il valore. L'AMM, infatti, si differenzia dagli altri modelli esistenti per il modo in cui riesce a quantificare separatamente, oltre ai flussi di cassa delle attività e al beneficio

fiscale attribuibile ai debiti diversi dai depositi, anche l'effetto e i benefici del *mark-down* attribuibile ai depositi stessi. Il valore generato dal *mark-down*, come si è visto, rappresenta una plusvalenza in grado di aumentare il valore delle attività e, di conseguenza, il valore complessivo della banca; per questo motivo sembra essenziale considerarlo e valutarlo separatamente.



## CAPITOLO 3

# Le sinergie e il modello di stratificazione del valore

### 3.1 Introduzione

Passati in rassegna i metodi tradizionali e non per la valutazione delle banche, dovrebbe essere chiaro, a questo punto, come si ottiene il valore *stand alone* della banca *target*. Manca solo da chiarire, quindi, come ottenere il valore delle sinergie, l'altra componente fondamentale del valore di acquisizione.

Il terzo capitolo sarà dedicato, dunque, allo studio dell'importanza, della natura, delle caratteristiche e delle metodologie di valutazione e di calcolo delle sinergie maggiormente ricercate. In particolare, tali sinergie verranno studiate nell'ottica del modello di stratificazione del valore, il quale prevede che gli effetti sinergici siano definiti e distinti in base agli effetti differenziali che questi generano sul valore della banca in termini di flussi di cassa, di rischio e di struttura finanziaria. Questi differenziali verranno poi sommati tra di loro e successivamente al valore *stand alone*, come una serie di strati appunto, andando a formare il valore di acquisizione finale.

Prima di entrare nel merito e nel dettaglio del modello di stratificazione del valore, elemento centrale del capitolo, si cercherà inizialmente di identificare e analizzare gli effetti delle operazioni di M&A, con l'obiettivo di comprendere quali sono le sinergie maggiormente perseguite e ricercate dalle banche e, in particolare, quali di queste presentano effettivamente prove e riscontri empirici nella pratica. Nel dettaglio, attraverso la proposta di diversi studi ed evidenze empiriche, verranno analizzati i molteplici effetti prodotti da queste operazioni sulle performance di Borsa e sull'efficienza delle banche coinvolte.

Si cercherà poi, in un secondo momento, di esaminare quei fattori e quelle determinanti che permettono, o meglio non permettono, alle banche di ottenere le sinergie ricercate, determinando in questo modo il successo o l'insuccesso dell'operazione.

### 3.2 Gli effetti delle operazioni di M&A: alcuni riscontri empirici<sup>52</sup>

A partire dagli anni Novanta, di fronte a mercati e sistemi finanziari caratterizzati da forti spinte competitive gli intermediari bancari in Europa hanno reagito con un generale e diffuso ricorso a strategie di M&A, con l'obiettivo di accrescere l'efficienza aziendale, ampliare servizi e prodotti offerti ai clienti e acquisire dimensioni operative tali da poter competere su scala internazionale. Questa situazione ha attirato l'interesse della letteratura e degli accademici, che hanno cercato di individuare, oltre alle principali motivazioni che spingono le banche ad aggregarsi, anche i possibili effetti. In questo paragrafo cercheremo quindi di capire se le sinergie e gli effetti teoricamente ricercati e perseguiti dalle banche trovino effettivamente riscontro anche nella pratica.

La complessità e l'eterogeneità delle operazioni di aggregazione nel settore bancario non consentono però di ottenere considerazioni univoche e generali, come per le motivazioni, neanche per i possibili effetti delle M&A. Ciò nonostante, è comunque possibile ottenere dei risultati che siano attendibili, che analizzeremo in seguito.

I molteplici effetti prodotti da un'operazione di aggregazione possono avere sia un impatto a livello macroeconomico in termini di concorrenza, efficienza e stabilità dei sistemi bancari, sia a livello microeconomico sul livello di efficienza e di redditività, sulla creazione di valore per gli azionisti e sulla performance di Borsa delle banche. Ci si occuperà, in particolare, di questi ultimi, andando a rilevare le conseguenze e gli effetti microeconomici delle M&A sulle banche direttamente interessate e coinvolte nell'operazione.

L'analisi degli effetti sulle performance di Borsa delle banche coinvolte permette di verificare e comprendere se l'operazione abbia creato valore per le banche e per gli azionisti, determinando così il successo o l'insuccesso dell'operazione. La tecnica che solitamente viene usata per analizzare questi primi effetti è quella degli *Event Studies*, una tipologia di

---

<sup>52</sup> Si veda, per maggiori approfondimenti, L. Chiaramonte, op. cit., 2008; M. La Torre, op. cit., 2000; A. Carretta, P. Schwizer, *Le fusioni in banca. Gestire l'integrazione per creare valore. Esperienze di successo e leve manageriali*, Bancaria Editrice, Roma, 2008; A. Resti, *Le fusioni bancarie. La lezione dell'esperienza. Effetti, opportunità e rischi*, Bancaria Editrice, Roma, 2006

analisi empirica che consente di misurare la variazione del valore di una società al verificarsi di un determinato evento o di una serie di eventi. Nel nostro caso si dovrà, dunque, andare a misurare la variazione del valore e, quindi, dei prezzi azionari della banca acquirente e della banca *target* al verificarsi dell'annuncio dell'operazione di M&A.

Deve essere sottolineato, però, che in generale l'utilizzo della tecnica appena descritta non permette di giungere a conclusioni univoche circa gli impatti e gli effetti che le operazioni di M&A producono sui prezzi di Borsa delle banche coinvolte e, per questo motivo, sono stati condotti numerosi studi in materia<sup>53</sup>. Alcuni studi<sup>54</sup> che analizzano il mercato bancario statunitense tra gli anni Novanta e gli anni Duemila non hanno riscontrato prove di una creazione di nuovo valore, ma semplicemente una redistribuzione o un trasferimento della ricchezza tra gli azionisti della banca acquirente e quelli della *target*; altri<sup>55</sup> addirittura hanno riscontrato una perdita di valore per la banca acquirente, in quanto tale mero trasferimento di ricchezza ha portato il mercato e gli investitori a reagire negativamente. Altri ancora<sup>56</sup> affermano invece che la perdita di valore subita dall'acquirente possa essere compensata da rendimenti positivi registrati dalla *target*; in questo caso il valore sembra quindi creato per la totalità degli azionisti delle banche coinvolte. In generale, da questi studi emerge che nella maggior parte dei casi delle operazioni di M&A tra banche avvenute negli Stati Uniti, sembra non esserci stata aspettativa di creazione di valore.

Esistono ulteriori studi, seppur meno numerosi, relativi alle operazioni di M&A bancarie di matrice europea. L'esperienza statunitense, infatti, non può semplicemente essere applicata al mercato bancario europeo, a causa delle numerose e profonde differenze. Tra questi, uno studio particolarmente interessante<sup>57</sup> dimostra, nella maggior parte dei casi, reazioni positive

---

<sup>53</sup> Si veda L. Chiaramonte, op. cit. 2008, pag. 50

<sup>54</sup> Si veda T. Hannan, J. Wolken, "Returns to Bidders and Targets in the Acquisition Process: Evidence from the Banking Industry", *Journal of Financial Services Research*, 3, 1989

<sup>55</sup> Si veda R. Ferretti, "Le acquisizioni bancarie e la reazione del mercato borsistico: Le analisi in USA, Europa e Italia", *Bancaria*, 10, 2000

<sup>56</sup> Si veda G. Hawawini, I. Swary, *Merger and Acquisition in the Us Banking Industry: Evidence from the Capital Markets*, North Holland, New York, 1990

<sup>57</sup> Si veda A. Cybo-Ottone, M. Murgia, "Merger and Shareholders Wealth in European Banking", *Journal of Banking and Finance*, 24, 2000

del mercato. Nel complesso, quindi, le M&A in Europa hanno creato nuova ricchezza, soprattutto per le banche coinvolte in operazioni domestiche.

Dagli studi sopraccitati circa gli esiti dei principali *Event Studies* nel mercato bancario statunitense ed europeo emergono risultati contrastanti. Ciò nonostante la tendenza sembra quella di vedere le banche *target* premiate e le banche acquirenti penalizzate dall'annuncio dell'operazione di M&A, a testimonianza di come gli investitori vedano nelle operazioni annunciate un trasferimento di ricchezza dagli azionisti della banca acquirente a quelli della banca *target*.

Le operazioni di M&A non generano solo effetti sulle performance borsistiche, ma anche sull'efficienza delle banche coinvolte nell'operazione. La tecnica utilizzata per valutare gli effetti sull'efficienza delle banche protagoniste dell'operazione è quella che consiste nel confronto tra le performance di bilancio delle banche nel periodo precedente all'operazione di M&A e quelle nel periodo successivo. Esistono, in questi termini, due diverse tipologie di analisi: una descrittiva e l'altra esplicativa.

La prima mette a confronto alcuni indici di redditività della banca (ROA, ROI, ROE) prima e dopo l'operazione, o, in alternativa, confronta gli stessi indici con quelli di altre banche simili (per Paesi di appartenenza, dimensione, settore), che però non sono state impegnate in operazioni di M&A. La seconda, invece, cerca di capire se esistono delle relazioni tra gli effetti dell'operazione in termini di efficienza e alcune peculiarità e caratteristiche delle banche coinvolte, quale, per esempio, la dimensione.

Sono state condotte numerose analisi empiriche basate sugli indici, rispettivamente nel mercato bancario statunitense ed europeo, che hanno ottenuto però risultati contrastanti: alcuni autori hanno riscontrato miglioramenti, più o meno consistenti, negli indici delle banche derivanti dall'operazione di M&A; altri hanno riscontrato miglioramenti parziali o limitati a determinate circostanze e situazioni; altri ancora non hanno riscontrato nessuna differenza tra il valore degli indici pre- e post-operazione. Tuttavia, partendo da queste analisi si è riusciti ad individuare alcuni fattori comuni che incidono sulle performance delle banche post-operazione, quali il settore di appartenenza o le dimensioni. Si è dimostrato, infatti, che le

operazioni tra banche appartenenti allo stesso settore, e/o di dimensioni simili, riescono ad offrire maggior spazio per ridurre i costi<sup>58</sup>. Nonostante ciò, parte della letteratura sostiene che le operazioni di M&A non apportino nessun tipo di miglioramento all'efficienza operativa della banca risultante dall'operazione di aggregazione; un'altra parte sostiene e dimostra, invece, che si verificano dei benefici in termini di riduzione dei costi, ma non in tempi brevi.

### 3.3 Perché le operazioni di M&A bancarie falliscono?<sup>59</sup>

Come abbiamo appena visto, non sempre le operazioni di M&A portano ai risultati e agli effetti, in termini di creazione del valore, così come erano stati previsti e attesi in fase di pre-acquisizione. I motivi, che possono essere molteplici, vanno ricercati nei vari step e nelle varie fasi che contribuiscono a formare il processo di acquisizione. Quest'ultimo, infatti, può essere suddiviso principalmente in quattro fasi, la cui pianificazione e implementazione risulta fondamentale, come vedremo, per il successo o l'insuccesso dell'operazione di M&A: la selezione dell'impresa *target*, la valutazione dell'impresa *target*, la negoziazione e l'integrazione delle due realtà imprenditoriali.

Il processo di acquisizione ha inizio con la definizione degli obiettivi e della strategia di creazione del valore: è evidente che obiettivi diversi indirizzeranno l'acquirente verso *target* diverse. Come accennato già nel primo capitolo, la fase di selezione della banca *target* da acquisire e integrare rappresenta, dunque, il primo step fondamentale. La *target* deve avere peculiarità e caratteristiche strutturali, gestionali e operative che siano coerenti e compatibili con le strategie di sviluppo e di crescita della banca acquirente. A questo scopo, il

---

<sup>58</sup> Sono molti gli studi che hanno tentato di verificare l'esistenza di un miglioramento dell'efficienza operativa quando l'operazione di M&A coinvolge banche operanti in mercati simili e contigui. Si vedano, a tal proposito, (Srinivasan, 1992); (Zollo e Leschinkskii, 2000); (Houston, James e Ryngaert, 2001). Inoltre, gli effetti delle operazioni di M&A sull'efficienza sono ancor più significativi quando, oltre al mercato di riferimento, le banche coinvolte presentano anche una dimensione simile. In questo caso si vedano (Srinivasan, 1992); (Vander Vennet, 1996).

<sup>59</sup> Cfr. F. Beltrame, R. Cappelletto, *Valutazione finanziaria e rischio nelle Piccole e Medie Imprese*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2013; A. Carretta, P. Schwizer, op. cit., 2008; E. Gomes, D. Angwin, Y. Weber, S. Tarba, "Critical Success Factors through the Mergers and Acquisitions Process: Revealing Pre- and Post-M&A Connections for Improved Performance", Thunderbird International Business Review, 2012; R. Eccles, K. Lanes, T. Wilson, "Are you paying too much for that acquisition?", Harvard Business Review, 1999

management deve svolgere un'analisi approfondita atta a valutare tutti gli aspetti qualitativi e quantitativi delle *target* alternative a disposizione per individuare, tra tutte, la controparte più adeguata all'operazione. Il punto di partenza di quest'analisi è rappresentato da una serie di informazioni pubbliche (quali, analisi di bilancio, indici relativi alle diverse aree operative, confronto con il benchmark e i dati della banca acquirente) e/o interne all'impresa, che permettono alla banca acquirente di avere una panoramica completa ed esaustiva delle performance economico-finanziarie e della situazione patrimoniale, sia relativamente ai dati storici, sia soprattutto relativamente alle prospettive future, oltre che delle possibili sinergie ottenibili.

Vari studi sembrano dimostrare che le acquisizioni che creano maggior valore solitamente avvengono selezionando imprese *target* che siano correlate e complementari all'acquirente, che possono quindi condividere *know how* e risorse sul piano produttivo, tecnologico, organizzativo e umano, sviluppando in tal modo le sinergie attese e desiderate. Quanto più la risorsa condivisa è cruciale per le imprese coinvolte, tanto maggiori saranno le possibilità di creare sinergie rilevanti; per questo motivo, prima ancora di procedere alla selezione della *target*, il management deve analizzare attentamente il settore di riferimento, oltre ai collegamenti tra le risorse e le competenze della banca *target* con il settore stesso.

È stata dimostrata, inoltre, l'importanza di selezionare *target* che siano compatibili e simili anche in termini dimensionali. L'acquisizione di *target* molto piccole rispetto all'acquirente può portare a risultati non ottimali, mentre l'acquisizione di imprese molto grandi può addirittura portare a risultati inferiori alle aspettative. Le ragioni vanno ricercate nel fatto che nel primo caso l'operazione potrebbe essere ignorata dal mercato e dalla clientela; mentre nel secondo caso l'operazione potrebbe sfociare in disaccordi e conflitti interni tra le società coinvolte, che si contenderanno il ruolo dominante.

Il grado di *relatedness* tra imprese, inteso in termini strategici, organizzativi e dimensionali, pertanto, merita di essere considerato come uno dei fattori determinanti per la selezione della *target* da acquisire. Quanto più le aziende coinvolte sono "simili" e sono in grado, quindi, di adattarsi strategicamente e organizzativamente l'una all'altra, tanto più probabile sarà il

successo dell'operazione. Viceversa, uno dei principali motivi di insuccesso può essere ricercato nell'incompatibilità delle realtà aziendali coinvolte.

Una volta identificata la banca *target* da coinvolgere nell'operazione ha inizio la vera e propria fase di valutazione che ha come obiettivo finale la determinazione del valore di acquisizione da presentare alla controparte in sede di negoziazione. Il valore di acquisizione della *target*, come abbiamo visto, si ottiene applicando le metodologie di valutazione classiche (DCF, multipli di borsa) o più innovative (*Asset Mark-down Model*) e quantificando le sinergie che l'acquirente pensa di essere in grado di generare con l'acquisizione. Spesso accade che gli errori dei manager nel sovrastimare le sinergie attese conducano le operazioni di M&A direttamente al fallimento<sup>60</sup>. La valutazione puntuale e analitica delle sinergie, dunque, rappresenta un elemento chiave per il successo dell'operazione<sup>61</sup>.

Nella fase di negoziazione, tanto delicata quanto importante, vengono definiti il prezzo di acquisizione e le possibili forme di finanziamento e di strutturazione dell'operazione<sup>62</sup>, tutti aspetti che il management deve prendere in considerazione per valutare la convenienza e la sostenibilità dell'intera operazione.

Il pagamento di un prezzo troppo elevato, infatti, può essere motivo di fallimento dell'operazione. Un prezzo di acquisizione elevato, infatti, rende difficile ottenere rendimenti che siano adeguati e soddisfacenti, rischiando quindi di distruggere valore, invece di crearlo. Ciò accade, ad esempio, nel caso di operazioni di M&A che coinvolgono imprese quotate in Borsa, quando all'annuncio dell'operazione i valori azionari crescono fino a incorporare, in parte o tutto, il valore attuale delle sinergie. Il prezzo pagato, che dipende a sua volta dal valore azionario, si allinea quindi al valore attuale delle sinergie, rendendo l'operazione non più conveniente per l'acquirente.

---

<sup>60</sup> D. Harding, S. Rovit, *Prendere o lasciare? Le quattro decisioni critiche in una strategia di M&A*, Etas, Milano, 2005

<sup>61</sup> S. Garzella, R. Fiorentino, "A synergy measurement model to support the pre-deal decision making in mergers and acquisitions", *Management Decision*, vol. 52, 2014

<sup>62</sup> Sotto il profilo finanziario, si definisce la modalità di finanziamento dell'acquisizione chiarendo i suoi riflessi sulla struttura finanziaria dell'acquirente. Solitamente si sceglie tra modalità alternative di pagamento: in denaro (cash o dilazionato nel tempo) o in titoli (sia dell'acquirente sia di altre società). Talvolta si opta per un'operazione di *leveraged buy out* (LBO), facendo ricorso ad un elevato grado di indebitamento, garantito in qualche modo dalle attività dell'impresa acquisita.

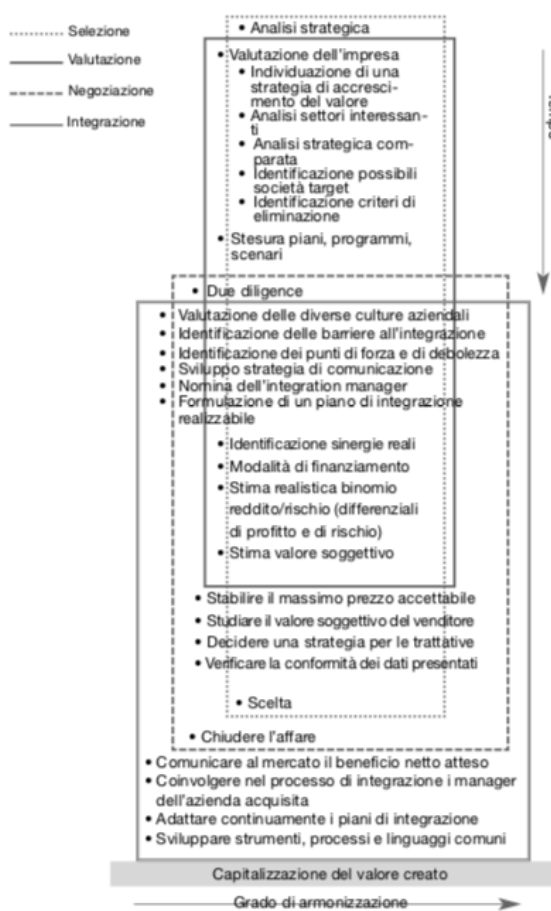
Anche la forma di pagamento del prezzo di acquisizione sembra avere una certa influenza sul risultato dell'operazione. Le operazioni amichevoli per cui vengono utilizzati le azioni come forma di pagamento spesso ottengono risultati migliori di quelle che utilizzano i contanti.

Durante queste ultime fasi normalmente si procede anche ad effettuare una serie di indagini, verifiche e controlli, indicati con l'espressione *due diligence*, che permettono di non incorrere nell'errore di ipotizzare valori o sinergie che in futuro potrebbero non realizzarsi mai. Un errore del genere, infatti, come abbiamo detto, potrebbe non portare alla creazione di valore, determinando il fallimento dell'operazione. Per la stima degli effetti sinergici, affinché siano effettivamente conseguibili e realizzabili, è necessario prendere in considerazione anche una serie di aspetti legati all'integrazione e all'armonizzazione post-acquisizione delle imprese coinvolte, quali la cultura, l'organizzazione, le barriere, i punti di forza e di debolezza. Si entra così nell'ultima fase del processo di acquisizione, quella di integrazione, che determina, in ultima istanza, il successo effettivo o meno dell'operazione nel lungo periodo. Questa fase ricopre infatti, da questo punto di vista, un ruolo importante. Va infatti compreso che la crescita comporta inevitabilmente un cambiamento di processi, di struttura, di cultura e di persone che deve essere compreso, sostenuto e promosso dal management e da tutti i livelli dell'organizzazione aziendale. Il successo dell'operazione, infatti, dipende in buona misura dalle risorse umane e dalla loro capacità e predisposizione ad attuare tale cambiamento.

Come si può notare la suddivisione del processo di M&A in quattro fasi distinte e separate va intesa solo concettualmente, dal momento che le varie fasi, nel corso del processo, interagiscono e si sovrappongono continuamente (figura 3.1). Ciò dimostra che la pianificazione, lo sviluppo e l'implementazione di tutte le fasi del processo di acquisizione risultano di fondamentale importanza affinché l'operazione di M&A possa avere successo, creando valore.



Figura 3.1 – Il processo di M&A



Fonte: M. Snichelotto, A. Pegoraro, op. cit., 2009, pag. 22

### 3.4 L'importanza delle sinergie per il successo delle M&A

Come abbiamo appena avuto modo di vedere, una delle principali sfide dei manager coinvolti in operazioni di M&A è lo sviluppo di un'analisi strategica e decisionale pre-acquisizione che sia in grado di identificare *target* capaci di creare valore. Molti studi in materia sottolineano l'importanza di tale fase di pre-acquisizione, in cui rientra, in particolare, l'analisi dei rischi legati a un'errata valutazione delle sinergie, la quale, come abbiamo accennato, può portare l'operazione di M&A direttamente al fallimento.

Nonostante i numerosi e intensi dibattiti in materia di M&A, gli studi teorici ed empirici non sono riusciti ad accordarsi sull'efficacia dei modelli di valutazione delle sinergie. Spesso questi studi, basati sulla teoria della creazione del valore di Rappaport<sup>63</sup>, si focalizzano sulla

<sup>63</sup> A. Rappaport, *Creating Shareholders value: The new standard for business performance*, The Free Press, New York, 1986

misurazione e sul calcolo delle sinergie come valore attuale dei flussi finanziari incrementali generati dall'operazione, che in caso contrario le imprese coinvolte non sarebbero state in grado di produrre. Questi flussi determinano un miglioramento della performance delle imprese che può dipendere dall'aumento dei ricavi, dal risparmio sui costi, dalla riduzione del rischio, dalla riduzione del fabbisogno finanziario, o da tutti i precedenti combinati e intrecciati tra loro.

La teoria della creazione del valore suggerisce di dare un'importanza autonoma ad ognuno di questi tipi di effetto sinergico al fine di determinare e rappresentare separatamente le specifiche dimensioni e gli specifici rischi di ogni sinergia generata. Come vedremo, questa teoria ben si allinea con il modello della stratificazione del valore, che verrà presentato in questo capitolo, il quale, passando per il calcolo e la valutazione delle sinergie, determina il valore di acquisizione.

Tuttavia, per poter applicare il modello vanno prima considerati e analizzati i fattori più rilevanti per la misurazione del valore delle sinergie, quali la natura, le dimensioni, i tempi e la probabilità che le sinergie si realizzino.

### **3.5 La natura delle sinergie**

Abbiamo detto che le operazioni di M&A comportano la combinazione e l'unificazione di due imprese in un unico soggetto economico, il quale dovrà pianificare, gestire e integrare lo sviluppo di due imprese precedentemente distinte, allo scopo di ottenere le economie e le sinergie desiderate.

La valutazione delle sinergie e dei benefici desiderati dalle imprese bancarie che decidono di intraprendere un'operazione di M&A (le cosiddette *take over synergy*) può essere formulata partendo dall'analisi della natura delle stesse, sulla quale esiste una vasta letteratura.

Innanzitutto, sarà necessario distinguere e descrivere i diversi tipi di sinergie che le banche ricercano attraverso le operazioni di M&A.

Le sinergie possono avere diverse origini, in relazione soprattutto alla tipologia di acquirente, alle attività che esso svolge, alle inclinazioni organizzative e strategiche e agli obiettivi che esso intende raggiungere.

### **3.5.1 Sinergie generiche, endemiche, specifiche e private<sup>64</sup>**

Si parlerà, principalmente, di venditori e acquirenti strategici, per il fatto che, essendo accomunati dallo stesso settore o dallo stesso business di appartenenza, il loro incontro e la loro cooperazione ha maggiori potenzialità di creare valore in termini sinergici. Un'operazione di M&A, infatti, può essere considerata un successo solo se il valore della banca risultante dall'operazione è superiore alla somma dei valori delle banche coinvolte prese singolarmente e ciò si realizza solo nel caso in cui l'operazione porti con sé delle sinergie. La natura e le caratteristiche dei soggetti a cui stiamo facendo riferimento sono tali da permettere la condivisione di risorse produttive, tecnologie, clientela, competenze e *know how*. È facile intuire, pertanto, che a queste condizioni si possano realizzare effettivamente delle sinergie cosiddette endemiche<sup>65</sup>, ovvero riferibili a uno specifico business.

In questa tipologia di sinergie rientrano tutti i vantaggi e i risparmi che scaturiscono dalla possibilità di evitare la duplicazione delle strutture, di ripartire i costi fissi su un maggior volume produttivo, di utilizzare gli stessi uffici e lo stesso personale dell'amministrazione per le diverse sedi, così come gli stessi sistemi organizzativi e informatici, le stesse procedure interne, le stesse conoscenze, e così via. Allo stesso modo, anche la cultura aziendale può essere condivisa, tema estremamente rilevante al giorno d'oggi, soprattutto in chiave bancaria. Si ritiene infatti che la cultura aziendale di banche appartenenti allo stesso settore o allo stesso business, a maggior ragione nel settore bancario, siano piuttosto simili, rendendo più agevole il processo di acquisizione e integrazione, aspetto che non va sottovalutato, considerando che può essere determinante per il successo o l'insuccesso dell'operazione. Attraverso la fase di

---

<sup>64</sup> F. Beltrame, R. Cappelletto, op. cit., 2013, pag. 138

<sup>65</sup> Per la classificazione delle sinergie in generiche, endemiche e specifiche si confronti M. Massari, L. Zanetti, op. cit., 2008, pag. 402-403; F. Beltrame, R. Cappelletto, op. cit., 2013, pag.138

integrazione, infatti, è necessario far convivere due realtà che precedentemente erano autonome e distinte giuridicamente e strutturalmente e questo può essere semplificato se gli obiettivi e la mentalità – in altre parole, la cultura – sono gli stessi.

Ma facciamo un passo indietro.

In alcuni casi i benefici attesi da un'operazione di M&A si ottengono solo in presenza di particolari caratteristiche e presupposti, osservabili, ad esempio, nell'ambito di specifiche operazioni tra imprese appartenenti allo stesso settore (come quelli appena visti); in altri casi, invece, questi possono essere ottenuti da un numero considerevolmente alto di acquirenti.

A seconda dell'ambito della loro manifestazione, è possibile, quindi, distinguere quattro tipologie di benefici:

- Sinergie di carattere generico, che si riferiscono a un elevato numero di acquirenti, dal momento che possono essere conseguiti anche in assenza di interrelazioni o affinità di carattere operativo o di mercato tra le due banche.

Un tipico esempio è rappresentato dai benefici che si manifestano in seguito alla sostituzione dell'*incumbent management* con un nuovo management che sia più competente ed efficiente.

I benefici presi in considerazione possono essere ottenuti sia da quelli che abbiamo chiamato acquirenti strategici, sia dagli acquirenti finanziari (i fondi di *private equity*, ad esempio).

- Sinergie di carattere endemico, basate sulla presenza di affinità sul piano organizzativo o tecnologico, che si osservano di solito tra imprese appartenenti allo stesso settore o alla stessa area di business, di cui abbiamo parlato precedentemente.
- Sinergie di carattere specifico, che si riferiscono a vantaggi unici, che possono dipendere sia da affinità di business sia da elementi e peculiarità specifiche delle imprese coinvolte.

Tra i primi benefici rientrano le sinergie di business, che permettono alla banca di ampliare la propria gamma di servizi e prodotti offerti o addirittura di ampliare l'attività caratteristica di *retail, corporate e commercial banking* verso altre attività. Queste

scelte rientrano in un'ottica di diversificazione strategica, oltre che di condivisione delle *core competence* e delle competenze del capitale umano aziendale. Tra i benefici "unici", inerenti alle specificità delle imprese e in particolare della *target*, rientra invece la localizzazione delle attività della *target* rispetto a quelle dell'acquirente, che può essere sfruttata in una duplice direzione: da una parte, le banche possono consolidare la propria posizione a livello territoriale, acquisendo banche e istituti di credito in territori limitrofi o comunque all'interno del perimetro nazionale; dall'altra, possono oltrepassare i confini, ponendo la loro attenzione su acquisizioni *cross-border* di banche estere.

Un altro beneficio di carattere unico è il vantaggio competitivo che si può ottenere dall'acquisizione di una particolare *target*, dato, ad esempio, dalla clientela di nicchia, dal posizionamento all'interno di un segmento di mercato oppure dalla reputazione e dal *brand*. Chiaramente, in quest'ultimo caso devono verificarsi i presupposti perché l'acquisizione possa avere luogo dal momento che difficilmente una banca di successo riesce ad essere acquisita.

- Sinergie di carattere privato, a favore degli azionisti o dei manager di controllo, che si sviluppano in seguito a rapporti contrattuali rinvenibili dal controllo dell'impresa. Ci sono dei benefici privati che portano alla decurtazione dei flussi *stand alone*; altri, invece, non hanno nessun effetto sui flussi aziendali. I primi riguardano ad esempio le remunerazioni a favore degli azionisti-manager superiori agli standard del mercato o l'uso privato di beni aziendali; gli altri possono riguardare per esempio quei benefici privati che originano dalla possibilità di sfruttare, per i propri fini, informazioni riservate o relazioni di affari, oppure dalla possibilità di utilizzare le risorse intangibili dell'impresa (*know how*, brevetti, marchi, reti commerciali) ai fini dello sviluppo di altri business non legati all'impresa.

### 3.5.2 Sinergie operative e finanziarie

Per calcolare il valore delle sinergie e, di conseguenza, quantificarne l'impatto sul valore di acquisizione è necessario effettuare un'ulteriore suddivisione, che prescindendo dall'ambito della loro manifestazione. In generale, le sinergie si possono suddividere in due grandi categorie: quella delle sinergie operative e quella delle sinergie finanziarie<sup>66</sup>. Nella prima categoria l'impatto sul valore deriva esclusivamente da un incremento dei flussi di cassa prospettici; nella seconda l'impatto scaturisce dalla possibilità di diversificazione del rischio, dalla maggior capacità di credito e dai benefici fiscali.

In particolare, le sinergie operative, che si manifestano soprattutto in operazioni di M&A riguardanti imprese con servizi e prodotti affini, concorrenti o sostitutivi, comprendono:

- Economie di scala: la fusione di due imprese può dar luogo ad efficienze di costo nella parte produttiva, nella parte distributiva e logistica e/o nella parte amministrativa, grazie ad una maggiore forza contrattuale nei confronti dei fornitori, di una riduzione del personale o di un miglior sfruttamento della capacità produttiva;
- Incremento del controllo dei prezzi: la conquista di maggiori quote di mercato può ridurre la competizione sui mercati di vendita e su quelli di approvvigionamento, traducendosi in maggiori margini e flussi operativi;
- Incremento dei tassi di crescita: può verificarsi in virtù delle migliori opportunità di mercato rivolte a imprese di più grande dimensione, sia nel settore di competenza che in nuovi settori;
- Combinazione di punti di forza funzionali: deriva dalla possibilità di combinare capacità, competenze e risorse aziendali differenti (tecniche, manageriali, organizzative ecc.).

---

<sup>66</sup> Per la classificazione delle sinergie in operative e finanziarie si confronti G. Calori, *Il valore della sinergia*, [www.intesasanpaoloimprese.com](http://www.intesasanpaoloimprese.com)

Nella prima categoria di sinergie, dunque, l'effetto sul valore deriva da un incremento dei flussi di cassa prospettici, dato dal miglioramento dei flussi di cassa delle attività esistenti, dalla creazione di nuovi flussi in virtù della crescita dimensionale, o da entrambi i casi.

Le sinergie finanziarie, invece, comprendono:

- Incremento della capacità di credito: si può verificare quando la fusione di due aziende rende più stabili e prevedibili i flussi di cassa generati (ad esempio, quando operano entrambe in settori anticiclici). Tale maggior stabilità dei flussi e dei risultati fa percepire ai finanziatori l'attività come meno rischiosa, i quali sono disposti ad incrementare i volumi di finanziamento e/o a ridurre il loro costo, riducendo così il costo medio ponderato del capitale;
- Incremento della capacità di investimento: può avvenire quando la fusione coinvolge un soggetto con buone disponibilità di cassa, ma tassi di ritorno limitati sugli investimenti, ed un altro soggetto che propone invece progetti interessanti, ma è limitato da restrizioni sul credito e, per questo motivo, non è in grado di realizzarli;
- Beneficio fiscale: con la fusione di due imprese emergono maggiori valori delle attività, che si traducono in un vantaggio nell'utilizzo di maggior ammortamenti. Altro vantaggio è dato dall'eventuale disponibilità di perdite pregresse da parte di una delle due imprese, che può essere vista come un'ulteriore fonte di efficienza finanziaria che riduce l'imponibile complessivo, qualora l'impresa non abbia redditi sufficienti per utilizzarle;
- Diversificazione dei rischi: probabilmente questa è la motivazione più discussa e controversa, visto che spesso porta ad una minore focalizzazione sulle attività, con un effetto netto negativo, anziché positivo. È infatti preferibile per un investitore diversificare il portafoglio acquistando azioni di società diverse, piuttosto che aziende.

In questa seconda categoria, invece, l'effetto sul valore deriva sia dall'incremento dei flussi di cassa attesi, sia dalla riduzione del costo del capitale.

### 3.6 La valutazione delle sinergie

#### 3.6.1 Il calcolo delle sinergie operative

Nella teoria c'è un potenziale per lo sviluppo di sinergie operative in ogni singola operazione di M&A. Nella pratica, però, i pareri degli studiosi sono contrastanti: alcuni sostengono che la loro valutazione sia troppo dubbia e incerta ed è, quindi, preferibile indicarla come nulla; altri, invece, ritengono che il grado di incertezza sia simile a quello che si riscontra nelle normali valutazioni del valore dell'equity ed è, quindi, utile e preferibile indicarne un valore, che si basi su ipotesi di crescita e sviluppo delle varie grandezze. Concettualmente, quando tali ipotesi sono formulate con "ragionevole" prudenza, la seconda strada sembra essere di gran lunga preferibile alla prima.

Percorrendo questa seconda strada, la prima cosa da fare è chiedersi quale sarà la forma che queste sinergie potrebbero assumere. Le sinergie, per avere un effetto sul valore, devono riuscire ad influenzare uno dei quattro aspetti fondamentali del processo di valutazione: devono, cioè, creare *cash flow* incrementali degli asset esistenti, tassi di crescita più elevati, periodi di crescita prolungati e/o minore costo del capitale.

In un secondo momento poi, ci si deve chiedere quale sarà il periodo in cui si stima che tali sinergie possano avere effetto sui flussi di cassa. Va sottolineato, a questo proposito, che è raro che le sinergie abbiano conseguenze immediate. Dunque, considerando che il valore delle sinergie non è altro che il valore attuale dei flussi di cassa da queste generate, maggiore è il periodo per la manifestazione delle conseguenze, minore sarà il loro valore.

Per il calcolo delle sinergie operative, è necessario, dunque, rispondere innanzitutto alle precedenti domande. Risulta evidente che a risposte e ipotesi diverse corrisponderanno valori diversi delle sinergie.

Le sinergie di costo normalmente sono più facili da ipotizzare e calcolare rispetto alle sinergie di crescita: la valutazione del risparmio dei costi si limita infatti all'ammontare totale dei costi stessi, mentre la valutazione della crescita, che può derivare da un miglioramento del tasso di ritorno sugli investimenti, dalla possibilità di realizzare una quota maggiore di investimenti



oppure dalla posizione competitiva, dipende dall'esperienza e dalla discrezionalità degli *analyst*.

Entrando nel merito del calcolo, si può utilizzare il modello DCF per attualizzare i flussi di cassa incrementali futuri, derivino questi da un risparmio dei costi o da una crescita.

### **3.6.2 Il calcolo delle sinergie finanziarie**

Come anticipato, una sinergia può dipendere anche da elementi puramente finanziari, come possono essere un beneficio fiscale (minori imposte) dovuto da perdite pregresse o da rivalutazione di attività, una maggior capacità di credito o l'utilizzo di risorse finanziarie per investimenti più importanti e dispendiosi rispetto a quelli correnti.

Nel caso dell'utilizzo delle perdite pregresse il valore della sinergia viene calcolato come attualizzazione dei flussi di cassa futuri delle minori imposte.

Allo stesso modo, si può calcolare il valore della sinergia derivante da rivalutazione delle attività, attualizzando, dunque, i flussi di cassa delle minori imposte dovute ai maggiori ammortamenti.

Altro esempio è il caso di un'operazione tra un'impresa che ha disponibilità liquide ma non ha opportunità di investimento remunerative e un'altra impresa che si trova nella situazione esattamente opposta. In questo caso, il valore della sinergia può essere calcolato come somma attualizzata dei flussi di cassa relativi ai progetti di investimento che non sarebbero stati realizzati in assenza di disponibilità liquide.

### **3.7 Dalle sinergie al valore di acquisizione: il modello di stratificazione del valore<sup>67</sup>**

Indagando il processo che porta all'individuazione del valore di acquisizione di una banca *target*, è emerso che il punto di partenza è dato dall'analisi e dal calcolo del valore *stand alone*, a cui va aggiunto il maggior valore conferito (almeno teoricamente) dalle sinergie ottenibili con

---

<sup>67</sup> Concetto introdotto da M. Massari, op. cit., 1998. Per la redazione del seguente paragrafo sono stati presi come punto di riferimento M. Massari, op. cit., 1998; M. Massari, L. Zanetti, op. cit., 2008; F. Beltrame, R. Cappelletto, op. cit., 2013

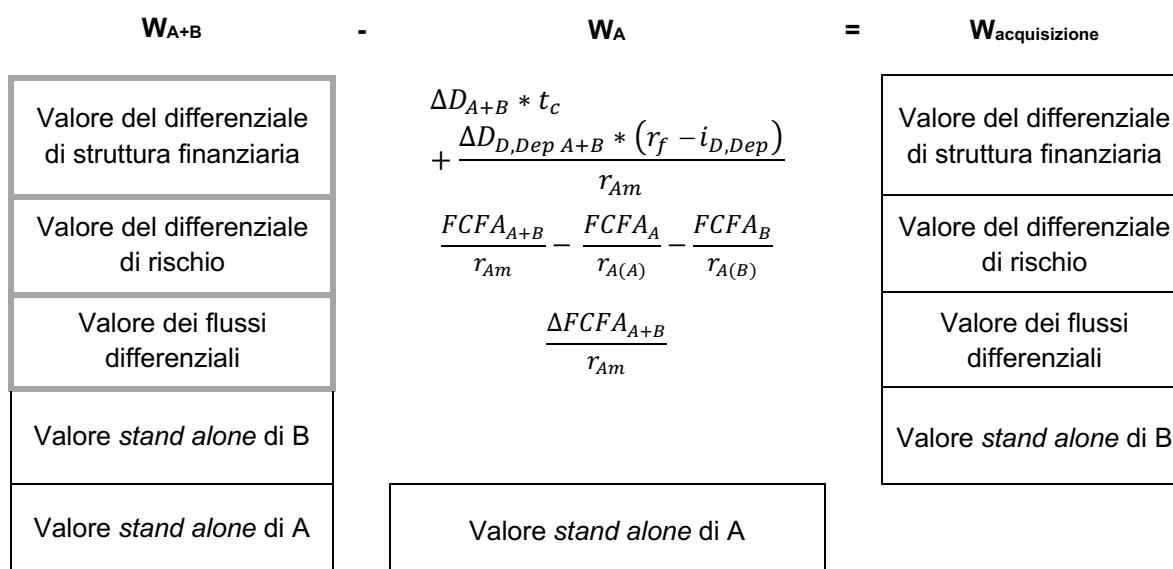
l'operazione di M&A. È evidente, dunque, che la valutazione e il calcolo delle sinergie rappresentino passaggi chiave in ottica dell'individuazione di un corretto valore di acquisizione.

A tal proposito, è possibile fare riferimento al modello teorico della stratificazione del valore, elaborato da Massari, che permette di comprendere e studiare i motivi, le giustificazioni e le valutazioni che portano alla determinazione di un dato valore di acquisizione in un'operazione di M&A, passando per il calcolo delle sinergie. In particolare, tale metodo, come affermano gli ideatori, permette di comprendere meglio, rispetto ai metodi di stima analitici, le logiche giustificative che stanno alla base di queste operazioni, individuando, allo stesso tempo, le diverse aree di rischio con maggior accuratezza.

Il termine stratificazione riesce ad esprimere in modo chiaro ed efficace come si realizza la creazione del valore di acquisizione proponendo l'immagine di una serie di strati che si appoggiano e si accumulano l'uno sull'altro creando la struttura e il valore finale.

La figura 3.2 mostra la suddivisione degli strati, illustrando come i valori entrano in gioco in ciascuno strato.

Figura 3.2 – Il modello di stratificazione del valore



Fonte: M. Massari, L. Zanetti, op. cit., 2008, pag. 376

Il modello proposto, come emerge dalla figura, può essere suddiviso in diverse fasi, ognuna delle quali ha l'utilità di valorizzare un singolo strato.

Prima di valorizzare ciascuno strato, va sottolineato che il modello, in questa sede, verrà riadattato sulla base dell'*Asset Mark-down Model*, discusso e approfondito nel capitolo precedente, in modo da ottenere dei risultati che siano compatibili e coerenti con le peculiarità specifiche delle banche. Le ipotesi sottese a questo modello, dunque, sono:

- Si tratta di un modello *asset side*, che considera quindi i flussi di cassa – in questo caso – derivanti dalle attività (FCFA);
- I benefici dello scudo fiscale e del *mark-down* vengono considerati separatamente;
- Si assume che i flussi siano rendite perpetue, per semplicità di calcolo;
- Si ipotizza, per lo stesso motivo, che il debito rimanga costante nel periodo considerato.

### **Prima fase: Determinazione dei valori *stand alone* dell'acquirente (A) e della *target* (B)**

Per la determinazione dei valori *stand alone* della banca acquirente e della *target* si farà riferimento all'approccio valutativo *Asset Mark-down Model* in forma aggregata.

$$W_{stand\ alone\ A+B} = \left( \frac{FCFA_A}{r_{A(A)}} + D_{D,DepA} \frac{r_f - i_{D,DepA}}{r_f} + \frac{D_{D,DepA} * i_{D,DepA} * t_c}{r_f} + D_{D,Non\ DepA} * t_c \right) + \left( \frac{FCFA_B}{r_{A(B)}} + D_{D,DepB} \frac{r_f - i_{D,DepB}}{r_f} + \frac{D_{D,DepB} * i_{D,DepB} * t_c}{r_f} + D_{D,Non\ DepB} * t_c \right) \quad (3.1)$$

In cui:

FCFA = *free cash flow from assets* per A e B, rispettivamente;

$r_A$  = tassi di attualizzazione per A e B, rispettivamente;

$D_{D,Dep}$  = valore nominale dei depositi;

$D_{D,Non\ Dep}$  = valore di mercato delle forme di finanziamento diverse dai depositi;

$r_f$  = tasso *risk-free*;

$i_{D,Dep}$  = tasso di rendimento dei depositi, in genere inferiore al tasso *risk-free*;

$t_c$  = aliquota dell'imposta societaria.

L'applicazione di questo approccio rappresenta la prima di una serie di fasi che porteranno, in conclusione, alla determinazione del valore di acquisizione.

I due valori, calcolati separatamente, vengono poi sommati, ottenendo il valore aggregato delle due banche ( $W_{A+B}$ ). Tuttavia, seppur aggregato, il valore mantiene comunque un'ottica *stand alone*, dal momento che le due banche sono considerate e valutate come realtà separate l'una dall'altra, non contemplando quindi, in questo primo momento, tutte le potenziali sinergie che si potranno generare.

Le fasi successive prevedono la determinazione di tre *driver* di valore, che riassumono gli effetti e le conseguenze – in altre parole, le sinergie – dell'integrazione delle attività della *target* e quelle dell'acquirente:

- un effetto differenziale di quantità, vale a dire in termini di flussi di risultato incrementali che si produrranno in capo all'acquirente dopo l'operazione.
- un effetto differenziale di qualità, vale a dire in termini di profilo di rischio dell'impresa acquirente;
- un effetto differenziale sulla capacità di ottenere credito, nel caso in cui il profilo di rischio conseguente all'operazione consente di aumentare la leva finanziaria.

Il primo effetto fa riferimento alle sinergie operative; mentre gli altri due si riferiscono alle sinergie finanziarie, così come descritte precedentemente.

**Effetto quantità.** Per quanto riguarda l'effetto differenziale di quantità, normalmente, non si genera una semplice somma tra i flussi dell'acquirente e quelli della *target*, ma si genera un valore ulteriore frutto dei processi di integrazione, dovuto alle cosiddette sinergie operative. Per praticità i flussi derivanti da tali sinergie si suddividono in tre tipologie:

- i flussi incrementali che si riferiscono al potere di mercato, che derivano dal consolidamento o dall'accrescimento della propria quota di mercato, con effetti e conseguenze a livello di ricavi, concorrenza e prezzi. Sono i più difficili da stimare, ma sono anche quelli tenuti in maggior considerazione. Molte delle acquisizioni tra banche hanno come scopo proprio questo tipo di risultati, rafforzando il proprio potere in aree limitrofe o in aree di mercato ancora poco intaccate dalla concorrenza;
- i flussi incrementali che si riferiscono alla razionalizzazione aziendale (organizzativa e strutturale), derivanti dall'efficienza maggiore raggiunta nelle diverse funzioni aziendali;
- i flussi incrementali che si riferiscono agli *intangibles*, che derivano dalla possibilità per l'acquirente di utilizzare il capitale immateriale, il know-how, la reputazione, il marchio, i rapporti con i clienti, le procedure, la cultura aziendale, il capitale umano, solo per dirne alcuni, della *target*. Nel caso delle banche il portafoglio clienti è essenziale, così come l'aspetto reputazionale. Essere in grado di ereditare beni immateriali di questo tipo, saperli sfruttare ed utilizzare nel migliore dei modi significa non solo aver fatto un buon affare, ma soprattutto aver incrementato il valore della propria banca.

**Effetto qualità.** Ci si aspetta, spesso, che le operazioni di M&A apportino, grazie alla crescita dimensionale, maggiore solidità e dunque una percezione del rischio inferiore da parte del mercato, oltre ad un rischio inferiore interno. In entrambi i sensi, la minore rischiosità presuppone che le operazioni debbano avere una logica strategica studiata e solida, altrimenti, oltre a diverse problematiche a livello interno, anche il mercato potrebbe non reagire in maniera positiva. Nella realtà bancaria (e finanziaria in genere) non è raro che questo caso si verifichi, a causa di stime e valutazioni errate.

Nell'ottica bancaria il profilo di rischio è uno degli aspetti più rilevanti: si pensi, ad esempio, al *rating*, alle ripercussioni sulla fiducia, sulla credibilità e sull'affidabilità, non solo nei confronti dei clienti, ma anche degli altri istituti di credito, società di assicurazioni e intermediari in generale. La percezione di un rischio più elevato, infatti, potrebbe tradursi in una situazione

molto pericolosa, che può portare, nel caso estremo, la banca al collasso. Si tratta, pertanto, di un aspetto indispensabile in tema di operazioni di M&A, da considerare e stimare attentamente.

**Effetto finanziario.** L'effetto finanziario si collega strettamente all'effetto qualità, dal momento che, di norma, il miglioramento del profilo di rischio si riflette nell'ottenimento più agevole di finanziamenti. Ma non finisce qui, infatti, tale effetto comprende anche la possibilità di aumentare la leva finanziaria e, in questo modo, di godere da una parte dei benefici fiscali che comporta la deducibilità degli interessi passivi e dall'altra dei benefici del *mark-down*. Spesso, con l'integrazione di due o più banche, si instaurano rapporti che consentono di godere di altri benefici quali condizioni di finanziamento, servizi e prodotti finanziari più vantaggiose.

### **Seconda fase: Determinazione del valore dei flussi differenziali**

$$W_{diff. flussi} = \frac{\Delta FCFA_{A+B}}{r_{Am}} \quad (3.2)$$

Dove  $\Delta FCFA_{A+B}$  rappresenta il valore dei flussi incrementali derivanti dalle sinergie realizzabili e ottenibili grazie all'integrazione delle due realtà bancarie, i quali vengono attualizzati al tasso  $r_{Am}$ , modificato per tenere conto del rischio, in genere minore, subito dalla nuova banca in seguito all'operazione di M&A. Il tasso  $r_{Am}$  viene stimato calcolando la media ponderata dei tassi relativi all'acquirente e alla *target* pesata in relazione ai valori attuali dei flussi generati dalle due banche. Il tasso medio, così ottenuto, dovrà poi essere corretto in relazione all'attenuazione o meno del rischio della nuova impresa. Se il rischio sarà attenuato l'effetto sul tasso sarà positivo; al contrario, sarà negativo.

Attraverso questa formula, si riesce a stimare il valore dei flussi incrementali generati dalla nuova realtà bancaria, dovuti principalmente alle sinergie che hanno preso forma.

### Terza fase: Determinazione del valore del differenziale di rischio

$$W_{diff. rischio} = \frac{FCFA_{A+B}}{r_{Am}} - \frac{FCFA_A}{r_{A(A)}} - \frac{FCFA_B}{r_{A(B)}} \quad (3.3)$$

Dove  $FCFA_{A+B}$  rappresenta il flusso di cassa derivante dalle attività prodotte dall'acquirente e dalla *target* una volta integrate, mentre  $r_{Am}$  rappresenta, come anticipato, il tasso di attualizzazione modificato, cioè il tasso della nuova realtà bancaria generata tramite l'operazione di concentrazione e integrazione. Esso sarà minore se nella realtà risultante ci sarà un'attenuazione di alcuni specifici fattori di rischio operativo e finanziario.

Una volta attualizzati i flussi di cassa delle attività "integrate" al tasso  $r_{Am}$  a questi bisognerà sottrarre i flussi di cassa dell'acquirente e della *target* rispettivamente attualizzati al loro tasso.

### Quarta fase: Determinazione del valore del differenziale di struttura finanziaria

$$W_{diff. st. finanz.} = \Delta D_{A+B} * t_c + \frac{\Delta D_{D,Dep A+B} * (r_f - i_{D,Dep})}{r_{Am}} \quad (3.4)$$

Dove per  $\Delta D_{A+B}$  si intende l'indebitamento netto incrementale che la nuova realtà bancaria può sopportare grazie all'operazione di M&A. Tale incremento da una parte è dato da dall'incremento del debito diverso dai depositi e dall'altra dall'incremento dei depositi stessi ( $\Delta D_{D,Dep A+B}$ ), il quale permette di godere, oltre che del beneficio dello scudo fiscale, anche del beneficio dovuto al *mark-down* ( $r_f - i_{D,Dep}$ ).

Una volta ottenuto il valore di ogni "strato" è possibile procedere all'aggregazione degli stessi. Al valore della banca *target* (B) in ottica *stand alone* viene sommato il valore dei flussi incrementali ottenibili dall'operazione, il valore derivante dall'attenuazione della rischiosità e il

valore derivante dalla possibilità di incrementare il grado di indebitamento, ottenendo in questo modo il valore di acquisizione della *target*.

Nonostante si tratti, come detto, di un modello che si basa su delle ipotesi rilevanti, esso risulta in ogni caso utile per cogliere gli apporti delle singole aree, in particolare dei benefici del *mark-down* e delle sinergie, che concorrono alla formazione del valore finale.

### 3.7.1 Valore di acquisizione di partecipazioni di controllo. Alcuni cenni

Un problema che coinvolge studiosi e analisti riguarda il valore di acquisizione da attribuire alle cosiddette partecipazioni di controllo, con ciò intendendosi quelle partecipazioni che non rappresentano la totalità del capitale dell'impresa *target*, ma che sono comunque tali da garantire il controllo o l'influenza sulle scelte di gestione.

In genere, si ritiene che a tali partecipazioni debba essere riconosciuto un valore più che proporzionale rispetto alla quota di capitale che rappresentano. Ciò avviene perché il controllo di un'azienda, seppur non totale, ha indubbiamente dei vantaggi, consentendo di sfruttare risorse, occasioni e sinergie, di cui diversamente non si potrebbe godere. Si sta parlando dei cosiddetti benefici privati citati in precedenza (premio per il controllo).

Il valore di acquisizione, quindi, sarà determinato dai flussi di cassa *stand alone*, dai flussi differenziali prodotti dalle sinergie ottenibili dall'acquisizione e dai flussi riferibili ai benefici privati. Questi ultimi non sono altro che benefici, di natura monetaria e non monetaria (come, ad esempio, il potere di decidere gli indirizzi strategici o la quotazione in borsa) di cui godono gli azionisti-manager di controllo.

Tradotto in formula, il valore di acquisizione sarà pari a:

$$W_{\alpha} = (W_s + W_d) * \alpha + W_{PB*} + (1-\alpha) * W_{PB} \quad (3.5)$$

Dove:

$\alpha$  = quota di controllo;

$W_s$  = valore *stand alone* della *target*;



$W_d$  = valore delle sinergie ottenibili;

$W_{PB}$  = valore dei benefici privati che non hanno effetto sui flussi *stand alone*;

$W_{PB^*}$  = valore dei benefici privati che hanno effetto sui flussi *stand alone*.

Il valore *stand alone* e il valore delle sinergie, ai fini della valutazione della partecipazione, pesano in proporzione alla quota di controllo che effettivamente si andrà a detenere ( $\alpha$ ).

Il valore dei benefici privati che non hanno effetto sui flussi aziendali rappresentano, invece, una costante, che non dipende quindi dalla quota detenuta. Al contrario, il valore dei benefici privati che hanno un effetto negativo sui flussi e sul valore dell'impresa pesano in misura decrescente rispetto ad  $\alpha$ .

Questo per sottolineare che il valore delle partecipazioni di controllo, pur dipendendo in maniera proporzionale dal valore *stand alone* e il valore delle sinergie, deve tenere in considerazione il peso dei benefici privati, soprattutto quelli che non hanno effetto sul valore dell'impresa. Essendo costanti, infatti, garantiscono la possibilità di sfruttare certamente e appieno i relativi benefici.

È proprio questo che giustifica il pagamento di una somma più che proporzionale per l'acquisizione di pacchetti di controllo.

## CAPITOLO 4

# Il caso: la fusione tra Banco Popolare e BPM

### 4.1 Introduzione

Nel quarto e ultimo capitolo verrà proposta l'applicazione alla pratica di quanto è stato fin qui spiegato e analizzato nella teoria.

Alla luce dei concetti e delle spiegazioni esposte, il tentativo sarà quello di applicare il modello di stratificazione del valore, elaborato da Massari e riadattato da chi scrive sulla base e sugli schemi del modello di valutazione *Asset Mark-down Model*, ad un caso pratico in un ambito particolare com'è quello bancario. Se da una parte Massari non ha mai precluso l'applicazione di tale modello alle banche o ad altre aziende finanziarie, è anche vero dall'altra parte che i casi applicativi proposti in genere fanno riferimento ad aziende industriali e commerciali. Si ritiene, tuttavia, di non aver operato forzature nell'applicazione del modello dal momento che quest'ultimo ha come pregio quello di considerare e stimare i vari strati separatamente, permettendo di identificare man a mano quali sono le varie sinergie che si creano e quali sono gli effetti e gli impatti che esse possono avere sul risultato finale.

Il caso pratico preso in esame è rappresentato dalla fusione che vede coinvolte Banco Popolare e Banca Popolare di Milano a seguito della riforma delle banche popolari del 2015. La scelta è ricaduta proprio su questa fusione poiché, dando vita al terzo polo bancario italiano dopo Unicredit e Intesa Sanpaolo, viene considerata come il caso di M&A più significativo nel nostro panorama bancario degli ultimi anni, ma di questo si avrà modo di parlare meglio in seguito.

Obiettivo finale del capitolo, dunque, sarà quello, attraverso il modello di stratificazione del valore applicato ai valori post-fusione, di ottenere il valore dei benefici sinergici che si sono generati dalla fusione e dall'integrazione tra Banco Popolare e Banca Popolare di Milano e di confrontare poi tale valore con quello stimato dai manager pre-fusione in fase di redazione del piano strategico e industriale.

## 4.2 Il sistema bancario italiano negli ultimi anni

Il 2015 e il 2016 sono stati anni di cambiamento e di svolta per il sistema bancario italiano. Il settore è stato interessato, infatti, da importanti novità regolamentari, sia a livello europeo (*Bank Recovery and Resolution Directive, Guidance on NPL, IFRS9, MIFID2, ecc.*), sia, soprattutto, a livello nazionale, con la riforma delle banche popolari e delle banche di credito cooperativo, da cui ha avuto inizio un'ondata di aggregazioni e integrazioni tra gli istituti, terminata con la costituzione dei grandi gruppi bancari popolari e cooperativi. Affianco a queste riforme sono stati proposti e promossi altri interventi, come, ad esempio, la velocizzazione dei tempi di recupero dei crediti deteriorati (o *Non Performing Loans*), i quali al termine della crisi economico-finanziaria risultavano più alti in Italia che in altri Paesi europei. Il Governo si è mostrato, quindi, fin da subito cosciente e consapevole dei principali limiti del sistema bancario italiano, tra cui l'eccessiva frammentazione dell'offerta, la scarsa disponibilità di fonti finanziarie alternative al credito bancario e i tempi eccessivi di recupero dei crediti deteriorati, intervenendo con una strategia fondata su due pilastri: il consolidamento del settore bancario attraverso le suddette riforme delle banche popolari e di credito cooperativo e la riduzione del tempo di recupero dei crediti deteriorati con l'introduzione di importanti misure volte a semplificare e snellire gli adempimenti e le procedure.

Le novità regolamentari, sia europee che nazionali, hanno determinato significativi cambiamenti che si sono riflessi sui modelli di business bancari.

I modelli tradizionali, nello scenario macroeconomico così delineato, sembravano non generare più adeguati livelli di marginalità ed efficienza. L'industria bancaria ha quindi cominciato a reagire per ripensare e riformulare il proprio modello di business, cominciando, da una parte dalla razionalizzazione e dall'efficientamento degli assetti strutturali, distributivi e organici e dall'altra dal contenimento e dal presidio dei rischi, attraverso interventi quali la riduzione dei crediti deteriorati, il rafforzamento dei livelli di patrimonializzazione e dei *capital ratio* e l'incremento delle coperture.

Oltre alla forte pressione regolamentare, le imprese bancarie italiane si sono trovate a dover reagire anche ai continui cambiamenti e alle continue sfide poste dall'evoluzione della

domanda e delle modalità di fruizione dei servizi bancari da parte della clientela, dal processo di innovazione tecnologica e di digitalizzazione e dalla forte pressione competitiva con l'ingresso nel settore degli operatori fintech e dei *digital champions* (Google, Amazon, ecc.). In tale contesto si sono sviluppati dei nuovi modelli bancari di business alternativi e innovativi, che offrono servizi finanziari a carattere digitale, con implicazioni in termini di sviluppo sia alle modalità di erogazione dei servizi ai clienti sia all'automazione dei processi interni. I modelli bancari tradizionali si sono trovati, dunque, a dover rivedere il proprio perimetro e le proprie attività per capire quali strategie di cooperazione e collaborazione vadano intraprese con questi nuovi *player* non tradizionali per non perdere il proprio vantaggio competitivo agli occhi della clientela, diventata sempre più *digital*.

Pressione competitiva, ricerca di efficienza e dimensione, regolamentazione sempre più vincolante e invasiva e necessità di cogliere le opportunità e le sfide poste dalle nuove tecnologie digitali: sono questi i principali fattori che hanno caratterizzato l'evoluzione del sistema bancario negli ultimi anni.

### **4.3 La riforma delle banche popolari**

La riforma delle banche popolari, approvata con il decreto-legge 24 gennaio 2015, n.3, ha aperto la strada al cambiamento e alla modernizzazione del sistema finanziario italiano. La riforma fa riferimento alla forma giuridica e alla *governance* degli istituti, sancendo l'incompatibilità della tradizionale forma istituzionale cooperativa tipica delle banche popolari con l'attività bancaria da esse esercitata, quando tale attività raggiunga un limite individuato nella soglia degli 8 miliardi. Il superamento di tale limite dimensionale implica l'obbligo di ricondurre, entro 18 mesi dall'entrata in vigore delle disposizioni attuative della Banca d'Italia, l'attivo bancario entro la soglia stabilita o di deliberare la trasformazione in società per azioni. È chiaro, sebbene non sia esplicitato, che la trasformazione di una banca popolare soggetta al superamento della soglia degli 8 miliardi possa essere effettuata anche attraverso una più ampia operazione di fusione, da cui derivi una società per azioni.

La ratio sottesa a questa riforma è che la dimensione degli attivi sia direttamente correlata alla complessità dell'attività svolta che, a sua volta, è correlata all'esigenza di adottare sistemi di *governance* e modelli organizzativi che siano adeguati a svolgere correttamente ed efficientemente questa attività. Il tipo societario prescelto – la società per azioni, in questo caso – sta alla base della configurazione del sistema di *governance*, condizionandone inevitabilmente l'assetto e il funzionamento.

Di conseguenza, una banca popolare che per dimensioni possa essere assimilata e paragonata ad una banca ordinaria deve adottare un sistema di *governance* e perciò, a monte, un tipo societario che siano adeguati e coerenti con la sua capitalizzazione e le sue dimensioni.

Le banche popolari italiane interessate alle nuove disposizioni, già in sede di loro prima applicazione sono dieci e rappresentano, prendendo come riferimento il valore totale degli attivi, il 90% del settore<sup>68</sup>.

Ubi è stata la prima a trasformarsi in società per azioni, seguita da Banca Popolare di Vicenza, Veneto Banca, Banca Popolare dell'Emilia-Romagna e Banca Popolare di Sondrio. È stato poi il turno di Banca Popolare di Milano e Banco Popolare, dalla cui fusione è nato il terzo polo bancario italiano dopo Unicredit e Intesa Sanpaolo. È toccato infine a Credito Valtellinese, Banca Popolare dell'Alto Adige e Banca Popolare di Bari.

Lo stesso decreto, inoltre, si rivolge anche alle restanti banche popolari "sotto soglia", con l'obiettivo, ancora una volta, di migliorarne la *governance*.

Più che con una riforma delle banche popolari si ha a che fare piuttosto con un provvedimento di vera e propria ristrutturazione del sistema bancario nella sua totalità. L'economia italiana, infatti, in un periodo e in un contesto del genere, da una parte ha bisogno di banche efficienti, patrimonialmente solide e a loro agio nel mercato internazionale mentre, dall'altra parte

---

<sup>68</sup> Di queste dieci banche, sei sono quotate e tre hanno azioni diffuse tra il pubblico. Si vedano elencate nella tabella riportata in calce all'intervento del Direttore Generale della Banca d'Italia, S. Rossi, *Audizione nell'ambito dell'istruttoria legislativa sul disegno di legge C. 2844, di conversione in legge del decreto-legge n. 3 del 2015, recante misure urgenti per il sistema bancario e gli investimenti*, Roma, 17 febbraio 2015, pag. 17.

continua comunque ad avere bisogno di banche piccole, cooperative e territoriali al servizio del tessuto di risparmiatori e di imprese che rimangono piccole, le quali dovranno essere, anche loro, più sane ed efficienti.

#### **4.4 Fusione Banco Popolare e Banca Popolare di Milano**

Il processo di ristrutturazione e di rinnovamento del sistema bancario italiano avviato dal Governo con la riforma delle banche popolari, come abbiamo detto, ha aperto la strada ad una serie di aggregazioni e fusioni tra le banche popolari italiane.

Prima fra tutte, ad un anno di distanza dalla riforma, la fusione – e conseguente trasformazione in società per azioni – di Banco Popolare e Banca Popolare di Milano (da qui BPM), che ha dato vita, a partire dal primo gennaio 2017, al terzo polo bancario italiano dopo Intesa Sanpaolo e Unicredit.

Tale fusione, che rappresenta la maggior operazione di aggregazione tra gruppi bancari italiani degli ultimi 10 anni e la prima nell'ambito della riforma delle banche popolari, è un evento particolarmente rilevante per il settore bancario e, in generale, per l'intero sistema economico italiano: non è un caso, infatti, che sia stata scelta come oggetto di analisi del presente elaborato.

Oltre alle riforme promosse dal Governo, che inevitabilmente hanno favorito i processi di aggregazione, il contesto in cui si inserisce la fusione, come accennato, è caratterizzato da ulteriori *driver* e spinte evolutive, quali l'innovazione e il progresso tecnologico, la globalizzazione e la liberalizzazione dei mercati finanziari, l'armonizzazione della regolamentazione e la maggior apertura del mercato italiano a operatori e capitali esteri, che rendono ancor più necessari degli interventi aggregativi volti a mantenere o ad acquisire maggior competitività.

In un contesto del genere, risulta quindi di fondamentale importanza, come sottolinea anche l'amministratore delegato di BPM Marco Castagna<sup>69</sup>, per gli istituti bancari di medie dimensioni mettere in atto processi aggregativi che da una parte rafforzino e migliorino la competitività e dall'altra preservino le caratteristiche e le specificità che ciascuna banca presenta a livello locale, in termini sia di competenze che di legami territoriali.

L'obiettivo della fusione è quindi quello di creare un nuovo polo bancario, il Banco BPM, che, pur mantenendo le proprie radici di banca territoriale, riesca ad estendersi in tutta Italia e, soprattutto, nel nord, ottenendo una posizione di leadership nelle regioni più ricche. Solo i grandi gruppi bancari, ribadisce Castagna, riescono infatti ad ottenere le risorse tecniche ed economiche necessarie per poter competere in un mercato bancario concorrenziale, tecnologico e in crescita com'è quello attuale. È a partire da questi presupposti che è nata dunque l'esigenza per le due banche di ampliare le proprie dimensioni, fondendosi.

#### **4.4.1 Soggetti coinvolti nella fusione: Banco Popolare**

Il Banco Popolare, con sede a Verona, è la capogruppo del Gruppo Banco Popolare che, ispirata dai principi del credito popolare, svolge, anche attraverso le proprie controllate e partecipate, attività di raccolta del risparmio e di esercizio del credito nelle sue varie forme, *private e investment banking, merchant banking, asset management, leasing, bancassurance* e credito al consumo, sia nei confronti dei propri soci che dei non soci, prestando particolare attenzione ai territori di storico radicamento, alle piccole e medie imprese, alle cooperative e alle famiglie.

Il Gruppo Banco Popolare si compone così:

- Banco Popolare che, oltre a svolgere in veste di capogruppo le funzioni di governo, di coordinamento e di controllo delle varie società controllate, a seguito dell'integrazione

---

<sup>69</sup> Si confronti l'intervista rilasciata il 3 ottobre 2016 da Marco Castagna al *Sussidiario.net* – *il quotidiano approfondito*: <https://www.ilsussidiario.net/news/economia-e-finanza/2016/10/3/l-intervista-castagna-bpm-la-fusione-con-il-banco-popolare-e-decisiva-per-noi-e-per-il-sistema-italia/726046/>

con le Banche del Territorio<sup>70</sup>, ricopre anche il ruolo di banca operativa nello svolgimento dell'attività di credito e di distribuzione dei prodotti finanziari. A seguito dell'integrazione con Banca Italease<sup>71</sup>, in coordinamento con le società da quest'ultima controllate, il Banco gestisce il portafoglio del leasing attraverso la neocostituita divisione di leasing.

- Banca Aletti che opera nei settori del *private banking* e dell'*investment banking*;
- Le società prodotte, tra cui Aletti Gestielle SGR che opera nell'*asset management*, Italease Gestione Beni e Release, operanti nel settore del leasing unitamente alla divisione leasing della capogruppo, Popolare Vita e Avipop nella *bancassurance* e Agos Ducato nel credito al consumo.

Sulla base dei dati di bilancio alla data del 31 dicembre 2015, il gruppo Banco Popolare è il quarto gruppo italiano in termini di totale attivo (120.509,6 milioni di euro) e di numero di filiali (1.813).

#### **4.4.2 Banca Popolare di Milano**

Il Gruppo BPM, con sede a Milano, è un gruppo bancario attivo in tutti i comparti dell'intermediazione creditizia e finanziaria prevalentemente *retail*, focalizzato quindi principalmente sulla clientela privata e sulle PMI. Svolge, inoltre, attività di raccolta del risparmio e di erogazione del credito, oltre a prestazioni di servizi di investimento, proponendo anche prodotti e servizi di società collegate o di società terze (nell'*asset management* e nella *bancassurance*, ad esempio).

L'attività del gruppo è così articolata:

---

<sup>70</sup> Per Banche del Territorio si intendono la Banca Popolare di Verona S. Geminiano e S. Prospero, la Banca Popolare di Lodi, la Banca Popolare di Novara, la Cassa di Risparmio di Lucca Pisa Livorno, la Banca Popolare di Crema e la Banca Popolare di Cremona, incorporate nel Banco Popolare con effetto dal 27 dicembre 2011 nonché il Credito Bergamasco, incorporato nel Banco Popolare con effetto dal 1° giugno 2014.

<sup>71</sup> Avente efficacia dalla data del 15 marzo 2015.



- *retail banking*, che racchiude i servizi rivolti alla clientela privata e alle PMI<sup>72</sup> offerti da BPM e Banca Popolare di Mantova. Tra i servizi rientra anche l'attività della clientela online, di *private banking*, svolta da BPM e Banca Akros, e di credito al consumo svolta da ProFamily;
- *corporate banking* che comprende i servizi bancari, finanziari e di credito offerti da BPM alle imprese che rientrano nei segmenti di clientela *large corporate*, *upper imprese* e *middle imprese*<sup>73</sup>. Comprende, inoltre, anche l'offerta di servizi di investimento e l'individuazione di opportunità commerciali relative ad operazioni di finanza straordinaria.

BPM è la capogruppo del Gruppo BPM che svolge, oltre all'attività bancaria, anche le funzioni di indirizzo, coordinamento e controllo sulle società finanziarie e strumentali controllate.

Al 31 dicembre 2015 il Gruppo BPM, con 654 filiali sul territorio domestico, presenta un totale degli attivi pari a 50.203,3 milioni di euro.

Nella tabella seguente si riportano i principali dati relativi ai due gruppi nell'esercizio 2015.

Tabella 4.1 – Principali dati relativi all'esercizio 2015



€ mld, %		
<b>Totale attivi</b>	<b>120,5</b>	<b>50,2</b>
Crediti netti alla clientela	78,4	34,2
Raccolta diretta	82,1	37,6
Raccolta indiretta	71,1	34,1
Patrimonio netto tangibile	7,5	4,5
<b>Numero di filiali</b>	<b>1.813</b>	<b>654</b>
<i>Distribuzione geografica</i>		
Nord	75%	83%
Centro	16%	11%
Sud	9%	6%

Fonte: Elaborazione propria sulla base dei dati di bilancio di Banco Popolare e BPM del 2015

<sup>72</sup> Con fatturato inferiore ai 15 milioni.

<sup>73</sup> Con fatturato rispettivamente, maggiore di 250 milioni di euro, compreso tra 50 e 250 milioni di euro e compreso tra 15 e 50 milioni di euro.

Va sottolineato come BPM abbia molti punti in comune con Banco Popolare, primo fra tutti l'elevata complementarità in termini di attività e servizi offerti alla clientela. In entrambi i casi si parla, infatti, di banche commerciali principalmente *retail*, che puntano quindi su una clientela formata da piccole e medie imprese e famiglie, offrendo prodotti e servizi il più possibile mirati e personalizzati. Ciò è reso possibile anche grazie alle limitate dimensioni degli istituti bancari, oltre che al loro radicamento e attaccamento al territorio di riferimento, il quale negli anni è divenuto per entrambi un punto di forza.

Altro punto in comune è rappresentato dalla forte complementarità geografica. È evidente, soprattutto, la forte presenza di entrambe le banche al nord con 1360 sportelli per Banco Popolare e 543 sportelli per BPM.

Come evidenziato nel capitolo precedente, correlazione e complementarità rappresentano due dei fattori chiave per la creazione di valore nelle operazioni di fusione. Quanto più le due banche risultano complementari, tanto più riusciranno nell'intento di condividere risorse, competenze e *know how* che facilitano la creazione e lo sviluppo delle sinergie ricercate.

#### **4.4.3 La creazione del Banco BPM**

La missione che ha spinto Banco Popolare e BPM a fondersi è chiara ed ambiziosa: costituire un gruppo bancario di dimensione nazionale, leader di mercato nei territori e nelle regioni più ricche del Paese, che abbia eccellenti profili di liquidità e solidità patrimoniale, uniti ad una redditività crescente e sostenibile giustificata dal miglioramento dell'efficienza, dalla creazione di sinergie, dalla razionalizzazione dell'offerta di prodotti e servizi e dallo sviluppo della multicanalità.

Gli *highlights* dell'operazione<sup>74</sup> possono essere, quindi, così riassunti:

- Rafforzamento del posizionamento competitivo, per diventare il terzo gruppo bancario italiano;

---

<sup>74</sup> Si veda il Piano Strategico 2016-2019 approvato congiuntamente da Banco Popolare e BPM:

[https://gruppo.bancobpm.it/media/storico-documenti-ante-fusione/2016\\_05\\_16\\_BP\\_BPM\\_ITA\\_Business%20Plan.pdf](https://gruppo.bancobpm.it/media/storico-documenti-ante-fusione/2016_05_16_BP_BPM_ITA_Business%20Plan.pdf)

- Solida posizione patrimoniale;
- Forte generazione reddituale grazie all'ottenimento di rilevanti sinergie a regime;
- Razionalizzazione dei prodotti e ottimizzazione della capacità commerciale;
- Livello di copertura dei crediti dubbi allineato alle *best practices* del mercato italiano.

### ***Forte posizionamento competitivo***

La fusione, come abbiamo detto, darà vita al terzo gruppo bancario in Italia, con una quota di mercato nazionale superiore all'8%.

Il gruppo raggiungerà più di 4 milioni di clienti attraverso una rete distributiva composta da circa 2.500 sportelli e 25.000 dipendenti, riuscendo ad ottenere una posizione di leadership nel nord Italia e, in particolare, in Lombardia (posizionandosi al primo posto tra tutti gli istituti bancari, con una quota di mercato superiore al 15%), in Veneto (con una quota superiore al 9%) e in Piemonte (con una quota superiore al 12%), tre delle regioni più ricche del Paese.

Inoltre, il nuovo gruppo otterrà la leadership di mercato anche in province di elezione tra cui Verona, Milano, Novara, Bergamo, Lodi e Lucca.

### ***Solidi coefficienti patrimoniali e di liquidità***

Il nuovo gruppo Banco BPM potrà disporre fin da subito di solidi coefficienti patrimoniali e di liquidità. In particolare:

- solida posizione patrimoniale con: CET1 pro-forma *fully phased* pari al 12,3%, inclusivo del prospettato rafforzamento patrimoniale (aumento di capitale di 1 miliardo di euro) da parte di Banco Popolare al fine di dotare il gruppo di una base patrimoniale che fosse adeguata al ruolo e al peso nel panorama bancario italiano ed europeo.
- solida posizione di liquidità con: indici pro-forma di *Liquidity Coverage Ratio* (LCR) e *Net Stable Funds Ratio* (NSFR) superiori al 100%.

### ***Forte incremento del coverage su NPLs***

È stato definito, nell'ambito del piano industriale, un incisivo programma di gestione e riduzione delle sofferenze. Da una parte verrà creata un'unità dedicata alla gestione e al recupero delle sofferenze, volta al rafforzamento delle coperture che saranno allineate ai migliori livelli presenti sul mercato italiano; dall'altra, parallelamente, verrà definito un chiaro piano di riduzione di queste ultime, finalizzato alla realizzazione di cessioni per almeno 8 miliardi di euro.

Si cerca, in questo modo, di ottimizzare l'*Asset Quality* del nuovo gruppo, la quale verrà migliorata ulteriormente dal rafforzamento del presidio dei rischi, attraverso la diversificazione del portafoglio crediti e il consolidamento delle *best practices* in termini di *risk management*.

### ***Significativa creazione di valore***

L'elevata complementarità di Banco Popolare e di BPM, oltre che la natura domestica dell'operazione, ha permesso ai manager delle due banche di fare ipotesi e valutazioni significative in termini di creazione del valore, prevedendo sinergie lorde nell'ordine di circa 460 milioni di euro, che si presume possano realizzarsi entro il 2019.

Tali sinergie derivano da:

- **Sinergie di costo** per circa 320 milioni di euro, che derivano dai minori costi di cui le due banche coinvolte nella fusione possono beneficiare a seguito dell'integrazione delle strutture di *governance* e di direzione, dei sistemi informatici, produttivi e organizzativi, delle reti commerciali, delle risorse umane e così via.

Nello specifico, queste derivano:

- Per circa 140 milioni dalla riduzione del personale;
- Per circa 110 milioni da risparmi sui costi operativi, che derivano, a loro volta, principalmente dalla razionalizzazione delle duplicazioni di spesa e dall'incremento del potere contrattuale;
- Per circa 45 milioni dalla migrazione verso un unico sistema IT, che permetterà di beneficiare di economie di scala;

- E per circa 25 milioni da risparmi su costi diretti e indiretti associati alla chiusura delle filiali che si sovrappongono per prossimità geografica.

Contestualmente devono però essere presi in considerazione anche i costi di integrazione, spesso non irrilevanti e trascurabili, che assorbono parte delle sinergie di costo stimate.

Nel nostro caso i costi di integrazione sono pari a circa 480 milioni (il 150% delle sinergie di costo), valore – come sostengono i manager – in linea con altre operazioni simili, i quali si prevede siano pienamente sostenuti entro il 2018.

- **Sinergie di ricavo**, che derivano dai maggiori ricavi attesi in seguito all'integrazione, per 138 milioni di euro, di cui:
  - Circa 105 milioni nel *corporate*, ottenute sfruttando le aree di eccellenza (come Banca Aletti e Banca Akros) e i benefici derivanti dal rafforzamento della base di capitale e del posizionamento competitivo;
  - Circa 43 milioni nel *retail*, grazie all'allineamento delle *best practices* interne e dei livelli di produttività e all'aumento della specializzazione nei prodotti, nell'"offerta fuori sede" e nel *digital branch*;
  - Circa 10 di potenziali dissinergie di ricavo, derivanti da attriti da parte dei clienti delle filiali oggetto di razionalizzazione e chiusura.

#### **4.5 Struttura dell'operazione di fusione**

L'operazione di fusione tra Banco Popolare e BPM è stata strutturata come una fusione cosiddetta propria, che prevede quindi la costituzione di una nuova società bancaria, denominata Banco BPM, nella forma di società per azioni, in conformità con quanto previsto dalla riforma delle banche popolari.

Inizialmente, l'unione tra le due banche sarà in realtà solo parziale, almeno per quanto riguarda alcune attività. Per conservare l'identità di BPM, infatti, subito dopo la fusione è previsto lo scorporo di alcuni sportelli dedicati alle attività di *retail banking* della Popolare di

Milano nel capoluogo lombardo e nelle province limitrofe, a cui si aggiungeranno alcune filiali del Banco Popolare presenti nelle stesse aree geografiche, e il successivo conferimento degli stessi a favore dell'ex Banca Popolare di Mantova, che prenderà il nome di Banca Popolare di Milano. Di fatto, nascerà quindi una nuova BPM che verrà sottoposta direttamente alla direzione e al coordinamento della capogruppo del nascente terzo polo bancario.

Al fine di consentire alla nuova capogruppo di disporre di una dotazione patrimoniale adeguata al ruolo e al rilievo che il gruppo risultante dalla fusione assumerà nel panorama creditizio italiano, è previsto, inoltre, su richiesta della Banca Centrale Europea, che il Banco Popolare provveda a deliberare un aumento di capitale sociale per un importo complessivo di 1 miliardo di euro<sup>75</sup>. È necessario infatti, come sostiene la BCE, assicurare al nuovo gruppo, coerentemente con il suo ruolo di terzo gruppo bancario del Paese, una posizione forte in termini di capitale e qualità degli attivi, oltre a un livello di copertura dei crediti, che siano in linea con i più elevati standard italiani ed europei.

In seguito alla conclusione dell'operazione di aumento di capitale del Banco Popolare e a una serie di nulla osta da parte dell'Autorità Garante della concorrenza e del mercato, della Banca d'Italia, della BCE e dell'IVASS la fusione ha trovato il suo perfezionamento a partire dal primo gennaio 2017, data di iscrizione presso i competenti registri delle imprese di Verona e Milano dell'atto di fusione, da cui decorrono tutti gli effetti giuridici, contabili e fiscali dell'operazione.

La nuova capogruppo Banco BPM S.p.A., con sede legale a Milano e sede amministrativa a Verona, ha un capitale sociale iniziale pari a 7.100.000.000 euro, rappresentato da 1.515.182.126 azioni ordinarie prive di valore nominale. Le azioni della nuova entità derivante dalla fusione sono state attribuite ai soci delle due banche fuse con effetto da tale data e sono negoziabili in Borsa (sull'MTA<sup>76</sup>) a partire dal primo giorno lavorativo successivo, il 2 gennaio 2017, contestualmente alla revoca dalle negoziazioni delle azioni delle due banche partecipanti alla fusione.

---

<sup>75</sup> Il rafforzamento di capitale prevede la sottoscrizione di un aumento del capitale dell'importo di 996.343.990,56 euro e l'emissione di 465.581.304 nuove azioni Banco Popolare.

<sup>76</sup> Mercato Telematico Azionario, gestito da Borsa Italiana.

#### 4.5.1 Rapporto di cambio

I due termini fusione e acquisizione nei capitoli precedenti sono stati usati, intercambiabilmente, come sinonimi, tuttavia, essi esprimono concetti ben differenti e distinti, soprattutto per quanto riguarda la determinazione del valore di acquisizione. Nel caso di fusione tra due imprese, infatti, l'operazione, che non è regolata tramite cassa, non prevede la stima di un valore di acquisizione, ma la stima di un rapporto di cambio, che esprime il numero di azioni della banca risultante dalla fusione ottenuto per ogni azione delle due banche coinvolte.

Nel progetto di fusione Banco Popolare e BPM sono giunte alla determinazione dei rapporti di cambio, determinati in applicazione dei seguenti rapporti di partecipazione:

- agli attuali azionisti del Banco Popolare sarà assegnato in concambio il 54,626% del capitale sociale della nuova società;
- agli attuali azionisti di BPM sarà assegnato, invece, il restante 45,374% del capitale sociale della nuova società.

Tali rapporti partecipativi portano al seguente rapporto di cambio – inteso come numero esatto di azioni della società risultante dalla fusione da assegnare in concambio alle azioni Banco Popolare e BPM che verranno annullate per effetto della fusione:

- 1 azione della società risultante dalla fusione per ogni azione di Banco Popolare in circolazione al momento dell'efficacia dell'aggregazione, escludendo le azioni emesse a servizio dell'aumento di capitale;
- 1 azione della società risultante dalla fusione per 6,386 azioni di BPM in circolazione al momento dell'efficacia dell'aggregazione<sup>77</sup>.

---

<sup>77</sup> Ai fini della determinazione degli elementi economici della fusione, Banca Popolare si è rivolta ad *advisors* finanziari professionali e indipendenti e, in particolare, a Mediobanca, Bank of America Merrill Lynch e Colombo & Associati, a cui è stato affidato anche l'incarico di verificare la correttezza dei rapporti di cambio. BPM, invece, si è rivolta a Citigroup e Lazard.

#### 4.6 L'andamento post-fusione

A questo punto appare opportuno focalizzare l'attenzione sull'andamento del Gruppo Banco BPM post-fusione, per verificare se gli effetti e gli obiettivi ricercati abbiano già cominciato a manifestarsi nei tempi e nelle misure attese e previste.

Banco Popolare e BPM, come abbiamo detto, si proponevano di raggiungere un forte posizionamento competitivo a livello nazionale e territoriale, soprattutto al nord. Con 2320 sportelli, di cui 1786 al nord, e una quota di mercato superiore all'8%, tale obiettivo è stato raggiunto fin da subito, confermando il posizionamento di Banco BPM come terzo gruppo bancario italiano, dopo Unicredit e Intesa Sanpaolo.

Anche l'obiettivo di una solida posizione patrimoniale e di liquidità è stato raggiunto fin da subito. A tal proposito, basta osservare il valore dei rispettivi coefficienti al 31 dicembre 2017. Per quanto riguarda i coefficienti patrimoniali il *Common Equity Tier 1 (CET1) Ratio* risulta infatti pari al 12,36%, rispetto al 12,3% previsto, mentre per quanto riguarda i coefficienti di liquidità il *Liquidity Coverage Ratio (LCR)*<sup>78</sup> risulta pari a 125,61%, valore superiore rispetto al requisito minimo del 100% richiesto, così come il *Net Stable Funding Ratio (NSFR)*<sup>79</sup>.

Già a partire dal mese di gennaio 2017, inoltre, è stato avviato il progetto *Non Performing Loans (NPLs)* con lo scopo di assicurare il raggiungimento degli obiettivi definiti dal piano industriale in termini di riduzione del portafoglio sofferenze e, parallelamente, di ottimizzazione delle performance di gestione e di recupero. In particolare, è stata creata e attivata una nuova struttura organizzativa esclusivamente dedicata: la NPLs Unit, la quale testimonia una particolare sensibilità e attenzione al credito da parte di Banco BPM. Grazie a questa nuova struttura, nel corso del 2017 sono state perfezionate varie operazioni di cessione pro-soluto

---

<sup>78</sup> Il *Liquidity Coverage Ratio (LCR)* è un indicatore volto a promuovere la resilienza a breve termine del profilo di rischio di liquidità della banca, assicurando che essa disponga di risorse liquide di alta qualità sufficienti per superare una situazione di stress acuto della durata di un mese.

<sup>79</sup> Il *Net Stable Funding Ratio (NSFR)* è un indicatore volto a favorire la resilienza a più lungo termine fornendo alla banca maggiori incentivi a finanziare la propria attività attingendo su base strutturale a fonti di provvista più stabili. Questo indicatore strutturale ha un orizzonte temporale di un anno ed è stato elaborato per garantire che attività e passività presentino una struttura per scadenze sostenibile. "Il suddetto indice, calcolato secondo le più recenti regole fissate dal *Quantitative Impact Study* ed includendo i *certificates a capitale protetto*, è superiore al 100%". Si veda la Relazione finanziaria annuale per l'esercizio 2017 del Gruppo Banco BPM.



delle sofferenze, portando a circa 4,5 miliardi di euro il totale delle cessioni realizzate a partire da inizio anno, le quali rappresentano già più della metà del totale delle cessioni previste entro il 2019 (8 miliardi di euro).

Ultimo obiettivo della fusione, ma non certamente per importanza, era quello di raggiungere una significativa creazione di valore. Questo obiettivo sarebbe stato raggiunto attraverso la crescita dimensionale, il miglioramento dell'efficienza e le sinergie sui costi e sui ricavi derivanti dalla razionalizzazione e dall'ottimizzazione dell'organizzazione.

A livello organizzativo interno la fusione ha comportato la ridefinizione e la razionalizzazione di varie attività: le attività di *private banking* e di *corporate & investment banking* del gruppo sono state accentrate, rispettivamente, in quelle di Banca Aletti e di Banca Akros; le attività di IT e di *back office* della capogruppo e di Banca Akros sono state conferite a favore di SGS BP; le attività *retail* e *corporate* sono state riorganizzate in nuove strutture organizzative che coprono il territorio e le regioni di radicamento del gruppo, in modo da poter garantire al cliente maggior vicinanza e tempestività di risposta.

Cercheremo, dunque, arrivati a questo punto, di individuare e quantificare questa creazione di valore post-fusione, che, più semplicemente, si può ricondurre alla quantificazione delle sinergie realizzate.

#### **4.7 L'applicazione del modello di stratificazione del valore riadattato sull'*Asset Mark-down Model***

Una volta individuati e descritti i *player* coinvolti, con le loro caratteristiche e specificità, e determinate le prospettive e gli obiettivi alla base del *deal* è possibile procedere con l'analisi degli effetti della fusione e, in particolare, delle sinergie realizzate, alla luce del modello di stratificazione del valore.

Si tratta, come abbiamo detto, di un modello *asset side*, il quale è stato modificato e riadattato sulla base dell'approccio *Asset Mark-down Model*, ampiamente discusso nel secondo capitolo, che considera cioè i flussi di cassa delle attività (FCFA) al netto delle imposte.

Il punto di partenza è quindi rappresentato dall'individuazione dei cosiddetti FCFA, che si calcolano a partire dai bilanci d'esercizio di Banco Popolare e BPM pre-fusione, presi separatamente e singolarmente, e di Banco BPM, così come risulta dalla fusione, riclassificati secondo l'*Asset Mark-down Model* in maniera coerente e funzionale all'obiettivo dell'analisi.

#### **4.8 Misurare gli FCFA secondo l'*Asset Mark-down Model***

In questo paragrafo si discuterà come riclassificare stato patrimoniale e conto economico secondo l'approccio *Asset Mark-down Model* al fine di ottenere un rendiconto finanziario che misuri i flussi di cassa prodotti dalle attività (FCFA).

##### **4.8.1 Come riclassificare lo stato patrimoniale**

Il primo passo verso la misurazione dei *free cash flow from assets* (FCFA) è la riclassificazione dello stato patrimoniale. Secondo la letteratura lo stato patrimoniale di una banca va riclassificato seguendo il criterio funzionale, che consiste nel considerare il singolo apporto delle attività e delle passività al conto economico e ai margini operativi. Ciò risponde all'esigenza di individuare le aree di business fondamentali e più redditizie in modo, poi, da poter analizzare e definire le strategie in termini di raccolta e investimento.

Partendo da uno stato patrimoniale bancario redatto secondo i principi contabili internazionali IAS (tabella 4.2), attività e passività possono essere raggruppate all'interno di alcune macroclassi (tabella 4.3).

Tabella 4.2 – Stato patrimoniale bancario redatto secondo i principi contabili internazionali (IAS)

Attivo	Passivo e patrimonio netto
Cassa e disponibilità liquide	Debiti verso banche
Attività finanziarie detenute per la negoziazione	Debiti verso clientela
Attività finanziarie valutate al <i>fair value</i>	Titoli in circolazione
Attività finanziarie detenute per la vendita	Passività finanziarie di negoziazione
Attività finanziarie detenute sino alla scadenza	Passività finanziarie valutate al <i>fair value</i>
Crediti verso banche	Derivati di copertura
Crediti verso clientela	Adeguamento di valore delle passività finanziarie oggetto di copertura generica
Derivati di copertura	Passività fiscali
Adeguamento di valore delle attività finanziarie oggetto di copertura generica	Passività associate ad attività in via di dismissione
Partecipazioni	Altre passività
Riserve tecniche a carico dei riassicuratori	TFR
Attività materiali	Fondi per rischi ed oneri
Attività immateriali	Riserve da valutazione
Attività fiscali	Azioni rimborsabili
Attività non correnti e gruppi di attività in via di dismissione	Strumenti di capitale
Altre attività	Riserve
	Capitale
	Azioni proprie
	Utile d'esercizio
<i>Totale attivo</i>	<i>Totale passivo e patrimonio netto</i>

Tabella 4.3 – Macro-classi di attività e passività

Attivo	Passivo e patrimonio netto
Cassa e disponibilità liquide	Debiti verso banche e clientela
Crediti verso banche	Titoli in circolazione
Crediti verso clientela	Passività finanziarie
Attività finanziarie	TFR
Attività materiali e immateriali	Passività fiscali
Attività fiscali	Altre passività
Altre attività	Patrimonio netto
<i>Totale attivo</i>	<i>Totale passivo e patrimonio netto</i>

Fonte: F. Beltrame, D. Previtali, op.cit., 2016, pag. 85-86

Per quanto riguarda le attività, le principali macro-classi sono:

**Cassa e disponibilità liquide.** Include la cassa in senso stretto e i depositi presso la Banca Centrale. Nel conto economico di una banca, cassa e disponibilità liquide aumentano gli interessi attivi.

**Crediti verso banche e clienti.** Comprende, dal lato delle banche, tutti i crediti verso la Banca Centrale e verso le altre banche, e, dal lato dei clienti, tutti gli strumenti di finanziamento associati al credito, quali conti correnti, mutui, carte di credito, prestiti personali, *leasing*, *factoring*, ecc. Di solito, per una banca commerciale la macro-classe dei crediti è quella che assume il peso maggiore sul totale della attività.

Se analizziamo l'impatto sul conto economico, i crediti hanno principalmente due effetti: in primo luogo quello positivo degli interessi attivi e delle commissioni correlate agli strumenti; in secondo luogo, quello negativo delle svalutazioni e delle perdite per il deterioramento dei crediti, la cui entità rappresenta un indicatore della qualità della gestione e della solvibilità della banca<sup>80</sup>.

**Attività finanziarie.** Si tratta, per lo più, di titoli mobiliari detenuti con lo scopo di ottenere un ritorno finanziario. Le attività finanziarie rappresentano, di norma, la seconda macro-classe, dopo i crediti, che più pesa sul totale dell'attivo. Tra queste rientrano diverse tipologie di attività finanziarie, tra cui quelle detenute per la negoziazione, detenute fino a scadenza a scopo di investimento e disponibili per la vendita, i cui proventi, interessi attivi e dividendi incidono positivamente sul conto economico e sui margini. Vi rientrano anche i derivati di copertura e le partecipazioni.

**Immobilizzazioni materiali e immateriali.** L'incidenza di queste voci sul totale delle attività della banca, contrariamente alla maggior parte delle imprese industriali, tende a essere estremamente limitato. Gli utili e le perdite sulle attività materiali e immateriali (svalutazioni e riprese di valore) vengono contabilizzati a conto economico.

**Attività fiscali.** Attività e passività fiscali correnti e differite rappresentano il saldo della posizione fiscale della banca. Le imposte sono rilevate a conto economico, in base al principio della competenza.

**Altre attività.** Include tutte le altre attività residuali che non rientrano in nessun'altra categoria.

Per quanto riguarda le passività, invece, le principali macro-classi sono:

**Debiti verso banche e clienti.** Si tratta della macro-classe che caratterizza l'attività bancaria (come lo sono i crediti sul fronte delle attività), in quanto si riferisce all'attività tradizionale di raccolta e intermediazione tipica delle banche. Principalmente, si tratta di depositi. Il loro impatto sul conto economico è rappresentato dagli interessi passivi.

---

<sup>80</sup> Un credito è considerato deteriorato quando si ritiene che non si potrà recuperare l'intero ammontare.

**Debiti e titoli in circolazione.** Comprende obbligazioni, certificati di deposito e altri titoli emessi dalla banca per finanziare i propri investimenti. Tali voci impattano sul conto economico principalmente sotto forma di interessi passivi e utili o perdite da riacquisto di passività finanziarie.

**Passività finanziarie.** Specularmente alle attività finanziarie, include passività detenute per la negoziazione, che incidono sul conto economico attraverso gli interessi passivi, e derivati di copertura.

**TFR.** Rappresenta l'accantonamento per le indennità di fine rapporto maturate dai dipendenti, nei confronti dei quali la banca ha un'obbligazione.

**Passività fiscali.** Comprende tutti i debiti tributari, correnti e differiti.

**Altre passività.** Raggruppa tutte le passività che non rientrano nelle altre macro-classi, tra cui, ad esempio, il fondo rischi e oneri e le riserve tecniche.

**Patrimonio netto.** Il patrimonio netto comprende le riserve, le azioni rimborsabili, gli strumenti di capitale, i sovrapprezzi di emissione, il capitale, le azioni proprie e l'utile (o perdita) d'esercizio<sup>81</sup>.

Il patrimonio netto nelle banche, tuttavia, ha un'incidenza limitata (spesso al di sotto del 10%) sul totale delle passività<sup>82</sup> in una situazione quindi, che, nelle imprese non finanziarie, corrisponderebbe ad un elevatissimo grado di indebitamento.

#### 4.8.2 Come riclassificare il conto economico

Il secondo passo è formato dalla riclassificazione del conto economico, con cui si intende costruire uno schema in grado di comprendere e illustrare il contributo delle attività e delle passività alla determinazione dell'utile (o della perdita) di esercizio. Per raggiungere tale obiettivo, lo schema deve seguire la riclassificazione dello stato patrimoniale.

---

<sup>81</sup> Cfr. Banca d'Italia, *Il bilancio bancario: schemi e regole di compilazione*, 2005:

[https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/circolari/c262/IL\\_BILANCIO\\_BANCARIO\\_1agg.pdf](https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/circolari/c262/IL_BILANCIO_BANCARIO_1agg.pdf)

<sup>82</sup> M. Massari, L. Zanetti, op. cit., 2008

Nonostante il conto economico standard delle banche (tabella 4.4) segua di per sè il criterio funzionale, per rispettare il quadro teorico previsto dal modello *Asset Mark-down Model* va apportata qualche modifica. Il modello, infatti, prevede che il debito della banca sia considerato interamente debito finanziario e, pertanto, gli interessi passivi non vanno trattati come costi operativi, ma come oneri finanziari. In altre parole, si distingue tra letteratura e prassi comune, considerando il debito nella sua reale natura finanziaria e non nel suo significato teorico operativo.

Nella tabella 4.5 si riporta la riclassificazione del conto economico secondo il criterio finora descritto.

Tabella 4.4 – Conto economico bancario redatto secondo i principi contabili internazionali (IAS)

Interessi attivi e proventi assimilati
Interessi passivi e oneri assimilati
<b>Margine d'interesse</b>
Commissioni attive
Commissioni passive
<b>Commissioni nette</b>
Dividendi e proventi simili
Risultato netto dell'attività di negoziazione
Risultato netto dell'attività di copertura
Utili/perdite da cessione o riacquisto
Risultato netto delle attività e passività finanziarie valutate al fair value
<b>Margine d'intermediazione</b>
Rettifiche/riprese di valore nette per deterioramento
<b>Risultato netto della gestione finanziaria</b>
Premi netti incassati
Altri proventi netti dalle attività di assicurazione
<b>Risultato netto della gestione finanziaria e assicurativa</b>
Spese amministrative
Accantonamenti netti ai fondi per rischi e oneri
Rettifiche/riprese di valore nette su attività materiali
Rettifiche/riprese di valore nette su attività immateriali
Altri oneri/proventi di gestione
<b>Costi operativi</b>
Utili (Perdite) delle partecipazioni
Risultato netto della valutazione al fair value delle attività materiali e immateriali
Rettifiche di valore dell'avviamento
Utili (Perdite) da cessione di investimenti
<b>Risultato della gestione operativa al lordo delle imposte</b>
Imposte sul reddito dell'esercizio dell'operatività corrente
<b>Risultato della gestione operativa al netto delle imposte</b>
Utile (Perdita) dei gruppi di attività in via di dismissione al netto delle imposte
<b>Utile (Perdita) d'esercizio</b>

Tabella 4.5 – Riclassificazione del conto economico

	Interessi attivi e proventi assimilati
	Commissioni attive
	Commissioni passive
<b>a</b>	<b>Interessi e proventi netti</b>
	Dividendi e proventi simili
	Risultato netto delle operazioni finanziarie
	Utili (perdite) delle partecipazioni
<b>b</b>	<b>Risultato operativo della gestione finanziaria</b>
<b>c</b>	<b>Rettifiche/riprese di valore nette per deterioramento di investimenti</b>
<b>d = a + b - c</b>	<b>Risultato operativo della gestione finanziaria rettificato</b>
<b>e</b>	<b>Premi e proventi netti delle operazioni assicurative</b>
<b>f = d - e</b>	<b>Risultato operativo delle core activities rettificato</b>
	Spese amministrative
	Accantonamenti netti ai fondi per rischi e oneri
	Risultato netto della valutazione al fair value delle attività materiali e immateriali
	Altri oneri/proventi di gestione
<b>g</b>	<b>Costi operativi</b>
<b>h = f - g</b>	<b>Margine operativo lordo</b>
<b>i</b>	<b>Rettifiche/riprese di valore nette su attività materiali e immateriali</b>
<b>l = h - i</b>	<b>Risultato operativo</b>
<b>o</b>	<b>Oneri finanziari (interessi passivi e oneri assimilati)</b>
	Utili/perdite da cessione o riacquisto di attività finanziarie detenute fino a scadenza
	Rettifiche di valore dell'avviamento
	Utili/perdite da cessione di investimenti
	Utili/perdite da cessioni al netto delle imposte
	Altri costi straordinari
<b>p</b>	<b>Risultato della gestione straordinaria</b>
<b>q = l - o - p</b>	<b>Utile (perdita) al lordo delle imposte</b>
	r Imposte sul reddito
<b>s = q - r</b>	<b>Utile (perdita) d'esercizio</b>

Fonte: F. Beltrame, D. Previtali, op.cit., 2016, pag. 92-93

Il risultato operativo delle *core activities* può essere suddiviso in quattro principali fonti di valore, che corrispondono alle principali aree e attività di business delle banche: intermediazione creditizia tradizionale, servizi, operazioni finanziarie e assicurazione. Va sottolineato che queste fonti di reddito sono tutte considerate al loro valore netto, cosicché le voci di ricavo siano già compensate dai rispettivi costi operativi. L'unica componente di reddito a non essere compensata dal costo corrispondente è rappresentata dagli interessi attivi e proventi assimilati. Questo perché, come anticipato, gli interessi passivi non sono trattati come costi operativi, ma piuttosto come oneri finanziari. Pertanto, gli interessi passivi, così come gli oneri assimilati, sono riportati nelle operazioni finanziarie, non concorrendo alla formazione del risultato operativo.

Tale risultato racchiude informazioni molto importanti sulla capacità della banca di generare valore dalla propria attività ordinaria e caratteristica.

Sottraendo poi alcune voci (i costi operativi prima e le rettifiche di valore su attività materiali e immateriali poi) si ottengono il margine operativo lordo e il risultato operativo (netto), che rappresenta il contributo definitivo dell'attività caratteristica di una banca alla determinazione dell'utile netto.

Al risultato operativo si sottraggono, infine, gli oneri finanziari che, secondo il modello di valutazione *asset side* presentato, rappresentano il costo per il servizio del debito. Il debito infatti, come anticipato, è trattato interamente come un costo finanziario, e non operativo. Questa rappresenta, dunque, la principale modifica, di cui si parlava a inizio paragrafo, richiesta dal nuovo modello *asset side*.

#### 4.8.3 Come costruire il rendiconto finanziario

Una volta compreso come riclassificare stato patrimoniale e conto economico si dispone di tutte le informazioni e di tutti gli strumenti necessari per poter presentare lo schema di rendiconto finanziario, che ha come obiettivo quello di determinare i *free cash flow from assets*, i quali forniscono una sintesi dei risultati e delle rettifiche relative all'area operativa.

Nello schema qui proposto la struttura tradizionale del calcolo dei flussi di cassa non verrà modificata, ma verrà semplicemente aggiustata e riadattata per tener conto delle peculiarità dell'attività bancaria, così come mostrato in tabella.

Tabella 4.6 – Rendiconto finanziario e FCFA

<b>Risultato operativo</b>
<i>Imposte d'esercizio</i>
- Imposte effettive + (Aliquota fiscale marginale * Interessi passivi e oneri assimilati)
<b>Risultato operativo al netto delle imposte</b>
<i>Transazioni cash-ineffective</i>
+ Rettifiche/riprese di valore nette su attività materiali e immateriali
<i>Capitale circolante netto</i>
- Δ Cassa e disponibilità liquide
- Δ Crediti verso banche
- Δ Crediti verso clienti
- Δ Attività finanziarie
- Δ Altre attività
+ Δ Altre passività
<b>Flussi di cassa da attività finanziarie</b>
<i>Attività materiali e immateriali</i>
- Δ Attività materiali e immateriali nette
<b>Free cash flow from assets (FCFA)</b>

Fonte: F. Beltrame, D. Previtali, op.cit., 2016, pag. 96



Come si può notare, il flusso di cassa dalle attività finanziarie si calcola a partire dal risultato operativo al netto delle imposte, a cui vengono sommate le operazioni *cash-ineffective* (rettifiche/riprese di valore su attività materiali e immateriali) e la variazione del capitale circolante netto.

Partendo da questo flusso, per arrivare ai FCFA bisogna poi sottrarre la variazione dall'attività di investimento, considerando sia immobilizzazioni materiali che immateriali al netto dei rispettivi fondi.

Con la determinazione degli FCFA si ottiene una configurazione dei flussi di cassa strettamente focalizzata sul lato dell'attivo, la quale risulterà necessaria e fondamentale per l'applicazione del modello della stratificazione del valore.

#### **4.9 Dalla teoria alla pratica: riclassificazione dei bilanci di Banco Popolare, BPM e Banco BPM**

Risulta evidente come a questo punto sia possibile applicare quanto detto e spiegato finora alla pratica, riclassificando i bilanci di Banco Popolare, BPM e Banco BPM in primis e procedendo con la costruzione del rendiconto finanziario e dei FCFA in secondo luogo.

Come si è anticipato, la fusione si è perfezionata in data primo gennaio 2017, dunque, i bilanci presi come riferimento per la riclassificazione nel caso di Banco Popolare e di BPM sono quelli relativi agli esercizi 2016 e il 2015, mentre nel caso di Banco BPM è, com'è ovvio, quello relativo all'esercizio 2017. I dati comparativi (relativi all'esercizio 2016) presenti nello stato patrimoniale riclassificato di Banco BPM, invece, sono stati ottenuti in forma aggregata, cioè tramite aggregazione dei dati risultanti dai bilanci consolidati al 31 dicembre 2016 dell'ex Gruppo Banco Popolare e dell'ex Gruppo BPM, a cui sono state apportate le opportune rettifiche<sup>83</sup>.

---

<sup>83</sup> Da quanto emerge dalla relazione finanziaria annuale del Banco BPM per l'esercizio 2017 le rettifiche apportate sono le seguenti:

- Elisione dei principali rapporti patrimoniali ed economici infragruppo;
- Adeguamento della valutazione in base al metodo del patrimonio netto degli investimenti detenuti nelle partecipazioni di collegamento in Alba Leasing e Factorit, per la quota di possesso che, anteriormente all'operazione di fusione, risultava classificata nel portafoglio delle "Attività finanziarie disponibili per la vendita" dell'ex BPM per Alba Leasing e dell'ex Banco Popolare per Factorit;

Tabella 4.7a – Prospetto di stato patrimoniale riclassificato di Banco Popolare

<b>Banco Popolare</b>		
<b>Attivo</b>	<b>31.12.2016</b>	<b>31.12.2015</b>
Cassa e disponibilità liquide	648.255	587.383
Crediti verso banche	4.559.188	2.817.832
Crediti verso clientela	75.840.234	78.421.634
Attività finanziarie	26.845.565	28.697.944
<b>Attività fruttifere</b>	<b>107.893.242</b>	<b>110.524.793</b>
Attività materiali e immateriali	3.729.661	4.174.753
Altre attività	5.788.100	5.461.553
<b>Attività non fruttifere</b>	<b>9.517.761</b>	<b>9.636.306</b>
<b>Totale attivo</b>	<b>117.411.003</b>	<b>120.161.099</b>
<b>Passivo e patrimonio netto</b>		
Debiti verso banche e clientela	74.688.981	69.805.121
Titoli in circolazione	15.041.815	16.568.441
Passività finanziarie	16.171.368	20.591.554
<b>Passività fruttifere</b>	<b>105.902.164</b>	<b>106.965.116</b>
Altre passività	3.863.991	4.649.249
<b>Passività non fruttifere</b>	<b>3.863.991</b>	<b>4.649.249</b>
<b>Patrimonio netto</b>	<b>7.644.848</b>	<b>8.546.734</b>
<b>Totale passivo e patrimonio netto</b>	<b>117.411.003</b>	<b>120.161.099</b>

Tabella 4.7b – Prospetto di conto economico riclassificato di Banco Popolare

<b>Banco Popolare</b>	
	<b>2016</b>
Interessi attivi e proventi assimilati	2.325.419
Commissioni attive	1.402.795
Commissioni passive	-84.637
<b>Interessi e proventi netti</b>	<b>3.643.577</b>
Dividendi e proventi simili	23.653
Risultato netto delle attività finanziarie	50.962
Utili (perdite) delle partecipazioni	124.246
<b>Risultato operativo della gestione finanziaria</b>	<b>198.861</b>
Rettifiche/riprese di valore nette per deterioramento di crediti e altre attività finanziarie	-2.487.681
<b>Risultato operativo della gestione finanziaria rettificato</b>	<b>1.354.757</b>
Premi e proventi netti delle operazioni assicurative	0
<b>Risultato operativo delle core activities rettificato</b>	<b>1.354.757</b>
Spese amministrative	-2.531.759
Accantonamenti netti ai fondi per rischi e oneri	-33.268
Risultato netto della valutazione al fair value delle attività materiali e immateriali	0
Altri oneri/proventi di gestione	325.135
<b>Costi operativi</b>	<b>-2.239.892</b>
<b>Margine operativo lordo</b>	<b>-885.135</b>
Rettifiche/riprese di valore nette su attività materiali e immateriali	-179.216
<b>Risultato operativo</b>	<b>-1.064.351</b>
<b>Oneri finanziari (interessi passivi e oneri assimilati)</b>	<b>-1.006.162</b>
Utili (perdite) da cessione o riacquisto di attività finanziarie	36.306
Rettifiche di valore dell'avviamento	-279.000
Utili (perdite) da cessione di investimenti	17.332
Utili (perdite) dei gruppi di attività in via di dismissione al netto delle imposte	2.524
Altri costi straordinari	0
<b>Risultato della gestione straordinaria</b>	<b>-222.838</b>
<b>Utile (perdita) al lordo delle imposte</b>	<b>-2.293.351</b>
Imposte sul reddito	588.843
<b>Utile (perdita) d'esercizio</b>	<b>-1.704.508</b>

- Eliminazione dell'investimento detenuto dall'ex BPM in Release nel comparto delle "Attività finanziarie disponibili per la vendita", in contropartita della riduzione del "Patrimonio di pertinenza di terzi" in quanto società controllata dall'ex Banco Popolare ed oggetto di consolidamento integrale.

Tabella 4.8a – Prospetto di stato patrimoniale riclassificato di BPM

<b>BPM</b>		
<b>Attivo</b>	<b>31.12.2016</b>	<b>31.12.2015</b>
Cassa e disponibilità liquide	249.449	300.714
Crediti verso banche	2.185.297	1.224.717
Crediti verso clientela	34.771.008	34.186.837
Attività finanziarie	11.501.873	11.758.685
<b>Attività fruttifere</b>	<b>48.707.627</b>	<b>47.470.953</b>
Attività materiali e immateriali	799.629	857.314
Altre attività	1.623.783	1.875.033
<b>Attività non fruttifere</b>	<b>2.423.412</b>	<b>2.732.347</b>
<i>Totale attivo</i>	<i>51.131.039</i>	<i>50.203.300</i>
<b>Passivo e patrimonio netto</b>		
Debiti verso banche e clientela	38.074.106	33.462.291
Titoli in circolazione	5.687.758	8.849.290
Passività finanziarie	1.363.498	1.379.948
<b>Passività fruttifere</b>	<b>45.125.362</b>	<b>43.691.529</b>
Altre passività	1.639.921	1.864.450
<b>Passività non fruttifere</b>	<b>1.639.921</b>	<b>1.864.450</b>
<b>Patrimonio netto</b>	<b>4.365.756</b>	<b>4.647.321</b>
<i>Totale passivo e patrimonio netto</i>	<i>51.131.039</i>	<i>50.203.300</i>

Tabella 4.8b – Prospetto di conto economico riclassificato di BPM

<b>BPM</b>	
	<b>2016</b>
Interessi attivi e proventi assimilati	1.017.659
Commissioni attive	658.327
Commissioni passive	-73.073
<b>Interessi e proventi netti</b>	<b>1.602.913</b>
Dividendi e proventi simili	15.714
Risultato netto delle attività finanziarie	40.440
Utili (perdite) delle partecipazioni	162.023
<b>Risultato operativo della gestione finanziaria</b>	<b>218.177</b>
Rettifiche/riprese di valore nette per deterioramento di crediti e altre attività finanziarie	-469.057
<b>Risultato operativo della gestione finanziaria rettificato</b>	<b>1.352.033</b>
Premi e proventi netti delle operazioni assicurative	0
<b>Risultato operativo delle core activities rettificato</b>	<b>1.352.033</b>
Spese amministrative	-1.205.699
Accantonamenti netti ai fondi per rischi e oneri	-30.325
Risultato netto della valutazione al fair value delle attività materiali e immateriali	0
Altri oneri/proventi di gestione	115.789
<b>Costi operativi</b>	<b>-1.120.235</b>
<b>Margine operativo lordo</b>	<b>231.798</b>
Rettifiche/riprese di valore nette su attività materiali e immateriali	-150.513
<b>Risultato operativo</b>	<b>81.285</b>
<b>Oneri finanziari (interessi passivi e oneri assimilati)</b>	<b>-229.619</b>
Utili (perdite) da cessione o riacquisto di attività finanziarie	172.249
Rettifiche di valore dell'avviamento	0
Utili (perdite) da cessione di investimenti	1.393
Utili (perdite) dei gruppi di attività in via di dismissione al netto delle imposte	0
Altri costi straordinari	0
<b>Risultato della gestione straordinaria</b>	<b>173.642</b>
<b>Utile (perdita) al lordo delle imposte</b>	<b>25.308</b>
Imposte sul reddito	47.492
<b>Utile (perdita) d'esercizio</b>	<b>72.800</b>

Tabella 4.9a – Prospetto di stato patrimoniale riclassificato di Banco BPM

<b>Gruppo Banco BPM</b>		
<b>Attivo</b>	<b>31.12.2017</b>	<b>31.12.2016</b>
Cassa e disponibilità liquide	976.686	897.704
Crediti verso banche	5.164.715	6.678.493
Crediti verso clientela	108.176.382	110.550.576
Attività finanziarie	35.223.168	38.175.284
<b>Attività fruttifere</b>	<b>149.540.951</b>	<b>156.302.057</b>
Attività materiali e immateriali	4.032.342	4.529.290
Altre attività	7.633.472	7.423.573
<b>Attività non fruttifere</b>	<b>11.665.814</b>	<b>11.952.863</b>
<b>Totale attivo</b>	<b>161.206.765</b>	<b>168.254.920</b>
<b>Passivo e patrimonio netto</b>		
Debiti verso banche	27.199.304	23.276.415
Debiti verso clientela, titoli in circolazione e passività finanziarie valutate al <i>fair value</i>	107.509.849	116.773.095
Passività finanziarie	8.707.966	10.682.892
<b>Passività fruttifere</b>	<b>143.417.119</b>	<b>150.732.402</b>
Altre passività	5.826.106	5.523.345
<b>Passività non fruttifere</b>	<b>5.826.106</b>	<b>5.523.345</b>
<b>Patrimonio netto</b>	<b>11.963.540</b>	<b>11.999.173</b>
<b>Totale passivo e patrimonio netto</b>	<b>161.206.765</b>	<b>168.254.920</b>

Tabella 4.9b – Prospetto di conto economico riclassificato di Banco BPM

<b>Banco BPM</b>	
	<b>2017</b>
Interessi attivi e proventi assimilati	2.898.382
Commissioni attive	2.075.063
Commissioni passive	-124.653
<b>Interessi e proventi netti</b>	<b>4.848.792</b>
Dividendi e proventi simili	53.909
Risultato netto delle attività finanziarie	35.610
Utili (perdite) delle partecipazioni	178.664
<b>Risultato operativo della gestione finanziaria</b>	<b>268.183</b>
Rettifiche/riprese di valore nette per deterioramento di crediti e altre attività finanziarie	-1.404.417
<b>Risultato operativo della gestione finanziaria rettificato</b>	<b>3.712.558</b>
Premi e proventi netti delle operazioni assicurative	0
<b>Risultato operativo delle core activities rettificato</b>	<b>3.712.558</b>
Spese amministrative	-3.058.692
Accantonamenti netti ai fondi per rischi e oneri	-13.757
Risultato netto della valutazione al fair value delle attività materiali e immateriali	0
Altri oneri/proventi di gestione	3.498.186
<b>Costi operativi</b>	<b>425.737</b>
<b>Margine operativo lordo</b>	<b>4.138.295</b>
Rettifiche/riprese di valore nette su attività materiali e immateriali	-294.258
<b>Risultato operativo</b>	<b>3.844.037</b>
<b>Oneri finanziari (interessi passivi e oneri assimilati)</b>	<b>-923.260</b>
Utili (perdite) da cessione o riacquisto di attività finanziarie	-201.619
Rettifiche di valore dell'avviamento	-1.033.506
Utili (perdite) da cessione di investimenti	13.070
Utili (perdite) dei gruppi di attività in via di dismissione al netto delle imposte	762.262
Altri costi straordinari	0
<b>Risultato della gestione straordinaria</b>	<b>-459.793</b>
<b>Utile (perdita) al lordo delle imposte</b>	<b>2.460.984</b>
Imposte sul reddito	145.720
<b>Utile (perdita) d'esercizio</b>	<b>2.606.704</b>

Fonte: Elaborazione propria su dati di bilancio

#### 4.10 Costruzione del rendiconto finanziario e calcolo dei FCFA

Riclassificati i bilanci d'esercizio, si dispone finalmente dei dati necessari all'individuazione e al calcolo dei FCFA relativi all'esercizio 2016 per Banco Popolare e per BPM e relativi all'esercizio 2017 per Banco BPM, come mostrato analiticamente nelle tabelle 4.10 e 4.11.

Tabella 4.10 – Prospetto dei *free cash flow from assets* netti d'imposta di Banco Popolare e BPM

	2016	
	Banco Popolare	BPM
<b>Risultato operativo</b>	<b>-1.064.351</b>	<b>81.285</b>
<i>Imposte d'esercizio</i>		
- Imposte effettive + (Aliquota fiscale marginale * Interessi passivi e oneri assimilati)	917.757	123.427
<b>Risultato operativo al netto delle imposte</b>	<b>-146.594</b>	<b>204.712</b>
<i>Transazioni cash-ineffective</i>		
+ Rettifiche/riprese di valore nette su attività materiali e immateriali	-179.216	-150.513
<i>Capitale circolante netto</i>		
- Δ Cassa e disponibilità liquide	-60.872	51.265
- Δ Crediti verso banche	-1.741.356	-960.580
- Δ Crediti verso clienti	2.581.400	-584.171
- Δ Attività finanziarie	1.852.379	256.812
- Δ Altre attività	-326.547	251.250
+ Δ Altre passività	-785.258	-224.529
<b>Flussi di cassa da attività finanziarie</b>	<b>1.193.936</b>	<b>-1.155.754</b>
<i>Attività materiali e immateriali</i>		
- Δ Attività materiali e immateriali nette	445.092	57.685
<b>Free cash flow from assets (FCFA)</b>	<b>1.639.028</b>	<b>-1.098.069</b>

Tabella 4.11 – Prospetto dei *free cash flow from assets* netti d'imposta di Banco BPM

	2017	
	Banco BPM	
<b>Risultato operativo</b>	<b>3.844.037</b>	
<i>Imposte d'esercizio</i>		
- Imposte effettive + (Aliquota fiscale marginale * Interessi passivi e oneri assimilati)	448.097	
<b>Risultato operativo al netto delle imposte</b>	<b>4.292.134</b>	
<i>Transazioni cash-ineffective</i>		
+ Rettifiche/riprese di valore nette su attività materiali e immateriali	-294.258	
<i>Capitale circolante netto</i>		
- Δ Cassa e disponibilità liquide	-78.982	
- Δ Crediti verso banche	1.513.778	
- Δ Crediti verso clienti	2.374.194	
- Δ Attività finanziarie	2.952.116	
- Δ Altre attività	-209.899	
+ Δ Altre passività	302.761	
<b>Flussi di cassa da attività finanziarie</b>	<b>10.851.844</b>	
<i>Attività materiali e immateriali</i>		
- Δ Attività materiali e immateriali nette	496.948	
<b>Free cash flow from assets (FCFA)</b>	<b>11.348.792</b>	

Fonte: Elaborazione propria su dati di bilancio

Come abbiamo visto, il flusso di cassa delle attività è dato dalla somma del risultato operativo netto d'imposta, delle operazioni *cash-ineffective* e della variazione del capitale circolante netto, a cui viene sottratta la variazione dell'attività di investimento delle attività materiali e immateriali.

A tal proposito alcune precisazioni sono d'obbligo. La prima attiene al risultato operativo, il quale, come sappiamo, si ottiene come differenza tra i ricavi della gestione operativa (finanziaria e assicurativa) e i costi operativi, a cui si sottraggono le rettifiche di valore nette sulle attività materiali e immateriali. Dai costi operativi delle banche, che concorrono alla formazione del risultato operativo, vengono esclusi però gli interessi passivi e gli oneri assimilati.

Le imposte d'esercizio fanno riferimento alle imposte sul reddito, così come previste e calcolate dal conto economico, le quali vengono sottratte al risultato operativo, e al beneficio fiscale del debito che si ottiene moltiplicando gli interessi passivi e gli oneri assimilati per l'aliquota fiscale marginale relativa all'esercizio, il quale viene invece sommato. Per il calcolo dell'aliquota marginale (tabella 4.12) sono state considerate sia l'aliquota IRES che l'aliquota IRAP, così come risultano dai bilanci d'esercizio, in quanto entrambe prevedono la deducibilità degli oneri finanziari<sup>84</sup>.

Tabella 4.12 – Aliquote IRES, IRAP e aliquota fiscale marginale

	2016		2017
	<b>Banco Popolare</b>	<b>BPM</b>	<b>Banco BPM</b>
IRES	27,50%	27,50%	27,50%
IRAP	5,190%	5,251%	5,570%
<b>Aliquota fiscale marginale</b>	<b>32,690%</b>	<b>32,751%</b>	<b>33,070%</b>

Fonte: Elaborazione propria

Le variazioni di capitale circolante e di capitale immobilizzato, infine, che derivano dalla differenza tra il valore di bilancio dell'esercizio considerato e quello dell'esercizio precedente,

<sup>84</sup> Si vedano a tal proposito il d.lgs. 12 dicembre 2003, n.344 e l'art. 6 d.lgs. 15 dicembre 1997, n.446.

vengono sottratte in modo che un aumento delle attività andrà a diminuire il flusso finale e, viceversa, una diminuzione delle stesse (o un aumento delle passività) comporterà un incremento di liquidità presente nella banca.

Partendo da FCFA così individuati è possibile a questo punto sviluppare i vari “strati” e i vari *step* del modello di stratificazione del valore, che abbiamo avuto modo di esporre dettagliatamente nel capitolo precedente.

Tra i vari strati ricordiamo il valore di partenza dell’azienda *stand alone*, considerato come “valore-base”<sup>85</sup> a cui viene aggiunto il valore dei flussi differenziali, il valore differenziale di rischio e il valore differenziale finanziario per ottenere il valore di acquisizione. Prendendo come valore di partenza il valore *stand alone* è possibile riconoscere e scindere le implicazioni dell’operazione, distinguendo quindi il valore che dipende dalle aziende in sé da quello che dipende dagli altri strati, riferibili alle cosiddette sinergie. In questa sede, trattandosi di una fusione e non di un’acquisizione, ci concentreremo non tanto sul valore *stand alone* e sul valore di acquisizione, quanto sul valore delle sinergie e, in particolare, sul valore delle sinergie operative di costo e di ricavo che si riferiscono allo strato relativo al valore dei flussi differenziali, dal momento che di norma assumono il peso più consistente e rilevante.

#### **4.11 Sinergie operative: valore dei flussi differenziali**

Nel caso della fusione di Banco Popolare e BPM vennero stimate una serie di differenziali che, con tutta probabilità, si sarebbero generati con l’operazione. Nello specifico, vennero stimate sinergie di costo per 320 milioni di euro, principalmente dovute alla razionalizzazione dell’organizzazione e del personale, e sinergie di ricavo per 138 milioni di euro, dovute soprattutto al rafforzamento della base di capitale e del posizionamento competitivo, per un totale di 458 milioni di euro.

---

<sup>85</sup> M. Massari, op. cit., 1998, pag. 166

Sul fronte dei costi, invece, i costi di integrazione vennero stimati in 480 milioni di euro (circa 150% delle sinergie di costo).

Obiettivo di questo paragrafo è quello di cercare di verificare, attraverso il modello di stratificazione del valore applicato post-fusione (con le dovute cautele e semplificazioni), la correttezza e l'effettività del valore totale stimato dai manager in termini di sinergie operative. Riprendendo quanto detto nel terzo capitolo, il valore delle sinergie operative non è altro che il valore attuale dei flussi incrementali realizzabili con l'operazione di fusione grazie al miglioramento dell'efficienza, alla riduzione dei costi e all'incremento dei ricavi, attualizzati ad un tasso che rappresenta il costo delle attività della nuova banca:

$$W_{diff. flussi} = \frac{\Delta FCF A_{Banco BPM}}{r_{A Banco BPM}} \quad (4.1)$$

La formula generale, come da ipotesi, prevede che la nuova banca negli anni non cresca (*steady state*).

Tuttavia, per essere più realistici, bisognerebbe parlare invece di una banca *steady growth*, che cresce cioè esponenzialmente ad un tasso annuo perpetuo. A tal proposito si potrebbe utilizzare dunque, in sostituzione, la formula di Gordon, che prevede un tasso di crescita ( $g$ ):

$$W_{diff. flussi} = \frac{\Delta FCF A_{Banco BPM}}{r_{A Banco BPM} - g} \quad (4.2)$$

Poiché stiamo ragionando in termini di sinergie operative, però, che nel caso di Banco BPM derivano soprattutto, come abbiamo visto, da tagli e riduzione dei costi, non sembra né credibile né tantomeno prudente ipotizzare che i processi di taglio durino per sempre, generando annualmente e perpetuamente lo stesso differenziale di flussi. In questo caso, dunque, invece di utilizzare un modello sintetico come quello di Gordon sarebbe più realistico piuttosto utilizzarne uno analitico, che ipotizza e prevede la determinazione puntuale dei flussi



anno per anno per un periodo di tempo ragionevole, che faremo coincidere con un periodo di 10 anni, come segue:

$$W_{diff. flussi} = \frac{\Delta FCFA_{Banco BPM}}{(1+r_A)} + \frac{\Delta FCFA_{Banco BPM}(1+g)}{(1+r_A)^2} + \frac{\Delta FCFA_{Banco BPM}(1+g)^2}{(1+r_A)^3} + \dots + \frac{\Delta FCFA_{Banco BPM}(1+g)^9}{(1+r_A)^{10}} \quad (4.3)$$

Analizzando il piano industriale e strategico di Banco BPM per il periodo 2016-2019 emerge la stima di un tasso di crescita annuo (g) del 3,1%<sup>86</sup>. Tuttavia, volendo adottare un approccio che sia il più prudentiale possibile, si è ipotizzato un tasso di crescita leggermente inferiore, pari al 2%.

Veniamo dunque al calcolo del valore attuale delle sinergie operative. Innanzitutto, si tratta di identificare e calcolare il valore dei flussi incrementali.

Tale valore, tecnicamente, altro non è che la differenza tra i FCFA del 2017 di Banco BPM e dell'aggregato tra Banco Popolare e BPM.

Tuttavia, sapendo che gli ultimi flussi di cassa disponibili per Banco Popolare e per BPM fanno riferimento al 2016, sarà necessario operare alcuni aggiustamenti per costruire il flusso riferito al 2017, in modo da rendere il confronto omogeneo e realistico. Si è pensato, dunque, di aggiustare il flusso aggregato del 2016 incrementandolo dell'1,50%, valore pari alle attese di crescita dell'economia reale in termini di PIL per il 2017<sup>87</sup>.

In questo modo è possibile procedere con la differenza, sottraendo il flusso così costruito, pari a 549.074 euro, a quello di Banco BPM del 2017, pari a 11.348.783 euro, per individuare il flusso incrementale che si ottiene grazie alla cooperazione sinergica delle due banche, il quale risulta essere pari a 10.799.718 euro, così come riassunto in figura.

<sup>86</sup> Si veda il Piano Strategico 2016-2019 approvato congiuntamente da Banco Popolare e BPM:

[https://gruppo.bancobpm.it/media/storico-documenti-ante-fusione/2016\\_05\\_16\\_BP\\_BPM\\_ITA\\_Business%20Plan.pdf](https://gruppo.bancobpm.it/media/storico-documenti-ante-fusione/2016_05_16_BP_BPM_ITA_Business%20Plan.pdf)

<sup>87</sup> Dati Istat; si veda a tal proposito <https://www4.istat.it/it/archivio/205884>

Tabella 4.13 – Calcolo del flusso incrementale

FCFA Aggregato Banco Popolare + BPM (2016)	540.959
Previsione PIL per il 2017	1,50%
FCFA Aggregato Banco Popolare + BPM (2017)	549.074
FCFA Banco BPM	11.348.792
<b>Delta FCFA</b>	<b>10.799.718</b>

Fonte: Elaborazione propria

Una volta calcolati i FCFA incrementali, è necessario identificare e stimare il tasso di attualizzazione più opportuno e adeguato.

Nell'ottica della valutazione *asset side* in esame il tasso di attualizzazione che risulta essere più adeguato è certamente il costo degli asset ( $r_A$ ), che esprime cioè solo il rischio operativo delle attività escludendo invece il rischio finanziario legato all'indebitamento. Nello specifico, l'*asset risk* deriva dalla possibilità che i flussi di cassa delle attività generati dalla banca possano, per qualsiasi motivo, subire delle riduzioni a causa della loro volatilità: maggiore è la volatilità, maggiore sarà l'*asset risk* assunto.

La fedele applicazione del modello di stratificazione del valore prevede che tale tasso si presenti nella forma  $r_{Am}$ , un tasso che deve cioè essere modificato e corretto per il minor (o maggior) rischio subito dalla nuova banca risultante dalla fusione. Nel nostro caso, applicando il modello ad una fase post-fusione, basterà limitarsi a stimare il tasso  $r_A$  di Banco BPM nel 2017, il quale incorpora già l'attenuazione o meno del rischio, applicando la formula standard del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), che somma il tasso *risk-free* ( $r_f$ ) al premio per il rischio di mercato (MRP) moltiplicato per il beta degli asset ( $\beta_A$ ):

$$r_A = r_f + \beta_A * MRP \quad (4.4)$$

in cui il beta degli asset si calcola utilizzando la formula di Hamada (1972), che, secondo l'*Asset Mark-down Model*, dovrebbe essere modificata in modo tale da riuscire a tenere in considerazione separatamente i benefici legati ai depositi (il *mark-down*).

La formula modificata necessita del valore nominale dei depositi ( $D_{D,Dep}$ ), del valore di mercato dei debiti diversi dai depositi ( $D_{D,Non Dep}$ ), del valore di mercato del capitale proprio ( $E$ ), del tasso privo di rischio ( $r_f$ ), del costo effettivo dei depositi ( $i_{D,Dep}$ ), del beta dell'equity ( $\beta_E$ ) e dell'aliquota fiscale ( $t_c$ ), come segue:

$$\beta_A = \frac{\beta_E}{1 + (1 - t_c) \frac{D_{D,Non Dep}}{E} + \left[ \frac{i_{D,Dep}(1 - t_c)}{r_f} \right] \frac{D_{D,Dep}}{E}} \quad (4.5)$$

Per semplicità e praticità, tuttavia, nell'applicazione della formula al caso pratico non considereremo il minor valore del costo dei depositi rispetto al tasso *risk-free*, utilizzando dunque la formula classica di Hamada<sup>88</sup>, secondo cui:

$$\beta_A = \frac{\beta_E}{1 + (1 - t_c) \frac{D}{E}} \quad (4.6)$$

La quale va ulteriormente semplificata, come segue:

$$\beta_A = \frac{\beta_E}{1 + \frac{D}{E}} \quad (4.7)$$

Come evidenziato da Beltrame et al.<sup>89</sup>, infatti, ipotizzando che il debito di una banca presenta la stessa rischiosità degli attivi, tale formula di *deleveraging* può essere utilizzata, in quanto risulta omogenea e adatta per questo tipo di *framework*.

<sup>88</sup> Applicando il beta calcolato in quest'ultimo caso alla formula del CAPM si ottiene un costo degli asset inferiore rispetto al costo ottenuto applicando il primo beta calcolato. Questo dipende dal fatto che i benefici generati dai depositi diluiscono il rischio. Pertanto, la formula di Hamada modificata sarebbe quella che rappresenta la vera espressione dell'*asset risk* dei prestiti e delle altre attività di mercato.

<sup>89</sup> F. Beltrame, S. Caselli, D. Previtali, "Leverage, cost of capital and Bank Valuation", Journal of Financial Management, Markets and Institutions, 2018

Per procedere al calcolo del beta asset è quindi necessario, innanzitutto, disporre del valore del beta equity. Quest'ultimo, diversamente dal beta asset, è un coefficiente *levered* basato sui dati di mercato, che misura oltre al rischio operativo anche il rischio finanziario della banca in questione. Osservando i dati Bloomberg relativi agli *adjusted beta* dell'ultimo trimestre del 2017 il valore individuato per Banco BPM risulta pari a 1,79<sup>90</sup>.

Per quanto riguarda il valore del rapporto di indebitamento si è ipotizzato che l'intera quantità di debito sia stata negoziata a condizioni di mercato, facendo coincidere D con l'indebitamento finanziario netto, mentre E coincide con il valore di mercato dell'equity, i quali risultano essere rispettivamente pari a 31.606.600 e 3.958.000 euro, per un rapporto D/E nel 2017 di 7,99.

Assumendo, in base ai dati relativi al 2017 ottenuti da Bloomberg, un tasso *risk-free* pari a 1,75% e un premio per il rischio di mercato pari al 21,92%<sup>91</sup> è possibile, una volta definito e calcolato il beta asset attraverso la formula di Hamada semplificata, procedere con la stima del tasso  $r_A$  a questo correlato.

Tabella 4.14 – Tabella riepilogativa per il calcolo del tasso di attualizzazione  $r_A$

	<b>Banco BPM</b>
$\beta$ equity	1,787
D/E	7,986
$r_f$	1,747%
MRP	21,916%
$\beta$ asset	0,199
$r_A$	<b>6,106%</b>

Fonte: Elaborazione propria

Il tasso di attualizzazione  $r_A$  per Banco BPM, dunque, risulta essere pari a 6,11%.

<sup>90</sup> Dati Bloomberg 2017.

<sup>91</sup> Normalmente, in letteratura il premio per il rischio viene fatto coincidere con un valore del 5-6%, tuttavia in questo caso è stato considerato il valore effettivo, il quale risulta così elevato in quanto comprende il rischio Paese.

In conclusione, si può quindi ottenere il valore attuale dei flussi di cassa differenziali, il quale risulta essere pari a:

$$\begin{aligned}
 W_{diff. flussi} &= \frac{10.799.718}{(1 + 0,06106)} + \frac{10.799.718 * (1 + 0,02)}{(1 + 0,06106)^2} \\
 &+ \frac{10.799.718 * (1 + 0,02)^2}{(1 + 0,06106)^3} + \dots + \frac{10.799.718 * (1 + 0,02)^9}{(1 + 0,06106)^{10}} \quad (4.8) \\
 &= 87.085.087 \text{ euro}
 \end{aligned}$$

#### 4.11.1 Un confronto tra le sinergie operative realizzate e quelle stimate

Alla luce di quanto evidenziato e calcolato finora emergono delle possibili discordanze tra il valore delle sinergie operative previste e stimate dai manager in fase di pre-fusione e, invece, il valore effettivamente realizzato, calcolato tramite il modello di stratificazione del valore.

Da piano strategico e industriale le sinergie operative erano stimate intorno a 458 milioni di euro lordi, che, ridotti dei costi di integrazione di 480 milioni di euro, portavano ad un valore negativo pari a 22 milioni di euro netti. Le sinergie operative realizzate, invece, come abbiamo avuto modo di vedere e calcolare, sembrano essere maggiori rispetto a quelle originariamente previste, risultando complessivamente pari a 87 milioni di euro netti.

Tale discordanza può trovare due diverse spiegazioni: da una parte può essere spiegata come una sottostima da parte dei manager delle sinergie e dei benefici ottenibili, dall'altra come una sovrastima dei costi.

Dal lato delle sinergie, ad esempio, a seguito della fusione potrebbe essersi verificata una migliore efficienza operativa di quella prevista, grazie alla semplificazione della struttura societaria e di *governance* del gruppo oltre che dei sistemi informatici, produttivi e organizzativi, o alla più tempestiva ed efficace implementazione delle strategie commerciali o, ancora, all'ottimizzazione della presenza fisica sui territori, che hanno portato a flussi differenziali più elevati.

Dal lato dei costi, invece, la fase di unione e integrazione dei processi, delle strutture e del personale potrebbe aver richiesto meno tempo e, di conseguenza, meno costi di quelli previsti, incrementando anche in questo caso i flussi differenziali.

#### **4.12 Sinergie finanziarie: valore del differenziale di rischio e di struttura finanziaria**

Quanto detto finora tiene conto solo di una parte delle sinergie realizzabili, quelle di carattere più strettamente operativo. Ma come si è detto le operazioni di fusione e acquisizione spesso sono in grado di realizzare anche sinergie di carattere finanziario, che attengono alla rischiosità e alla capacità di indebitamento della banca risultante.

Procedendo con ordine, il primo dei due aspetti da analizzare riguarda la rischiosità. Una serie di studi empirici dimostrano che, in genere, le operazioni di M&A nel settore bancario consentono alla banca risultante dalla fusione di godere di un miglior profilo in termini di rischio<sup>92</sup>. La diminuzione della rischiosità, teoricamente, va ricollegata alle maggiori dimensioni in termini di portafoglio clienti, le quali consentono di diversificare maggiormente il rischio. Nel caso in esame l'entità dei portafogli delle due banche coinvolte nella fusione dovrebbe essere in grado, almeno in via teorica, di apportare dei benefici in tal senso. Inoltre, il posizionamento competitivo, più forte per entrambe le banche in Lombardia, Piemonte e Veneto, considerate tradizionalmente le zone più ricche d'Italia, dovrebbe, grazie ad un'integrazione, conferire maggior solidità al portafoglio.

Infine, il forte orientamento delle due banche verso lo stesso business non dovrebbe apportare significative variazioni negative in termini di rischio.

Il valore attuale del differenziale di rischio, secondo il modello di stratificazione del valore, si calcola a partire dalla seguente formula:

---

<sup>92</sup> Si fa riferimento agli studi riportati nel capitolo 2 effettuati dal Group of Ten, "Report on consolidation in the financial sector", gennaio 2001; G. Chionsini, A. Foglia, P. M. Reedtz, "Bank Mergers, Diversification And Risk", in "Banca d'Italia - Banking and Financial Supervision 1", settembre 2003; R. Moore, "Banking's Merger Fervor: Survival of the Fittest?", in "Financial Industries Studies", Federal Reserve Bank of Dallas, dicembre 1996

$$W_{diff. rischio} = \frac{FCFA_{Banco BPM}}{r_{A Banco BPM}} - \frac{FCFA_{Banco Popolare}}{r_{A Banco Popolare}} - \frac{FCFA_{BPM}}{r_{A BPM}} \quad (4.9)$$

Tuttavia, così come nel caso precedente, anche in questo caso invece di parlare di banche *steady state* si parlerà di banche *steady growth*, utilizzando quindi la formula di Gordon:

$$W_{diff. rischio} = \frac{FCFA_{Banco BPM}}{r_{A Banco BPM} - g} - \frac{FCFA_{Banco Popolare}}{r_{A Banco Popolare} - g} - \frac{FCFA_{BPM}}{r_{A BPM} - g} \quad (4.10)$$

Coerentemente con i procedimenti e le formule utilizzate per calcolare il beta asset e il tasso di attualizzazione  $r_A$  per Banco BPM, le stesse variabili sono state calcolate anche per Banco Popolare e per BPM.

Nella tabella sottostante è riassunto il quadro della situazione: per le diverse banche sono riportati i *free cash flow from assets*, il beta equity, il grado di indebitamento, il tasso *risk-free*, il premio per il rischio di mercato, il beta asset, il tasso di attualizzazione  $r_A$  e il tasso di crescita ipotizzato.

Si noti che, così come precedentemente si era aggiustato il flusso di cassa aggregato, sono stati aggiustati anche i due flussi separati di Banco Popolare e di BPM, incrementandoli dell'1,50% rispetto al valore del 2016.

Tabella 4.15 – Tabella riepilogativa per il calcolo del tasso di attualizzazione  $r_A$

	<b>Banco BPM</b>	<b>Banco Popolare</b>	<b>BPM</b>
FCFA	11.348.792	1.663.614	-1.081.598
β equity	1,787	1,576	1,408
D/E	7,986	16,385	8,171
$r_f$	1,747%	1,815%	1,815%
MRP	21,916%	14,176%	12,659%
β asset	0,199	0,091	0,154
<b><math>r_A</math></b>	<b>6,106%</b>	<b>3,100%</b>	<b>3,756%</b>
g	2%	1,5%	1,5%

Fonte: Elaborazione propria

Alla luce di ciò, il valore attuale del differenziale di rischio risulta essere pari a:

$$W_{diff. rischio} = \frac{11.348.792}{0,06106 - 0,02} - \frac{1.663.614}{0,03100 - 0,015} - \frac{-1.081.598}{0,03756 - 0,015} \quad (4.11)$$

$$= 220.344.493 \text{ euro}$$

Il secondo aspetto riguarda la maggior possibilità di indebitamento consentita e sopportata dalla nuova struttura societaria.

Il valore attuale del differenziale di struttura finanziaria, secondo il modello di stratificazione del valore riadattato sulla base dell'*Asset Mark-down Model*, si calcola come segue, attualizzando da una parte il beneficio fiscale sull'indebitamento totale e dall'altra il beneficio legato al *mark-down* sui depositi:

$$W_{diff. st. finanz.} = \Delta D_{Banco BPM} * t_c + \frac{\Delta D_{D,Dep Banco BPM} * (r_f - i_{D,Dep})}{r_{A Banco BPM}} \quad (4.12)$$

Si tratta quindi, innanzitutto, di individuare e calcolare il valore incrementale dell'indebitamento netto totale che il nuovo Banco BPM può sopportare e, all'interno di questo, il valore incrementale dei depositi. Entrambi gli incrementi verranno calcolati come differenza tra il valore del 2017 di Banco BPM e il valore aggregato di Banco Popolare e di BPM del 2016, il quale, ancora una volta, verrà aggiustato e incrementato dell'attesa di crescita per il 2017 in modo da rendere il confronto il più realistico e omogeneo possibile.

Nello specifico quindi, se vogliamo riprendere le voci così come riportate negli schemi di stato patrimoniale, si calcherà prima la differenza tra le passività fruttifere e poi quella tra i debiti verso clienti, come segue:



Tabella 4.16 – Calcolo differenziale di indebitamento netto

<i>Passività fruttifere</i> Aggregato Banco Popolare + BPM (2016)	151.027.526
Previsione crescita per il 2017	1,5%
<i>Passività fruttifere</i> Aggregato Banco Popolare + BPM (2017)	153.292.939
<i>Passività fruttifere</i> Banco BPM	143.417.119
<b>Delta indebitamento netto</b>	<b>- 9.875.820</b>

Tabella 4.17 – Calcolo del differenziale dei depositi

<i>Debiti verso clienti</i> Aggregato Banco Popolare + BPM (2016)	89.360.019
Previsione crescita per il 2017	1,5%
<i>Debiti verso clienti</i> Aggregato Banco Popolare + BPM (2017)	90.700.419
<i>Debiti verso clienti</i> Banco BPM	87.848.146
<b>Delta depositi</b>	<b>- 2.852.273</b>

Fonte: Elaborazione propria su dati di bilancio

Dalle tabelle 4.16 e 4.17 emerge che il nuovo Banco BPM risulta meno indebitato rispetto all'aggregato di Banco Popolare e di BPM, dimostrando dunque di non essere riuscito a beneficiare delle sinergie legate al differenziale di struttura finanziaria, né dal punto di vista dello scudo fiscale né dal punto di vista del *mark-down*, distruggendo in questo modo valore. Se vogliamo calcolare il valore distrutto, o in altri termini il valore delle sinergie negative, è necessario individuare le ultime variabili mancanti per poter applicare la formula del modello di stratificazione sopra riportata: l'aliquota fiscale, il tasso *risk-free*, il tasso di rendimento dei depositi e il tasso di attualizzazione.

Nella tabella sottostante (4.18) vengono riassunte tutte le variabili necessarie:

Tabella 4.18 – Tabella riepilogativa per il calcolo delle sinergie negative legate al differenziale di struttura finanziaria

	<b>Banco BPM</b>
$\Delta D$	- 9.875.820
$t_c$	32,690%
$\Delta D_{D,Dep}$	- 2.852.273
$r_f$	1,747%
$i_{D,Dep}$	0,115% <sup>93</sup>
$r_A$	6,106%

Fonte: Elaborazione propria

<sup>93</sup> Il tasso di rendimento dei depositi è stato calcolato rapportando il valore degli interessi passivi verso clienti, pari a 101.119 euro, con il valore totale dei debiti verso clienti, pari a 87.848.146 euro, relativi al bilancio d'esercizio 2017.

Sulla base dei dati e dei valori presenti in tabella, il valore attuale del differenziale di struttura finanziaria risulta essere pari a:

$$\begin{aligned}
 W_{diff. st. finanz.} &= -9.875.820 * 0,3269 \\
 &+ \frac{-2.852.273 * (0,01747 - 0,00115)}{0,06106} = -3.990.760 \text{ euro}
 \end{aligned}
 \tag{4.13}$$

#### 4.13 Conclusioni

Riassumendo, secondo la logica del noto modello di stratificazione del valore, il processo di individuazione e di stima del valore totale delle sinergie può essere frammentato in diverse fasi, ognuna delle quali fa riferimento a uno specifico “strato” di valore. In particolare, così come mostrato in figura, il valore totale delle sinergie è dato da un primo strato formato dal valore dei flussi differenziali, che racchiude le sinergie operative, a cui si aggiungono un secondo e un terzo strato formati rispettivamente dal valore del differenziale di rischio e del differenziale di struttura finanziaria, che insieme racchiudono le sinergie finanziarie.

Figura 4.1 – Calcolo delle sinergie secondo il modello di stratificazione del valore

Valore del differenziale di struttura finanziaria	$W_{diff. st. finanz.} = \Delta D_{Banco BPM} * t_c + \frac{\Delta D_{D,Dep Banco BPM} * (r_f - i_{D,Dep})}{r_{A Banco BPM}} = -3.990.760$
Valore del differenziale di rischio	$W_{diff. rischio} = \frac{FCFA_{Banco BPM}}{r_{A Banco BPM} - g} - \frac{FCFA_{Banco Popolare}}{r_{A Banco Popolare} - g} - \frac{FCFA_{BPM}}{r_{A BPM} - g} = 220.344.493$
Valore dei flussi differenziali	$  \begin{aligned}  W_{diff. flussi} &= \frac{\Delta FCF A_{Banco BPM}}{(1 + r_A)} + \frac{\Delta FCF A_{Banco BPM}(1 + g)}{(1 + r_A)^2} \\  &+ \frac{\Delta FCF A_{Banco BPM}(1 + g)^2}{(1 + r_A)^3} + \dots + \frac{\Delta FCF A_{Banco BPM}(1 + g)^9}{(1 + r_A)^{10}} = 87.085.087  \end{aligned}  $
<b>Totale sinergie</b>	<b><math>W_{sinergie totali} = 303.438.820 \text{ euro}</math></b>

Fonte: Elaborazione propria sullo schema proposto da M. Massari, L. Zanetti, op. cit., 2008, pag. 376

Nel caso della fusione tra Banco Popolare e BPM, dalla somma dei vari strati emerge un valore totale delle sinergie pari a oltre 303 milioni di euro.

Per verificare la credibilità e la correttezza di tale valore si è pensato di confrontarlo con il valore percepito e stimato dal mercato di Borsa. Come accennato nel terzo capitolo, infatti, uno dei metodi che permette di verificare e comprendere se la fusione ha creato valore, o in altre parole sinergie, è quello di analizzare gli effetti sulle performance di Borsa delle banche coinvolte. È stata quindi impostata e svolta un'analisi che confrontasse le performance e la capitalizzazione di Borsa di Banco Popolare e di BPM nel momento subito precedente alla fusione e di Banco BPM non appena la fusione si è compiuta e completata. Secondo i dati e le informazioni fornite da Bloomberg, la capitalizzazione aggregata di Banco Popolare e di BPM al 31 dicembre 2016 risultava pari a 3,47 miliardi di euro, mentre quella di Banco BPM al 2 gennaio 2017, data di prima quotazione sull'MTA, risultava pari a 3,78 miliardi di euro, per un valore totale di sinergie pari a 311 milioni di euro.

Nella tabella seguente vengono mostrati, entrando più nel dettaglio, i valori di capitalizzazione e delle sinergie appena citati.

Tabella 4.17 – Calcolo del valore delle sinergie

Capitalizzazione	31.12.2016	02.01.2017
<b>Banco BPM</b>		<b>3.780.000.000</b>
<i>Banco Popolare</i>	1.895.572.484	
<i>BPM</i>	1.573.000.000	
<b>Aggregato</b>	3.468.573.484	
<b>Valore totale sinergie</b>	<b>311.427.516</b>	

Fonte: Elaborazione propria

Alla luce di quest'analisi, sembra evidente che il valore totale delle sinergie calcolato applicando il modello di stratificazione del valore sia in linea con quanto percepito dal mercato nel momento della quotazione del nuovo Banco BPM, risultando quindi piuttosto credibile.

Di conseguenza, risultano credibili anche le assunzioni e le ipotesi adottate in sede di valutazione dei flussi differenziali, secondo cui, derivando questi soprattutto dal taglio e dalla razionalizzazione di costi, non si sarebbero potuti presentare e ripetere per sempre, quanto

piuttosto su un orizzonte temporale più ridotto, che nel nostro caso abbiamo deciso di far coincidere con un periodo di 10 anni. Sembra quindi che il mercato, così come chi scrive, ritenga credibili dei risparmi di flusso su un orizzonte intorno ai 10 anni.

## Conclusioni

È stato più volte sottolineato e ripetuto, nel corso della trattazione, che le motivazioni alla base della diffusione del fenomeno delle operazioni di M&A tra banche siano da ricercarsi in qualcosa di più della semplice razionalizzazione organizzativa e strutturale che porta ad una diminuzione dei costi; sono le sinergie, infatti, a parere di chi scrive, la principale motivazione che giustifica realmente tale fenomeno. Proprio per questo, le sinergie, intese sia come sinergie quantitative e operative, ma anche come sinergie qualitative, finanziarie e fiscali, hanno rappresentato il filo conduttore dell'intero elaborato.

Abbiamo avuto modo di vedere che una delle sfide più importanti e più difficili dei manager coinvolti in operazioni di M&A è lo sviluppo in fase di pre-acquisizione/fusione di un'analisi strategica e decisionale in grado di identificare banche *target* che siano in grado di creare valore e, per l'appunto, sinergie. Un'errata identificazione e valutazione dei benefici sinergici, infatti, potrebbe portare l'operazione di M&A direttamente al fallimento.

Alla luce di ciò, nel quarto ed ultimo capitolo, si è cercato in primis di valutare le sinergie operative generate a seguito della fusione tra Banco Popolare e Banca Popolare di Milano e di confrontarle poi con il valore stimato e previsto dai manager in fase di pre-fusione.

In secondo luogo, poi, si è fatto un ulteriore passo in avanti cercando di valutare anche le sinergie finanziarie, riuscendo ad identificare e quantificare, in questo modo, il valore totale delle sinergie generate dall'operazione.

Il modello di stratificazione del valore, riadattato sulla base dell'*Asset Mark-down Model*, è stato lo strumento che ha permesso di raggiungere tali risultati.

Ma andiamo con ordine. Per quanto riguarda le sinergie operative, cioè quelle legate ai flussi incrementali, sono emerse delle possibili discordanze tra il valore stimato dai manager, negativo e pari a 22 milioni di euro netti, e il valore generato, calcolato tramite il modello di stratificazione del valore, che invece è risultato positivo e pari a 87 milioni di euro netti. E ciò

nonostante, va sottolineato, sia stato adottato un approccio e delle ipotesi il più prudenti possibile.

Tale discordanza può essere spiegata come una sovrastima da parte dei manager dei costi di integrazione oppure, più probabilmente, da una sottostima delle sinergie potenzialmente generabili, che, nella realtà, si sono manifestate attraverso una miglior efficienza in termini di razionalizzazione e ottimizzazione di quella prevista.

Sono state calcolate, poi, sempre attraverso l'applicazione del modello di stratificazione del valore, le sinergie finanziarie che attengono alla rischiosità e alla capacità di indebitamento di Banco BPM a seguito dell'operazione di fusione, le quali sono risultate rispettivamente pari a 220 milioni di euro e -4 milioni di euro. Quest'ultimo valore negativo trova spiegazione nel fatto che la nuova banca risulta meno indebitata rispetto all'aggregato delle due banche prese singolarmente pre-fusione, dimostrando dunque di non essere riuscita a beneficiare delle sinergie legate alla capacità di indebitarsi, né dal punto di vista dello scudo fiscale né da quello del *mark-down*, distruggendo, al contrario, valore.

Sommando algebricamente tutte le sinergie e i benefici generati, conseguibili a livello di flussi differenziali, differenziale di rischiosità e differenziale di struttura finanziaria, è emerso un valore totale delle sinergie pari a oltre 303 milioni di euro netti, il quale è sembrato essere credibile e coerente con il valore stimato dal mercato di Borsa. Dall'analisi svolta, che ha messo a confronto la capitalizzazione di Borsa aggregata di Banco Popolare e di BPM il 31 dicembre 2016, nel momento cioè subito precedente alla fusione, e di Banco BPM il 2 gennaio 2017, data di prima quotazione sull'MTA, è emerso infatti un valore totale di sinergie stimato dal mercato intorno ai 311 milioni di euro.

Concludendo, sembra quindi piuttosto evidente che il valore totale delle sinergie calcolato applicando il modello di stratificazione sia in linea con il valore che percepisce il mercato, dimostrando la credibilità delle ipotesi adottate.



## Bibliografia

F. Beltrame, R. Cappelletto, *Valutazione finanziaria e rischio nelle Piccole e Medie Imprese*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2013

F. Beltrame e D. Previtali, in *Valuing banks*, Palgrave Macmillan, Londra, 2016

A. Carretta, P. Schwizer, *Le fusioni in banca. Gestire l'integrazione per creare valore. Esperienze di successo e leve manageriali*, Bancaria editrice, Roma, 2008

L. Chiaramonte, *Le Concentrazioni bancarie in Europa e i processi di integrazione cross-border. Il caso Unicredit-HVB*, Giuffrè Editore, Milano, 2008

V. Conca, *Le acquisizioni. Il processo, il mercato, i prezzi*, Egea, Milano, 2001

A. Damodaran, *The dark side of valuation: Valuing young, distressed, and complex businesses*, Pearson Education, New Jersey, 2009

A. Damodaran, *Valutazione delle aziende*, ed. italiana a cura di F. Fabrizio, Wiley, Hoboken (New Jersey), 2010

S. Garzella, R. Fiorentino, *Sinergy value and strategic management. Inside the black box of mergers and acquisitions*, Springer, 2017

L. Guatri, *La valutazione delle aziende*, Milano, Giuffrè, 1987

L. Guatri, M. Bini, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Università Bocconi Editore, Milano, 2005



G. Hawawini, I. Swary, *Merger and Acquisition in the Us Banking Industry: Evidence from the Capital Markets*, North Holland, New York, 1990

D. Harding, S. Rovit, *Prendere o lasciare? Le quattro decisioni critiche in una strategia di M&A*, Etas, Milano, 2005

KPMG, *20 anni di M&A. Fusioni e acquisizioni in Italia dal 1988 al 2010*, Egea, Milano, 2010

M. La Torre, *Le concentrazioni tra banche. Riflessi gestionali e dinamiche di mercato*, UTET Libreria Srl, Torino, 2000

G. Manzana, M. Iori, *Guida alla valutazione d'azienda*, Il Sole24Ore, Milano, 2005

M. Massari, *Valutazione. Finanza aziendale*, McGraw-Hill, Milano, 1998

M. Massari, L. Zanetti, *Valutazione. Fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario*, McGraw-Hill, Milano, 2008

M. Massari, G. Gianfrate, *La valutazione delle banche: le best practice (anche in tempo di crisi)*, in *La valutazione delle aziende*, 2009

M. Massari, G. Gianfrate, L. Zanetti, *The valuation of financial companies: Tools and techniques to measure the value of banks, insurance companies and other financial institutions*, Wiley, 2014

A. Rappaport, *Creating Shareholders value: The new standard for business performance*, The Free Press, New York, 1986

A. Resti, *Le fusioni bancarie. La lezione dell'esperienza. Effetti, opportunità e rischi*, Bancaria Editrice, Roma, 2006

E. Rossi, *La finanza della crescita esterna. Creazione e distruzione di valore nelle acquisizioni aziendali*, Egea, Milano, 1999

M. Rutigliano, *Il bilancio della banca. Schemi, principi contabili, analisi dei rischi*, Egea, Milano, 2011

M. Rutigliano, *L'analisi del bilancio delle banche*, Egea, Milano, 2012

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

M. Sirower, *The synergy trap: How companies lose the acquisition game*, The Free Press, New York, 1997

L. Zanetti, *La valutazione delle acquisizioni: Sinergie, rischio e prezzi*, Egea, Milano, 2000

## **Articoli, relazioni, *working paper***

Accenture, *Strategy in action. The synergy enigma*, 2007

Banca d'Italia, *Bollettino economico*, varie annate

Banca d'Italia, *Relazioni annuali*, varie annate

Banca d'Italia, *Il bilancio bancario: schemi e regole di compilazione*, 2005

Banca d'Italia, *Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche*, 2006

Banca Popolare di Milano, *Bilanci e Relazioni*, varie annate

Banco BPM, *Bilanci e Relazioni*, varie annate

Banco BPM, *Piano strategico 2016-2019*

Banco Popolare, *Bilanci e Relazioni*, varie annate

F. Beltrame, S. Caselli, D. Previtali, "*Leverage, cost of capital and Bank Valuation*", *Journal of Financial Management, Markets and Institutions*, 2018

A. Berger, W. Hunter, S. Timme, "*The efficiency of financial institutions: A review and preview of research past, present and future*", *Journal of Banking and Finance*, vol. 17, 1993

Borsa italiana, *Guida alla valutazione*, 2004

G. Calori, *Il valore della sinergia*, LIUC paper, 2005

G. Chionsini, A. Foglia, P. M. Reedtz, "*Bank Mergers, Diversification And Risk*", Banca d'Italia - Banking and Financial Supervision 1, 2003

Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, "*Convergenza internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali*", 2006

Commissione Europea, *Settore bancario e stabilità finanziaria*, 2016

A. Cybo-Ottone, M. Murgia, "*Merger and Shareholders Wealth in European Banking*", Journal of Banking and Finance, vol. 24, 2000

CReSV Bocconi, Ernst&Young, *Le sinergie operative guidano l'M&A*, 2013

A. Damodaran, "*The value of synergy*", Stern School of Business paper, 2005

L. Davi, M. Ferrando, "*BPM – Banco, nasce un colosso da 170 miliardi*", *ilSole24Ore*, 2016

L. Davi, M. Ferrando, "*Banco – BPM, via libera BCE e dei consigli alla fusione: nasce la terza banca italiana*", *il Sole24Ore*, 2016

L. Davi, A. Graziani, "*Castagna (BPM): Una fusione alla pari che darà più profitti ai soci della BPM*", *il Sole24Ore*, 2016

"*BPM - Banco Popolare, le ragioni che hanno spinto le nozze*", *il Sole24Ore*, 2016

ECB, *EU banking structure*, varie annate

ECB, *Mergers and acquisitions involving the EU banking industry*, 2000

R. Eccles, K. Lanes, T. Wilson, *"Are you paying too much for that acquisition?"*, Harvard Business Review, vol. 77, 1999

R. Ferretti, S. Sandri, *"Valutazione d'azienda e struttura del capitale: Aspetti metodologici e applicazioni alle imprese bancarie"*, Banche e Banchieri, vol. 3, 1992

R. Ferretti, *"Le acquisizioni bancarie e la reazione del mercato borsistico: Le analisi in USA, Europa e Italia"*, Bancaria, vol. 10, 2000

D. Focarelli, F. Panetta, C. Salleo, *"Why do banks merge?"*, Journal of Money, Credit and Banking, vol. 34, 2002

S. Garzella, R. Fiorentino, *"The synergy valuation models: Towards the real value of mergers and acquisitions"*, International Journal of Finance and Economics, 2013

S. Garzella, R. Fiorentino, *"A synergy measurement model to support the pre-deal decision making in mergers and acquisitions"*, Management Decision, vol. 52, 2014

S. Garzella, R. Fiorentino, *"The disclosure of synergy value in M&As: Practices, informativeness and explanatory factors"*, European Journal of Scientific Research, vol. 120, 2014

E. Gomes, D. Angwin, Y. Weber, S. Tarba, *"Critical Success Factors through the Mergers and Acquisitions Process: Revealing Pre- and Post-M&A Connections for Improved Performance"*, Thunderbird International Business Review, 2012

G. Gagliardi (PwC), *"Valutare il processo di M&A"*, Amministrazione e Finanza, vol. 12, 2003

A. Graziani, *“Davide Serra: Gli investitori dicono sì alla fusione Banco – BPM”*, ilSole24Ore, 2016

Group of Ten, *Report on consolidation in financial sector*, 2001

L. Guatri, *“Le varie concezioni del valore del capitale: Necessità di eliminare alcune confusioni terminologiche”*, Finanza, Marketing e Produzione, vol. 2, 1992

T. Hannan, J. Wolken, *“Returns to Bidders and Targets in the Acquisition Process: Evidence from the Banking Industry”*, Journal of Financial Services Research, vol. 3, 1989

J. Houston, C. James, M. Ryngaert, *“Where do merger gains come from? Bank mergers from the perspective of insiders and outsiders”*, Journal of Financial Economics, vol. 60, 2001

H. Huizinga, J. Nelissen, R. Vander Venet, *“Efficiency effects of bank mergers and acquisitions in Europe”*, Tinbergen Institute discussion paper, 2001

KPMG, *Analisi dei bilanci dei gruppi bancari: Trend e prospettive*, varie annate

KPMG, *L'evoluzione del sistema bancario italiano: Gli indicatori chiave*, 2019

Ministero dell'Economia e della Finanza, *Evoluzione e riforme del settore bancario italiano*, 2016

R. Moore, *“Banking's Merger Fervor: Survival of the Fittest?”*, in *“Financial Industries Studies”*, Federal Reserve Bank of Dallas, 1996

T. Mukherjee, H. Kiyamaz, K. Baker, *“Merger motives and target valuation: A survey of evidence from CFOs”*, Journal of Applied Finance, vol. 14, 2004

S. Orsag, K. McClure, *“Modified net present value ad a useful tool for synergy valuation in business combinations”*, UTMS Journal of Economics, 2013

A. Resti, G. Siciliano, *“Le acquisizioni di banche quotate creano valore per gli azionisti? Un confronto tra i prezzi di borsa e i dati fondamentali di alcune banche italiane”*, Banca Impresa Società, vol. 1, 1999

G. Romano, *“La riforma delle banche popolari tra argomenti di diritto interno e ragioni di diritto europeo”*, Convegno annuale dell'associazione italiana dei professori universitari di diritto commerciale, 2016

S. Rossi, *Audizione nell'ambito dell'istruttoria legislativa sul disegno di legge C. 2844, di conversione in legge del decreto-legge n. 3 del 2015, recante misure urgenti per il sistema bancario e gli investimenti*, 2015

M. Snichelotto, A. Pegoraro, *“Le operazioni di M&A come strumento di vantaggio competitivo”*, Rivista n.3, Febbraio 2009

V. Srinivasan, *“Reflections on A Simultaneous Approach to Market Segmentation and Market Structuring”*, Journal of Marketing Research, vol. 29, 1992

Tavolo di lavoro M&A (AIFI), *Guida M&A. Come valutare, acquisire e cedere un'azienda*, 2012

R. Vander Vennet, *“The effect of mergers and acquisitions on the efficiency and profitability of EC credit institutions”*, Journal of Banking and Finance, vol. 20, 1996

M. Zollo, D. Leshchinskii, "*Can firms learn to acquire? Do markets notice?*", Working Paper, The Wharton School, University of Pennsylvania, vol. 1, 2000



## SITOGRAFIA

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

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

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

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

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

[www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu)

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

[www.gruppo.bancobpm.it](http://www.gruppo.bancobpm.it)

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

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

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

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

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