



Università  
Ca'Foscari  
Venezia

Corso di Laurea  
magistrale in  
Economia e  
Finanza  
ordinamento (LM-56)

Tesi di Laurea  
Magistrale

**L'influenza della corporate governance nell'efficacia  
dell'M&A nel settore bancario italiano**

**Relatore**

Chiar.ma Prof.ssa Gloria Gardenal

**Laureando**

Andrea Stocco

Matricola

878091

**Anno Accademico**

2023 / 24

# INDICE

Introduzione .....	4
Capitolo I: Il settore bancario .....	5
1.1 Evoluzione storica del settore bancario alla luce dei cambiamenti normativi .....	5
1.2 Analisi modello di Porter nel settore bancario .....	12
1.3 I modelli del gruppo bancario e del conglomerato finanziario .....	19
1.4 Il bilancio delle banche ed indici chiave .....	25
Capitolo II: Fusioni ed Acquisizioni.....	41
2.1 Definizione e tipologie di fusioni ed acquisizioni .....	41
2.2 Normativa in tema di M&A .....	43
2.3 Obiettivi e rischi alla base degli accordi di M&A .....	46
2.4 Valore contabile creato da fusioni ed acquisizioni.....	48
2.5 Fasi dell' M&A .....	50
2.5.1 <i>La due diligence</i> .....	52
2.5.2 <i>Il processo di valutazione aziendale</i> .....	55
2.6 Storia delle “Merger waves” .....	62
2.7 Attività di M&A in Italia .....	64
Capitolo III: M&A nel settore bancario.....	73
3.1 Trend recente di M&A tra banche in Italia .....	73
3.2 Limitazioni agli accordi di M&A tra banche, analisi del TUB .....	75
3.3 Obiettivi M&A tra banche .....	77
3.4 Alternative all'M&A bancario.....	79
3.5 Valutazione prezzo banche .....	82
3.6 Conseguenze dell'M&A tra banche .....	84
Capitolo IV: La corporate governance nelle banche.....	87
4.1 Analisi e sviluppi della normativa .....	87
4.2 Il Decreto MEF n.169/2020.....	92

4.3	Pluralità forme di corporate governance del sistema bancario italiano ....	94
4.4	Le nuove sfide della corporate governance bancaria .....	97
4.5	Relazione tra corporate governance e concorrenza.....	100
4.6	Relazione tra numerosità della corporate governance ed efficienza.....	102
<b>Capitolo V: L'influenza delle caratteristiche della corporate governance bancaria</b>		
nelle operazioni di M&A del campione selezionato .....		105
5.1	L'analisi empirica .....	105
5.2	Campione di riferimento e caratteristiche .....	108
5.3	Analisi del campione tramite studio delle correlazioni e delle regressioni	
	.....	125
Considerazioni conclusive.....		154
Bibliografia .....		157
Sitografia.....		160

## Introduzione

Negli ultimi vent'anni si sono realizzate numerose operazioni di M&A tra banche in Italia in quanto sono state considerate tra le alternative più profittevoli di impiego di liquidità in eccesso per incrementare la propria competitività nel mercato. Tale scopo però, come dimostrato da numerosi paper, non viene raggiunto nel caso in cui la corporate governance delle banche incorporanti delibere l'attività di M&A al fine ultimo di ottenere vantaggi diversi dall'incremento della mera redditività aziendale.

L'obiettivo di questa tesi di laurea è verificare se le caratteristiche della corporate governance delle banche italiane incorporanti influenzino o meno i benefici aziendali derivanti da tali operazioni di finanza straordinaria avvenute tra il 2015 ed il 2020. Tali analisi sono state effettuate tramite lo studio delle correlazioni delle informazioni legate agli indici di bilancio dell'incorporante pre e post operazione con le caratteristiche della corporate governance delle banche del campione di riferimento e tramite regressioni.

## Capitolo I: Il settore bancario

### 1.1 Evoluzione storica del settore bancario alla luce dei cambiamenti normativi

La normativa bancaria ad oggi è parzialmente privatistica in quanto la banca è considerata a tutti gli effetti un'impresa, regolata quindi dal diritto privato e commerciale, e parzialmente pubblicistica nei casi della vigilanza condotta da pubbliche autorità.

Il TUB è il codice che disciplina la banca, ovvero l'impresa autorizzata all'esercizio dell'attività bancaria (articolo 1 TUB) dal momento della sua nascita fino alla sua cessazione in essere.

La prima legge a tema banche fu la legge bancaria del 10 Agosto 1893 n.449 emanata da Banca d'Italia. Essa stabilì un tetto massimo di emanazione del contante, mise le basi per la ristrutturazione delle banche, iniziò il passaggio verso una banca di esclusiva emissione e istituì delle norme che avevano come fine ultimo il beneficio collettivo dei cittadini a discapito del guadagno dei possessori di quote di capitale (Banca d'Italia, Dall'istituzione della Banca d'Italia alla legge bancaria del 1936).

Nel 1926 venne istituita in Italia la “prima legge bancaria” con la quale si limitarono le tipologie di investimenti che le banche potevano fare, prima di questa legge infatti le banche potevano attuare qualsiasi tipologia di investimento in qualunque settore senza alcun tipo di controllo da parte delle istituzioni.

Nacque inoltre una sorta di vigilanza del sistema creditizio di competenza esclusiva della Banca d'Italia, che divenne l'unico istituto di emissione; e si fissarono alcuni vincoli che le banche dovevano rispettare, fra tutti un capitale minimo a garanzia dei correntisti ed un quantitativo d'oro pari come minimo al 40% della moneta in circolazione (Banca d'Italia, Dall'istituzione della Banca d'Italia alla legge bancaria del 1936).

Nel 1929<sup>1</sup> ci fu una crisi che colpì il mondo in maniera significativa, tra cui le banche.

I legislatori perciò dovettero modificare la “prima legge bancaria” ed emanarono una nuova legge bancaria nel 1936-38 col fine ultimo di garantire la stabilità del sistema finanziario italiano. Fu una legge elastica, che lasciava molto spazio all'interpretazione, ad esempio

---

<sup>1</sup> La crisi del '29, Autorità italiana per la vigilanza dei mercati finanziari, <https://www.consob.it/web/investor-education/la-crisi-del-29>

recitava: “la Banca d’Italia autorizza l’apertura di nuovi sportelli” senza indicare i requisiti ed i criteri.

Nel 1977 tramite il dpr. 350/1980 per la prima volta, venne meno l’elasticità ed i presupposti per concedere l’autorizzazione all’attività bancaria divennero oggettivi. Tale concetto è tutt’ora un fondamento del TUB, nella fattispecie le banche per ottenere l’autorizzazione ad esercitare l’attività bancaria devono rispettare alcuni criteri, quali: configurarsi come S.p.A. oppure come SCARL; il capitale interamente versato deve essere almeno pari ad un importo minimo stabilito da Banca d’Italia; devono illustrare un piano in cui si configurava l’attività iniziale, comprendente l’atto costitutivo e lo statuto; i soggetti che esercitano attività di amministrazione, controllo e direzione siano idonei secondo l’articolo 26 ecc. (articolo 14 TUB).

Nel 1990 ci furono alcune direttive che cambiarono radicalmente le caratteristiche del settore bancario: si incentivò normativamente e fiscalmente la privatizzazione, sotto forma di S.p.A. delle banche pubbliche rendendo però necessaria la vigilanza di enti pubblici, nacquero inoltre le fondazioni di “origine bancaria” con una netta separazione tra fini imprenditoriali e sociali (Legge Amato-Carli 2018/90); venne assegnato l’onere a Banca d’Italia di avere lo scopo di anti-trust del settore bancario e si determinò il concetto di sana e prudente gestione come criterio per poter assumere o meno, da parte di qualunque soggetto, quote di capitale nelle imprese bancarie (legge 287/90 sulla tutela della concorrenza); si cercò inoltre di abbattere il monopolio dell’intermediazione bancaria, riservando il mercato non solo alle banche ma anche alle SIM (legge 1/91 sull’intermediazione mobiliare e sull’organizzazione del mercato) (Il settore bancario in Italia dopo le riforme degli anni ’90 e fino ai giorni nostri, Conversazione di Carlo Pisanti, 2010).

Nel 1994 è entrato in vigore il TUB, che regola tutt’oggi il sistema bancario. È risultato necessario a quei tempi innovare la legislazione bancaria in quanto era cambiato radicalmente l’ambiente in cui operavano le banche, dovuto da: presenza prevalente di banche pubbliche; numerosità molto bassa di sportelli bancari; settore bancario fortemente specializzato, ad esempio solo una banca poteva concedere credito ad un determinato settore; numerosità di banche elevata, con la maggioranza di esse di piccole dimensioni; concorrenza tra banche ed intermediari finanziari; digitalizzazione dell’attività bancaria; internazionalizzazione del settore bancario, e di quello finanziario (Manuale di diritto bancario e finanziario, Francesco Capriglione, 2019).

Il TUB si basa su alcuni principi cardine, su tutti la tutela dell'imprenditorialità e dell'imprenditore nel settore bancario, riconoscendo infatti che l'impresa bancaria è messa sullo stesso piano delle altre attività e fornendole gli stessi diritti e connotazioni; tutela della concorrenza bancaria, che viene vista non come possibile minaccia sistemica del settore, ma come mezzo per raggiungere l'efficienza; delegificazione a fonti secondarie; passaggio da una vigilanza strutturale, in cui le autorità creditizie avevano la facoltà di modificare le caratteristiche del mercato, ad una vigilanza prudenziale, in cui dopo aver stabilito una legislazione minima poco incisiva sul mercato, si lasciano le banche libere di operare a loro discrezione; de-specializzazione in vari casi, restringendo il cerchio di possibili ragioni sociali, facendo sì che le banche possano averne solo due ovvero S.p.A. oppure Società Cooperativa per Azioni a Responsabilità Limitata (SCARL) la quale può essere una banca popolare oppure una banca di credito cooperativo (de-specializzazione istituzionale), lasciando libertà alle banche sull'orizzonte temporale (de-specializzazione temporale) e sull'attività su cui operare (de-specializzazione operativa) (Manuale di diritto bancario e finanziario, Francesco Capriglione, 2019).

Come detto in precedenza, il TUB regola tutto il ciclo di vita delle banche.

Particolarmente rilevante è l'articolo 10 in cui si parla dell'attività bancaria, che consiste nella presenza contestuale dell'attività di raccolta di risparmio dal pubblico, ovvero l'acquisizione di fondi con la clausola di obbligo di rimborso (articolo 11 TUB) e nell'esercizio del credito. Avendo a tutti gli effetti carattere d'impresa, chi esercita l'attività bancaria è considerato un imprenditore commerciale. L'attività bancaria è inoltre riservata appunto alle banche, che hanno ottenuto in precedenza l'autorizzazione da chi competente e quindi iscritte all'albo del registro delle imprese ed ad un albo apposito tenuto da Banca d'Italia (articolo 13 TUB)

Nel 2015 i legislatori si sono chiesti se le banche italiane fossero più solide di quelle di altri Paesi.

Da uno studio condotto dal Ministro dell'Economia e della Finanza (2016) si evince che la risposta a tale domanda risultava in parte affermativa.

Le banche italiane infatti erano esposte per investimenti in asset che, per ragioni attuali oppure derivanti dalla storia recente, si considerano poco remunerativi in relazione al rischio assunto in maniera meno consistente rispetto alle banche di altre Nazioni facenti parte dell'Unione Europea.

In particolare le banche italiane avevano investimenti inferiori rispetto alla media delle banche europee nei Paesi emergenti, la cui economia in quegli anni non stava vivendo un

periodo prospero. Questi Paesi hanno una serie di caratteristiche comuni: investimenti importanti esteri, aumento del ceto medio, incremento del settore terziario a discapito di quello primario e secondario ed un reddito pro capite basso accompagnato da tassi di crescita alti (onlinesim Gruppo Ersel, quali sono le economie emergenti e come investire, 2016).

Attuare queste tipologie di investimento comporta esporsi ad un forte rischio di liquidità ed ad una politica economica del Paese spesso altalenante che ha un impatto sull'economia locale molto forte.

Le banche italiane inoltre possedevano investimenti inferiori rispetto a quelle europee nel mercato immobiliare ed in quello dei derivati (Figura 1.1), due mercati che possono essere assoggettati a forti rischi, che hanno infatti causato la crisi del 2008.

Le banche italiane però, presentavano una quantità di crediti deteriorati superiore in media alle altre banche europee e in crescita. Possedere crediti deteriorati per le banche è un problema in quanto incide negativamente sugli istituti finanziari causando una diminuzione dell'utile aziendale, una minore ampiezza di raccolta ed un processo di allocazione del credito inefficiente (Banca d'Italia Eurosystem). Nel 2015 infatti, i crediti deteriorati delle banche italiane erano complessivamente 360 miliardi di euro. Inoltre i tempi di recupero dei crediti erano molto elevati, maggiori alla media europea.

Pertanto nel 2016 sono stati emanati alcuni decreti con lo scopo di assottigliare il più possibile questi gap con le banche di altre Nazioni europee.

In primis il Parlamento ha convertito il decreto 59/2016 nella legge n.119 del 30 Giugno 2016. Nella fattispecie sono state introdotte una serie di misure aventi come fine ultimo la diminuzione radicale dei tempi di recupero dei crediti deteriorati. Ciò avviene tramite: l'ideazione di un registro delle espropriazioni forzate immobiliari, della prassi di insolvenze e degli strumenti di conduzione della crisi; possesso degli organi delle procedure concorsuali all'informativa all'interno delle banche dati; un superiore impiego dell'informatica che si verifica nel frangente di costituzione del comitato dei creditori, ma anche durante l'udienza per l'accertamento del passivo del fallimento<sup>2</sup>.

Un altro strumento per ridurre il gap, contenuto del Decreto Legislativo 59/2016 è stato il "Patto marciano" secondo cui, qualora si verifici l'inadempienza del credito, la banca ha la facoltà di vendere l'immobile posto a garanzia in modo extragiudiziale<sup>3</sup>

---

<sup>2</sup> Evoluzioni e riforme del settore bancario italiano, Ministro dell'Economia e delle Finanze, 2016

<sup>3</sup> Avvocato 360, <https://avvocato360.it/news/patto-marciano-cose-e-come-funziona#:~:text=Ma%20in%20cosa%20consiste%20in,non%20paga%20le%20rate%20dovute>.

Per quanto concerne invece la riduzione dei crediti deteriorati, ha un ruolo di rilievo la garanzia sulle cartolarizzazioni delle sofferenze. Quest'ultima è una garanzia fornita agli istituti finanziari dal Tesoro per ridurre le sofferenze bancarie che hanno in bilancio. La garanzia è assegnata soltanto alle tranche senior, ovvero le più sicure.

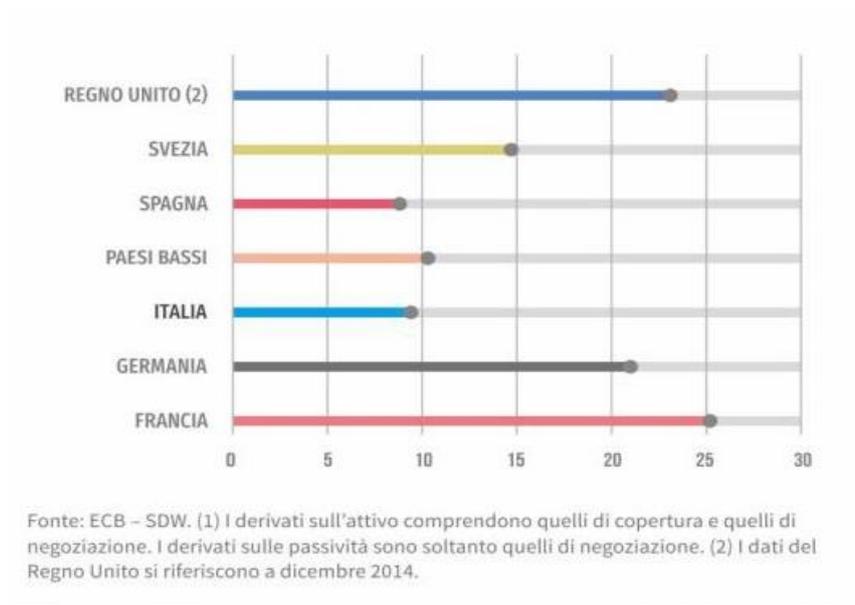
Questa riforma ha funzionato?

Nel 2013 i crediti deteriorati delle banche italiane si sono concretizzati per un volume di 357 miliardi di euro.

Si può affermare pertanto che questa riforma, ha diminuito nel breve periodo la numerosità di crediti deteriorati provocando un decremento di un punto percentuale a fine anno 2016 (Banca d'Italia), ma nel lungo il suo effetto si sia eclissato.

Figura 1.1 : Esposizione in derivati banche europee

Fonte: *Evoluzione e riforme del settore bancario, Ministro dell'Economia e della Finanza, 2016*



Le banche sono disciplinate anche dalla Costituzione, nella fattispecie particolarmente rilevanti sono gli articoli 41 e 47.

La costituzione tratta infatti dell'iniziativa economica, e pertanto essendo la banca un'impresa a tutti gli effetti, quanto previsto per l'impresa ha valenza anche per le istituzioni bancarie. Nella fattispecie si esplica che l'iniziativa imprenditoriale è libera e che non può svolgersi in contrasto con l'utilità sociale o in modo da recare danno a terzi in nessun modo.

L'articolo 47 della Costituzione recita: "La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in ogni sua forma; disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito e favorisce l'accesso al risparmio popolare in determinate circostanze".

Particolarmente rilevanti sono inoltre le fonti normative di carattere europeo che sono state emanate nel tempo.

Nel 1958 nacque la Comunità Economica Europea (Trattato di Roma), con l'obiettivo di creare un mercato unico europeo tramite la libertà di insediamento e di prestazione dei servizi da parte delle imprese nel territorio europeo.

Solo nel 1977 si armonizzò parzialmente la legislazione in tema bancario con alcuni strumenti quali: definizioni univoche di termini specifici del settore bancario; concessione di autorizzazioni all'attività bancaria solo con requisiti oggettivi, dato che fin da quel momento l'attività bancaria non era libera; e collaborazioni tra le autorità competenti di ciascuna Nazione (direttiva 780 del 1977).

Nel 1988 si ebbe Basilea 1<sup>4</sup> che ha posto le basi per il concetto che si concretizzerà qualche anno dopo di vigilanza prudenziale. L'idea infatti era quella di definire una conversione sovranazionale per quanto concerne il capitale ed i coefficienti patrimoniali minimi per le banche.

Nel 1989 si stilano tre concetti, che sono tutt'oggi alla base del TUB, ovvero: il principio del mutuo riconoscimento, secondo cui ogni banca dell'unione europea che è stata legittimata dalla propria Nazione ad esercitare l'attività bancaria, lo può fare su tutto il territorio europeo; l'home country control, secondo cui la competenza di vigilare sulla banca è di dominio esclusivo dell'autorità competente del Paese in cui ha sede legale; ed un armonizzazione crescente rispetto al passato, che poi si rafforzerà ulteriormente nel 2000 (direttiva 646 del 1989).

---

<sup>4</sup> Kalaway, where companies meet finance, <https://kalaway.com/accordi-basilea-sistema-rating/#:~:text=Basilea%20si%20basava%20sui,%2C%20detto%20di%20%E2%80%9Cvigilanza%E2%80%9D>.

Proprio negli anni 2000 si ebbe Basilea 2, con la quale si concretizzarono tre pilastri fondamentali: requisito patrimoniale minimo per le banche più severo; intensificazione della vigilanza prudenziale e tutela della trasparenza sul mercato.

Con la crisi finanziaria del 2008 le banche europee hanno subito perdite ingenti, i legislatori europei perciò hanno emanato nuove norme al fine di migliorare la solidità del sistema bancario riducendo il rischio sistemico tramite l'accrescimento della vigilanza prudenziale. È stato istituito nel 2009 il Sistema Europeo di Vigilanza Finanziaria (SEVIF), una vigilanza comune a livello europeo per accrescere l'armonizzazione bancaria comunitaria. Si fondò anche l'EBA (European Banking Authority), con compito di vigilare le banche europee a livello micro-prudenziale e di imporre standard tecnici (Capriglione, 2019).

L'armonizzazione piena del sistema bancario avverrà solo nel 2012 con la costituzione dell'Unione Bancaria, la quale si basa su tre pilastri.

Il primo pilastro consiste in un sistema unico di vigilanza (MVU o SSM) delle banche europee, nel quale si è stabilito che le banche "more significant" sono vigilate dalla Banca Centrale Europea che esercita un controllo prudenziale, mentre quelle "less significant" sono vigilate dalla banca centrale di ogni Nazione (Banca d'Italia per l'Italia).

Il secondo pilastro è il meccanismo di risoluzione unico delle crisi bancarie (SRM), con l'ausilio della "Bank Recovery and Resolution Directive" (BRRD) come strumento primario. Nella fattispecie lo scopo è quello di prevenire la crisi conclamata, in cui il compito di intervento è dell'autorità di risoluzione, intervenendo già quando si verifica una situazione di stress. In quest'ultimo caso il potere di intervento spetta all'autorità di vigilanza competente che attua talune misure preventive. Se dopo ciò la crisi non risulta superata avviene la dichiarazione del dissesto o rischi di dissesto.

Il terzo pilastro è la creazione di un sistema di garanzia dei depositi che ha portato a: obbligo di informativa ai depositanti; livello oggettivo delle garanzie; funding e contribuzioni risk based; cooperazione cross-border tra DGS (sistema garanzia deposit) (direttiva 2014/49).

Nel 2011 entra in vigore Basilea 3, che si sostanzia in alcune regole date alle banche per migliorare la loro solidità, nella fattispecie annuncia abilità superiore al passato nell'assorbire le perdite e nella gestione del rischio e maggiore trasparenza.

## 1.2 Analisi modello di Porter nel settore bancario

Il modello di Porter quantifica attraverso l'analisi di cinque forze (nuovi entranti, potere dei fornitori, rivalità coi competitor esistenti, minaccia di prodotti sostitutivi, potere degli acquirenti) la competitività di un determinato settore studiandone l'attrattività in termini di redditività.

Per capire il tasso di competitor nuovi entranti nel settore in Italia è doveroso analizzare molti fattori. In primis la contendibilità, che risulta essere alta in quanto le banche in Italia sono, a differenza degli altri Stati europei, prevalentemente private, nella fattispecie sono S.p.A. perciò risulta facile acquistare quote ed avere la maggioranza per riuscire ad avere rilevanza nell'organo decisionale.

Per quanto riguarda l'attrattività del settore, quella oggettiva è bassa in quanto gli indicatori chiave non sono migliori di quelli di altri settori. C'è però un'alta attrattività soggettiva per imprese quali Fintech<sup>5</sup> che operano in maniera diversa rispetto alle banche tradizionali attuando un'innovazione di processo e di prodotto, così facendo hanno strutture di costi e ricavi diverse e quindi riescono ad ottenere dei valori positivi di redditività.

Il settore Fintech in tutte le aree geografiche è in forte crescita, grazie alla quantità di investimenti effettuati in tali imprese in tutto il Mondo (Figura 1.2).

Il dato dal 2018 ad oggi, nonostante alcune oscillazioni, è caratterizzato da un trend positivo. Nel 2022, infatti gli investimenti in imprese Fintech nel Mondo hanno raggiunto un valore pari a 164,1 miliardi di dollari per un totale di numero di operazioni in forte crescita, ovvero 6006; l'anno invece in cui si è assistito al valore maggiore è il 2021, nel quale sono avvenute 7321 operazioni per un importo complessivo di ben 238,9 miliardi di dollari di investimenti<sup>6</sup>.

Nel periodo dal 2017 al 2020, le banche italiane hanno investito in imprese Fintech una somma di denaro complessiva di 624 milioni di euro (Banca d'Italia, 2019).

Le imprese Fintech inoltre risultano sempre più apprezzate dai correntisti, infatti nel periodo della pandemia da Covid19, nel 2020 il 73% dei correntisti che ha utilizzato servizi bancari online ha dato feedback positivo su quest'ultimi.

---

<sup>5</sup> Dalla definizione data dall'Osservatorio Fintech & Insurtech, per Fintech si intendono tutte le innovazioni digitali in ambito finanziario

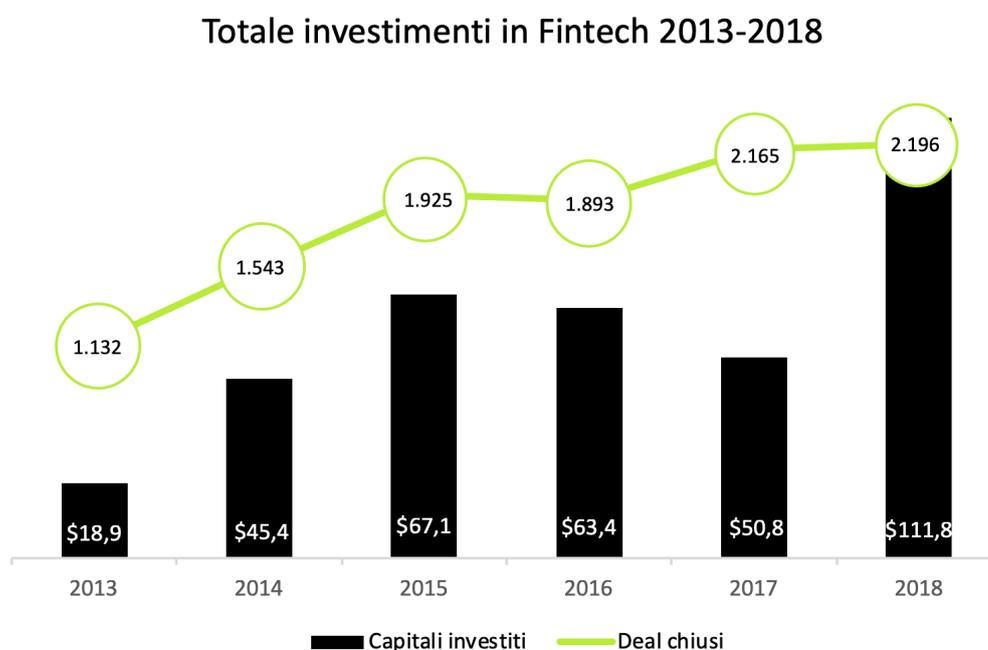
<sup>6</sup> KPMG, Analisi semestrale dei trend e degli investimenti nel settore fintech a livello globale

Nel 2022 mediamente il fatturato delle imprese Fintech italiane è raddoppiato rispetto all'anno precedente, anche se l'Italia con un valore medio di 53, risulta essere il terz'ultimo Paese dell'Unione europea rispetto al numero di pagamenti elettronici per persona, la media europea è infatti 151 (Italia in dati I dati che aiutano a capire l'Italia, Fintech).

In Italia, nel 2021, il 15-20% della clientela bancaria dichiara che intende aumentare l'utilizzo dei canali digitali, per accedere ai servizi bancari<sup>7</sup>.

Figura 1.2: Trend investimenti in start up Fintech nel Mondo

Fonte: Performoney, Fintech Italia ed Estero: 3 Cambiamenti Epocali!



Le barriere in entrata oggettive consistono prevalentemente nelle tecnologie complesse ed onerose e nella regolamentazione. Quest'ultima però non risulta essere particolarmente rigida

<sup>7</sup>Focus Risparmio, l'informazione gestita, <https://www.focusrisparmio.com/news/innovazioni-e-pandemia-accelerano-la-digitalizzazione-delle-banche>

e permette a molti imprenditori di entrare senza con troppa difficoltà. Nel settore bancario infatti c'è la liberalizzazione di molti servizi, per esempio i servizi di pagamento possono essere erogati da imprese anche non bancarie. Da sottolineare il fatto che con la concretizzazione della de-specializzazione ed il passaggio dalla vigilanza strutturale a quella prudenziale, la concorrenza nel settore bancario è aumentata<sup>8</sup>.

Detto ciò si può affermare che i nuovi entranti nel settore bancario italiano, specialmente Fintech, sono significativamente elevati.

Per quanto concerne il potere contrattuale dei fornitori delle imprese bancarie, questi ultimi sono principalmente imprese tecnologiche ed imprese di informazioni. Le seconde, che forniscono dati complessi elaborati come ad esempio rating, stanno sempre più diminuendo e diminuendo la propria importanza per le banche in quanto molte informazioni che una volta erano riservate, adesso con le legislazioni attuali sono diventate di dominio pubblico. Attualmente infatti una banca può anche costruirsi un rating delle società target interno.

Per quanto concerne invece i fornitori di tecnologie, si può affermare che hanno un potere contrattuale estremamente elevato. Il rapporto tra banche ed fornitori tecnologici è infatti un'alternanza tra collaborazione e competizione. La prima avviene in quanto essendo l'operatività degli istituti finanziari estremamente complessa, le banche hanno interesse ad affidarsi ad un fornitore ed a continuare il rapporto con quest'ultimo nel lungo periodo in quanto cambiare fornitore vorrebbe dire esporsi ad un periodo di apprendimento di quest'ultimo, più o meno lungo, che comporta un aumento dei costi per la banca ed una diminuzione della libertà di operare delle operazioni di normale core business in quel periodo. La presenza di competizione è la causa del forte potere contrattuale che hanno i fornitori di tecnologie nei confronti delle banche. I primi infatti fornendo soluzioni tecnologiche alle banche, devono necessariamente comprendere i processi produttivi che stanno alla base del core business bancario per realizzare un prodotto efficace, così facendo imparano come opera una banca nello specifico e potrebbero integrare l'attività a valle e diventare a loro volta delle banche acquisendo il controllo di quest' ultime oppure fornendo consulenze a tema bancario (Paolo Mottura, 2011).

I fornitori di tecnologie di una determinata banca potrebbero inoltre diventare fornitori di altre banche competitor vendendo tutta la conoscenza appresa dalla banca. Ciò comporta un

---

<sup>8</sup> Banche: Strategie, organizzazione e concentrazioni, Paolo Mottura, 2011

rafforzamento sul mercato delle altre banche competitor che potrebbero aumentare la loro quota di mercato, riducendo così indirettamente quella della banca specifica.

Per quanto concerne invece il potere contrattuale dei clienti si può affermare, per le ragioni che si espongono in seguito, che non sia molto elevato. Infatti il mondo finanziario si è evoluto nel tempo, nella fattispecie si sono evoluti i bisogni dei clienti, che sono diventati sempre più complessi ed eterogenei. Attualmente per esempio c'è il bisogno per molti soggetti di investire in un fondo pensione, dato che rispetto al passato le pensioni ora sono più basse in proporzione allo stipendio percepito, per attuare questo investimento ci sono molte soluzioni, diverse tra loro. Ciò ha contribuito alla creazione di sempre più strumenti finanziari estremamente complessi ed esotici, nonché di difficile comprensione per il cliente, in quanto come si evince dal grafico (Figura 1.3) i cittadini italiani hanno un'alfabetizzazione finanziaria estremamente bassa rispetto alla media europea. Pertanto gli operatori bancari sono in una posizione di forza rispetto ai clienti, dato che questi ultimi non comprendono a pieno le caratteristiche dello strumento finanziario che viene proposto in una consulenza. Questo può portare il cliente a sottoscrivere un contratto particolarmente redditizio per la banca, che però non riesce a soddisfare a pieno i suoi bisogni.

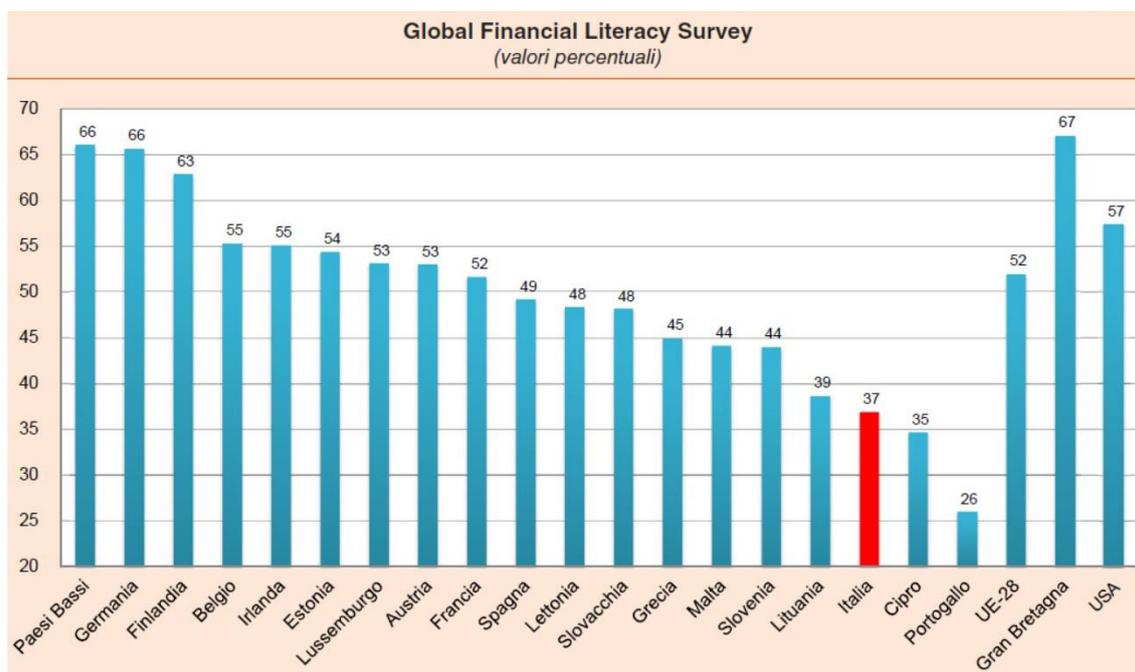
Il cliente ha comunque delle forme di tutela infatti, dal 2009, è stato istituito l'Arbitro Bancario Finanziario che ha il compito risolvere le controversie tra banche e clienti sui prodotti e servizi bancari<sup>9</sup>. Questa tipologia di tutela rappresenta un'alternativa meno complessa, meno onerosa in termini economici e più veloce rispetto a quella offerta dal giudice ordinario, in tale processo infatti non è richiesta la presenza di avvocati e la decisione finale viene presa solo ed esclusivamente analizzando la documentazione fornita dalle parti. Se l'intermediario non rispetta la decisione presa dall'Arbitro Bancario Finanziario, la notizia diventa di pubblico dominio.

---

<sup>9</sup> L'economia per tutti Banca d'Italia per la cultura finanziaria, Strumenti di tutela

Figura 1.3: Alfabetizzazione Nazioni europee a confronto

Fonte: Mediolanum Family banker, Educazione finanziaria: a che punto siamo in Italia?



Per quanto riguarda i prodotti sostitutivi nel settore bancario, la minaccia arriva soprattutto dai mercati mobiliari regolamentati. In questi anni infatti si sta vivendo un periodo di disintermediazione. Sostanzialmente i depositi in conto corrente nelle banche dei correntisti vengono investiti acquistando quote di fondi d'investimento. Questa disintermediazione però, ha più natura contabile che sostanziale, in quanto le banche per mantenere il controllo del denaro, possono incentivare il correntista ad acquistare quote di fondi d'investimento controllati dalla banca stessa. Così facendo non solo il controllo del denaro resta della banca, ma quest'ultima aumenta i suoi ricavi in conto economico offrendo un servizio d'investimento. Perciò a livello sostanziale alla banca non cambia molto, mentre il cambiamento avviene a livello contabile, in quanto da tale processo scaturisce una diminuzione nello Stato Patrimoniale dei depositi ed un aumento contestuale dello stesso importo dei fondi intermediati (Paolo Mottura, 2011).

Per tale ragione, i prodotti sostitutivi non costituiscono un problema per le banche, anzi possono essere un'opportunità di aumentare i ricavi.

Altri prodotti sostitutivi del settore bancario tradizionale sono, come esposto in precedenza, i servizi digitali offerti dalle imprese Fintech; con il lockdown causato dal Covid 19 però, le

imprese bancarie hanno dovuto incrementare notevolmente la loro offerta di servizi digitali per continuare la loro attività fornendo prodotti, seppur non uguali a quelli offerti dalle imprese Fintech, quantomeno molto simile che hanno portato feedback per la maggior parte positivi da parte dei clienti. Nel 2020 infatti, i clienti online delle banche hanno subito un incremento numerico del 17% rispetto all'anno precedente, inoltre tra i nuovi clienti del 2020 delle banche italiane il 75% è diventato nuovo cliente aprendo un conto corrente online <sup>10</sup>. Si può quindi affermare che così facendo le banche hanno solidificato le loro quote di mercato, riducendo così il rischio di perdita di molti clienti affini al digitale che sarebbero diventati nuovi clienti di imprese Fintech.

Per quanto riguarda l'ultima forza del modello di Porter, ovvero la rivalità dei competitor esistenti nel settore, bisogna analizzare alcune variabili.

In primis il livello di concentrazione nel settore. Nel mercato italiano sono presenti una quantità di banche superiore alla media europea, si contano infatti una filiale ogni 1600 abitanti (Francia 2580, Germania 6800, Olanda 5750 ecc.) <sup>11</sup>.

In Italia infatti al 31/12/2022 si contavano 439 banche, per un totale di 20986 sportelli.

Il dato del numero di banche, è però in forte diminuzione rispetto agli anni passati, infatti nel 2020 ne erano presenti 474, nel 2018 erano presenti sul mercato 505 banche, nel 2016 se ne contavano 604 e nel 2014 ne erano presenti 664<sup>12</sup>.

La Banca italiana con più succursali è Intesa San Paolo, con 2730, seguita da Unicredit, con 2270, seguita a sua volta da Banco Bpm, con 1401<sup>13</sup>

Inoltre i servizi offerti dalle varie banche sono molto simili tra loro, questo ulteriore aspetto contribuisce ad aumentare la concorrenza nel settore.

Diversi fattori contribuiscono a mantenere alto il livello di competitività nel settore bancario: incremento dell'apertura del mercato nazionale nella zona euro beneficiata dalla regolamentazione unica; alto livello di contendibilità, come spiegato in precedenza; le nuove riforme stipulate al fine di incentivare la portabilità di alcuni prodotti bancari, quali i mutui su tutti<sup>14</sup>.

---

<sup>10</sup>Network Digitale 360, Banche e assicurazioni, il Covid accelera la digital transformation italiana, <https://www.corrierecomunicazioni.it/finance/banche-e-assicurazioni-il-covid-accelera-la-digital-transformation-italiana/>

<sup>11</sup> AdviseOnly, <https://www.adviseonly.com/capire-la-finanza/finanza-personale/banche-italiane-perche-non-sono-un-buon-investimento-di-lungo-periodo/>

<sup>12</sup> Banca d'Italia, <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/banche-istfin/index.html>

<sup>13</sup> Tuttitalia.it, <https://www.tuttitalia.it/banche/classifica/>

<sup>14</sup> Stabilità, tutela dei clienti, concorrenza; Intervento di Carmelo Barbagallo, Banca d'Italia

Per essere competitiva, quindi per sottrarsi il più possibile alla concorrenza, la banca deve decidere che tipo di strategia vuole adottare. La prima scelta che deve fare è quella di scegliere il portafoglio di attività; quindi se vuole specializzarsi in un'area di business oppure diversificare, operando quindi in più aree di business. Un'altra scelta che deve fare è quale strategia di business applicare per ciascuna area, ovvero se cost leadership, differenziazione oppure segmentazione (Paolo Mottura, 2011).

### **1.3 I modelli del gruppo bancario e del conglomerato finanziario**

Secondo l'articolo 23 del TUB, si verifica il controllo nelle seguenti fattispecie: presenza di un individuo che è in possesso della facoltà, grazie ad accordi contrattuali oppure per quote di capitale che lo permettano, di nomina e revoca del cinquanta per cento più uno degli amministratori o del consiglio di sorveglianza; presenzialità di direzione medesima causata dalla composizione degli organi amministrativi.

Il gruppo bancario può essere costituito in due modi diversi: in presenza di una banca italiana col ruolo di capogruppo e dalle controllate che possono essere società finanziarie, bancarie e strumentali; oppure con capogruppo indifferentemente una società finanziaria o una società a partecipazione finanziaria mista purché sia italiana e dalle controllate, come nel primo caso con l'aggiunta che nella totalità delle società controllate ci devono essere una o più banche italiane con rilevanza dominante (articolo 60 TUB).

Il gruppo bancario è un gruppo verticale in quanto: è accentrato; le relazioni in essere sono di controllo e le società operano per realizzare un progetto unico aziendale.

La capogruppo del gruppo bancario deve avere alcune caratteristiche, deve infatti essere una banca italiana o una società finanziaria o una società di partecipazione finanziaria mista con sede in Italia che non deve essere a sua volta controllata da nessun altro gruppo o società.

Alla capogruppo spetta l'attività di diffondere disposizioni, scritte da Banca d'Italia, alle società facenti parte del gruppo (articolo 65 TUB). Svolge quindi funzione di direzione e coordinamento, nonché di controllo strategico e gestionale su tematiche generali, come per esempio le politiche di acquisizione e di dimissione delle società nel gruppo.

Il suo fine ultimo è tutelare l'equilibrio economico finanziario patrimoniale del gruppo in essere.

La vigilanza consolidata è esercitata dalla Banca d'Italia ai seguenti soggetti: partecipanti di un gruppo bancario; società bancarie, finanziarie e strumentali che non appartengono ad un gruppo bancario, ma controllate da qualche soggetto che controlla un gruppo bancario oppure che sono partecipate per una misura non inferiore al venti per cento (articolo 65 TUB).

In Italia, come nel resto d'Europa, si sta assistendo ad un aumento di concentrazione nel settore bancario. Infatti la quota di mercato in possesso delle cinque maggiori banche nazionali nel 2015 era del 41%, nel 2019 è diventato del 47,9%. In quattro anni si è verificata una variazione di 7,9 punti percentuali. Questo andamento si è verificato anche nel resto

d'Europa; in Francia per esempio il valore nello stesso arco temporale è passato da 47,2% a 48,7%, in Germania da 30,6% a 31,2% ed in Spagna da 60,2% a 67,4%<sup>15</sup>.

Trend che si è confermato anche negli anni successivi.

Dato a conferma della concentrazione bancaria che sta avvenendo nell'ultimo decennio è il numero dei principali gruppi bancari ABI, nel 2012 erano 31, a fine 2022 invece erano 18<sup>16</sup>. Al netto delle BCC, la numerosità dei gruppi bancari italiani raggiunge quasi quota 90.

Questi possono essere raggruppati in classi avendo fattispecie diverse.

La prima consiste nei primi cinque gruppi più grandi ed influenti, che offrono servizi molto eterogenei, cercando di soddisfare ogni tipologia di clienti. Nell'anno 2020 il loro attivo aggregato si è concretizzato in 2400 miliardi di euro. In questo gruppo fanno parte: Unicredit, Intesa San Paolo, Banco BPM, MPS e BPER.

La seconda categoria consiste nei gruppi di rilievo intermedio, che hanno un attivo di bilancio non inferiore a 10 miliardi di euro.

La loro presenza può essere più o meno espansa sul territorio Nazionale. Fanno parte di questa categoria banche come BNL, Deutsche Bank Italia, Banca Ifis, Volksbank, Banca Sella ecc.

L'ultima categoria comprende 65 gruppi bancari di piccole dimensioni aventi un attivo di Stato Patrimoniale inferiore a 10 miliardi di euro. Queste realtà sono molto radicate nel territorio e molto difficilmente hanno filiali in più regioni della Nazione<sup>17</sup>.

Che conseguenze crea l'aumento di concentrazione del settore bancario a cui si sta assistendo in questi anni?

Sicuramente in primis cambia il modo di operare per delle banche, infatti un aumento di queste ultime le orienta ad incrementare l'utilizzo delle informazioni codificate a discapito delle relazioni con la clientela (Berger et al. 2005).

Un altro fattore che cambia, è l'aumento del distacco tra il centro decisionale della banca ed i mercati locali (Alessandrini et al. 2009b; Carillo et al, 2018).

Questo ha come conseguenza una concretizzazione considerevole dell'ostacolo di finanziamento per le piccole e medie imprese (Sapienza, 2002).

---

<sup>15</sup> DB non solo diritto bancario, <https://www.dirittobancario.it/art/la-concentrazione-del-sistema-bancario-italiano-un-analisi-e-qualche/>

<sup>16</sup> Wall Street Italia, <https://www.wallstreetitalia.com/banche-come-sono-cambiate-negli-ultimi-10-anni/>

<sup>17</sup> (I gruppi italiani medio-piccoli: successi non scontati e prossime sfide, un'analisi ed una survey; Maurizio Minelli, Marco De Bellis, Andrea Sorbo, Ahmad Sheai; 2021).

Su un'analisi empirica condotta con dati dal 2011 al 2019, gli output palesano che un incremento della concentrazione del settore bancario provoca un aumento di costituzione di nuove imprese solo nei territori in cui il livello di concentrazione bancaria iniziale risulta essere bassa. Nel caso invece in cui quest'ultima ha un grado di partenza elevato, allora l'ulteriore incremento della concentrazione bancaria sul territorio sarebbe controproducente alla nascita di imprese di altri settori<sup>18</sup>.

Il modello del gruppo bancario è redditizio per le banche?

Analizzando i bilanci dei gruppi bancari si può dare una risposta affermativa.

Il modello di gruppo bancario comporta infatti: una gestione più profittevole dell'attivo di bilancio, dal rapporto infatti tra i proventi di conto economico e la quantificazione dei principali rischi finanziari legati al core business (RWA) si ha un valore che oscilla tra 5,8% e 6,9%; maggiore patrimonializzazione, palesata dal valore del CET1; ROE che mediamente oscilla tra 0,5% e 4,1%; maggiore tutela del core business derivante dall'abilità di sostenere i valori dei margini a buoni livelli<sup>19</sup>.

L'aumento della concentrazione nel settore bancario, non ha portato solo benefici, i principali effetti negativi sono: asimmetria col sistema produttivo; potere di mercato dei clienti; impossibilità di creare economie di scala<sup>20</sup>.

Per quanto riguarda il primo fattore, in passato la legislazione aveva incentivato l'aggregazione tra banche in quanto si pensava che essendoci intermediari finanziari più solidi, questi avrebbero potuto finanziare più facilmente operazioni di fusioni ed acquisizioni tra imprese di altri settori che avrebbero portato alla nascita di imprese molto grandi che sarebbero state in grado di contribuire al migliorare dell'economia Nazionale.

Ciò però non si è verificato, in quanto nonostante si siano creati gruppi bancari notevoli, mediamente gli altri settori produttivi non hanno rilevato un aumento di concentrazione.

Per quanto riguarda il secondo aspetto, esiste una disparità tra il potere contrattuale delle grandi banche e quello della clientela media. Come citato in precedenza la quota di mercato dei gruppi bancari più grandi è estremamente elevata, questo permette loro di poter effettuare politiche concorrenziali particolarmente favorevoli a loro.

---

<sup>18</sup> Nascita di nuove imprese e concentrazione bancaria: un'analisi regionale in Italia, Sara Moccia e Luca Pennacchio

<sup>19</sup> I gruppi italiani medio-piccoli: successi non scontati e prossime sfide, un'analisi ed una survey; Maurizio Minelli, Marco De Bellis, Andrea Sorbo, Ahmad Sheaiib; 2021

<sup>20</sup> DB non solo diritto bancario, <https://www.dirittobancario.it/art/la-concentrazione-del-sistema-bancario-italiano-un-analisi-e-qualche/>

Il terzo fattore si spiega col fatto che si pensava che l'aumento dimensionale delle banche avrebbe creato economie di scala, così facendo si sarebbero creati importanti diminuzioni di costi che avrebbero scaturito un'efficienza maggiore alle banche, nonché guadagni più elevati. Essendo le banche imprese che svolgono interesse pubblico, questo avrebbe giovato a tutta la collettività.

In realtà successivamente è stato appurato che nel settore bancario le economie di scala derivano solo ed esclusivamente dall'incremento dell'efficienza delle reti distributive fisiche<sup>21</sup>.

Si potrebbe pensare però che se una banca è più grande e solida, riesca ad avere più capitale da investire per migliorare le proprie reti distributive fisiche. In verità, anche se il 77% degli investimenti per migliorare l'efficienza nelle reti distributive fisiche è stato effettuato dalle prime dieci banche più grandi d'Italia, è stato dimostrato che non sussiste alcuna correlazione significativa tra dimensione della banca ed il quantitativo di capitale investito a tale scopo<sup>22</sup>. I gruppi bancari fanno parte di un conglomerato finanziario se all'interno del gruppo di imprese si esercita anche l'attività assicurativa.

Come recita infatti Banca d'Italia: "I conglomerati finanziari sono gruppi di imprese, attivi in maniera significativa nei settori assicurativo e bancario o dei servizi di investimento, che comprendano almeno un'impresa assicurativa e una operante nel settore bancario o dei servizi di investimento, e che abbiano al vertice un'impresa regolamentata oppure svolgano attività principalmente nel settore finanziario" (Banca d'Italia, intermediari). Spesso i conglomerati si definiscono a prevalenza bancaria o assicurativa, a seconda dell'attività dominante.

In Europa, dato aggiornato a fine anno del 2023, ci sono 63 conglomerati finanziari di cui 7 italiani: Credito Emiliano, Intesa San Paolo S.p.A., Monte dei Paschi di Siena, Unicredit S.p.A., Generali, Mediolanum, Banco BPM S.p.A. (ESMA, 2023).

I conglomerati finanziari sono esposti a molti rischi. In primis quello di concentrazione, potendo infatti attuare arbitraggi regolamentari superando alcuni indicatori limite imposti dalla legislazione come per esempio il limite massimo di fido; così facendo risultano avere delle esposizioni estremamente elevate nei confronti di pochi soggetti. Un altro rischio è quello di contagio, in quanto se si dovesse verificare una crisi importante in legal entity

---

<sup>21</sup> "Economies of scale revisited: evidence from Italian banks", Bonaccorsi di Patti E., Ciocchetta F., Banca d'Italia, Occasional Papers, n. 568. Giugno 2020

<sup>22</sup> Indagine fintech nel sistema finanziario italiano, Banca d'Italia, dicembre 2019

controllata ci sarebbe un probabilità estremamente alta che questa situazione si propaghi verso le altre aziende controllate, questo è un problema da non sottovalutare, infatti se dovesse verificarsi una crisi in uno dei due settore, assicurativo o bancario, ciò andrebbe ad inficiare la redditività anche delle aziende dell'altro settore. Un'altra problematica è il concetto di "computo plurimo del patrimonio", infatti essendo il patrimonio del gruppo è calcolato come sommatoria tra il patrimonio della capogruppo e quote delle minoranze, questo potrebbe portare alla creazione di un gruppo sottocapitalizzato infatti se per esempio tutte le partecipazioni sono al 100% ed il requisito patrimoniale viene rispettato da tutte le singole controllate, in questo caso il gruppo è sotto patrimonializzato in quanto nel calcolo del capitale del gruppo non si sommano i capitali delle aziende facenti parte del gruppo (Mottura, 2011).

I conglomerati finanziari sono soggetti alla vigilanza supplementare che integra, non sostituendo, il normale processo di vigilanza avente scopo di tutelare l'equilibrio del conglomerato e delle singole imprese (D.Lgs. 2005, n. 142).

Secondo questa direttiva, la vigilanza supplementare si applica ai conglomerati che rispettano il requisito di finanziarietà e di significatività.

Il primo si verifica quando la quota delle attività finanziarie sul totale dell'attivo dello Stato Patrimoniale risulta essere non inferiore al 40%, mentre il secondo si verifica quanto sia il peso del settore assicurativo sia quello del settore bancario risultano essere superiori al 10% del totale dell'attivo oppure il settore dei due sopra citati più piccolo è superiore ad almeno 6 milioni di euro.

La vigilanza supplementare spetta al coordinatore, che viene nominato secondo due criteri: in base all'attività dominante del conglomerato ed in base all'area geografica. Se per esempio un conglomerato finanziario opera prevalentemente in Italia fornendo per lo più prodotti assicurativi, è chiaro che l'IVASS risulta essere l'ente più indicato per svolgere il ruolo di coordinatore.

La vigilanza per il conglomerato ha triplice natura, viene effettuata infatti: la vigilanza regolamentare, che ha il fine ultimo di calcolare il requisito patrimoniale del conglomerato; la vigilanza informativa che si concretizza nell'obbligo da parte del conglomerato di segnalare operazioni infragruppo significative e la concentrazione dei rischi; la vigilanza ispettiva, che si svolge verificando le informazioni sulle singole imprese.

Il controllo bancario può avvenire inoltre sotto forma di gruppo bancario cooperativo.

In questa fattispecie la capogruppo deve possedere un patrimonio netto di almeno 1 miliardo di euro. Il gruppo, oltre che dalla capogruppo, è composto da banche di credito cooperativo, che devono avere almeno il 50% del capitale della capogruppo, e dalle controllate, ovvero: banche, società finanziarie ed imprese strumentali (articolo 37-bis, TUB).

La peculiarità del gruppo bancario cooperativo è la clausola di garanzia in solido delle obbligazioni assunte dalla capogruppo e dalle banche aderenti all'interno del contratto di coesione.

## 1.4 Il bilancio delle banche ed indici chiave

Le banche italiane redigono il bilancio secondo i principi IAS/IFRS (D.Lgs. n. 38 del 28 febbraio 2005).

La Banca d'Italia provvede a dare informazioni sul contenuto delle voci di bilancio (Circolare Banca d'Italia n.262 del 22 dicembre 2005). Tale circolare è stata modificata nel 2009, ed ha portato a: l'introduzione del prospetto della redditività, dell'informativa sui trasferimenti delle attività finanziarie tra portafogli contabili con indicazione degli effetti economico patrimoniali; e dell'informativa sulla gerarchia del Fair value e informativa relativa.

L'applicazione dei principi IAS/IFRS ha avuto impatto su notevoli aree della banca.

Su tutti spicca il settore del credito, in quanto le banche dovranno valutare il merito di credito dei clienti sulla base di scenari futuri probabilistici e non solo su quelli passati, come facevano in precedenza.

Questo comporta che la banca debba effettuare numerosissimi investimenti in ambito di risk management per far sì che siano più efficienti possibili individuando la probabilità di default del cliente con più accuratezza possibile<sup>23</sup>.

Il bilancio bancario comprende: lo stato patrimoniale, il conto economico, il prospetto della redditività complessiva, il prospetto delle variazioni del patrimonio netto, il rendiconto finanziario, la relazione degli amministratori sulla gestione e la nota integrativa<sup>24</sup>.

Il conto economico (Figura 1.4) si raffigura con la forma a scalare e progressiva.

La voce 100 ha subito una modifica delle sottovoci e consiste nei saldi creati dalla vendita delle attività e delle passività finanziarie, diverse da quelle detenute per la negoziazione e da quelle valutate al fair value con impatto sul conto economico.

Con la voce 130 si può vedere l'impatto sul Conto Economico creato dal rischio di credito della banca, in quanto in tale voce sono comprese anche le perdite ed i recuperi da incassi relativi alle attività finanziarie precedentemente oggetto di write off.

La voce 30 rappresenta un valore fondamentale per le banche in quanto è una proxy della redditività della banca, infatti rappresenta i profitti netti generati da una delle sue attività core.

La voce 120 è sicuramente una delle più rilevanti del Conto Economico, in quanto palesa il valore che una banca è riuscita ad ottenere dalla sua attività core, ovvero quella legata alla

---

<sup>23</sup>Associazione AnalisiBanka APS, <https://www.analisibanka.it/bilancio-bancario-e-ifs-9/>

<sup>24</sup> Assonebb, <https://www.assonebb.it/>

mediazione tra domanda e offerta di credito; una banca solida genera un margine di intermediazione elevato<sup>25</sup>.

Nell'attivo dello Stato Patrimoniale (Figura 1.5) le voci sono esposte secondo il principio di liquidità decrescente.

Un valore di rilievo è la voce 40 ("Attività finanziarie valutate al costo ammortizzato") che consistono nella rappresentazione del core business delle banche, ovvero l'attività più remunerativa. All'interno di questa voce infatti troviamo: mutui, leasing, conti correnti, acquisto di titoli di debito emessi da terzi ecc.

Nello schema del passivo dello Stato Patrimoniale (Figura 1.6), il Patrimonio Netto è compreso dalla voce 110 alla voce 180. Particolarmente rilevante è la voce 10, che rappresenta il core business delle banche.

---

<sup>25</sup> Fideuram, Margine di intermediazione

Figura 1.2: Conto Economico

Fonte: Risk & Compliance, Platform Europe, IFRS9: Le implicazioni sul bilancio delle banche

CONTO ECONOMICO DELLA BANCA		T 2	T 1
Voci del CE a scalare			
10.	Interessi attivi e proventi assimilati <i>di cui: interessi attivi calcolati con il metodo dell'interesse effettivo</i>		
20.	Interessi passivi e oneri assimilati		
30.	<b>Margine d'interesse</b>		
40.	Commissioni attive		
50.	Commissioni passive		
60.	<b>Commissioni nette</b>		
70.	Dividendi e proventi simili		
80.	Risultato netto dell'attività di negoziazione		
90.	Risultato netto dell'attività di copertura		
100.	Utili (perdite) da cessione o riacquisto di: <i>a) attività finanziarie valutate al costo ammortizzato</i> <i>b) attività finanziarie valutate al fair value con impatto sulla redditività complessiva</i> c) passività finanziarie		
110.	<i>Risultato netto delle altre attività e passività finanziarie valutate al fair value con impatto al conto economico</i> <i>a) attività e passività finanziarie designate al fair value</i> <i>b) altre attività finanziarie obbligatoriamente valutate al fair value</i>		
120.	<b>Margine d'intermediazione</b>		
130.	<i>Rettifiche/riprese di valore nette per il rischio di credito di:</i> <i>a) attività finanziarie valutate al costo ammortizzato</i> <i>b) attività finanziarie valutate al fair value con impatto sulla redditività complessiva</i>		
140.	<i>Utili/perdite da modifiche contrattuali senza cancellazioni</i>		
150.	<b>Risultato netto della gestione finanziaria</b>		
160.	Spese amministrative a) spese per il personale b) altre spese amministrative		
170.	<i>Accantonamenti netti per fondi rischi ed oneri</i> <i>a) impegni e garanzie rilasciate</i> <i>b) altri accantonamenti netti</i>		
180.	Rettifiche/riprese di valore nette su attività materiali		
190.	Rettifiche/riprese di valore nette su attività immateriali		
200.	Altri oneri/proventi dei gestione		
210.	<b>Costi operativi</b>		
220.	Utili (perdite) delle partecipazioni		
230.	Risultato netto della valutazione al fair value delle attività materiali ed immateriali		
240.	Rettifiche di valore dell'avviamento		
250.	Utili (perdite) da cessione di investimenti		
260.	<b>Utile (perdita) dell'operatività corrente al lordo delle imposte</b>		
270.	Imposte sul reddito dell'esercizio dell'operatività corrente		
280.	<b>Utile (perdita) dell'operatività corrente al netto delle imposte</b>		
290.	<i>Utile (perdita) delle attività operative cessate al netto delle imposte</i>		
300.	<b>Utile (perdita) d'esercizio</b>		

Fonte: Circolare Banca d'Italia n.262 5° Aggiornamento

Tavola 2 - Nuove voci contabili evidenziate in grigio

Figura 1.3: Schema dell'Attivo di Stato Patrimoniale

Fonte: Risk & Compliance, Platform Europe, IFRS9: Le implicazioni sul bilancio delle banche

STATO PATRIMONIALE DELLA BANCA - Attivo		T2	T1
	Voci dell'Attivo		
10.	Cassa e disponibilità liquide		
20.	Attività finanziarie valutate al fair value con impatto a conto economico: a) attività finanziarie detenute per la negoziazione b) attività finanziarie designate al fair value c) altre attività finanziarie obbligatoriamente valutate al fair value		
30.	Attività finanziarie valutate al fair value con impatto sulla redditività complessiva		
40.	Attività finanziarie valutate al costo ammortizzato: a) crediti verso banche b) crediti verso clientela		
50.	Derivati di copertura		
60.	Adeguamento di valore delle attività finanziarie oggetto di copertura generica (+/-)		
70.	Partecipazioni		
80.	Attività materiali		
90.	Attività immateriali di cui avvimto		
100.	Attività fiscali: a) correnti b) anticipate		
110.	Attività non correnti e gruppi di attività in via di dismissione		
120.	Altre attività		
<b>Totale dell'attivo</b>			

Fonte: Circolare Banca d'Italia n.262 5° Aggiornamento  
Tavola 1 - Nuove voci contabili evidenziate in grigio

Dal rapporto tra la voce 120 (margine di intermediazione) e la voce 30 (margine d'interesse) del Conto Economico si ottiene un valore chiave per la redditività della banca, ovvero l'incidenza delle attività di servizio nei risultati complessivi.

Se questo valore è elevato vuol dire che la banca ha alti ricavi per servizi, al contrario più il valore è basso e più significa che la banca si concentra maggiormente nel servizio di intermediazione creditizia e meno nei ricavi per servizi.

Se per esempio tale indice assume un valore del 165%, significa che la banca per ogni euro di valore di margine d'interesse, riesce ad avere un ricavo di 0,65 euro derivante da servizi.

La nota integrativa viene redatta secondo uno schema obbligatorio per legge ed è un documento analitico in quanto integra valori numerici di bilancio con le informazioni qualitative di gestione (D.lgs87/1992).

Deve contenere una parte quantitativa ed una qualitativa. Mentre la prima si può evincere dagli schemi di Conto Economico e Stato Patrimoniale, la seconda serve per spiegare la parte numerica dando contesto; nella fattispecie bisogna esplicitare la metodologia applicata per la determinazione delle perdite attese, dei crediti deteriorati, delle politiche di rinegoziazione delle attività finanziarie ecc. (Informativa prevista dal IFRS 7 del 3 novembre 2008).

Figura 1.4: Schema del Passivo di Stato Patrimoniale

Fonte: Risk & Compliance, Platform Europe, IFRS9: Le implicazioni sul bilancio delle banche

<b>STATO PATRIMONIALE DELLA BANCA - Passivo</b>		T 2	T 1
<b>Voci del Passivo e del Patrimonio Netto</b>			
<b>10.</b>	<i>Passività finanziarie valutarie al costo ammortizzato:</i> <i>a) debiti verso banche</i> <i>b) debiti verso la clientela</i> <i>c) titoli in circolazione</i>		
<b>20.</b>	Passività finanziarie di negoziazione		
<b>30.</b>	Passività finanziarie designate al fair value		
<b>40.</b>	Derivati di copertura		
<b>50.</b>	Adeguamento del valore delle passività finanziarie oggetto di copertura generica (+/-)		
<b>60.</b>	Passività fiscali: a) correnti b) differite		
<b>70.</b>	Passività associate ad attività in via di dismissione		
<b>80.</b>	Altre passività		
<b>90.</b>	Trattamento di fine rapporto del personale		
<b>100.</b>	Fondi per rischi ed oneri: <i>a) impegni e garanzie rilasciate</i> b) quiescenza e obblighi simili c) altri fondi per rischi ed oneri		
<b>110.</b>	Riserve da valutazione		
<b>120.</b>	Azioni rimborsabili		
<b>130.</b>	Strumenti di capitale		
<b>140.</b>	Riserve		
<b>150.</b>	Sovraprezzi di emissione		
<b>160.</b>	Capitale		
<b>170.</b>	Azioni proprie (-)		
<b>180.</b>	Utile (Perdite) d'esercizio (+/-)		
<b>Totale del passivo e del patrimonio netto</b>			

Fonte: Circolare Banca d'Italia n.262 5° Aggiornamento  
Tavola 1 - Nuove voci contabili evidenziate in grigio

Il prospetto della redditività complessiva (Figura 1.7) divenne obbligatorio per legge dal 2009 (aggiornamento della circolare Banca d'Italia 262 del 2005).

Grazie a questo documento, partendo dall'utile d'esercizio, si può vedere, come è stata formata la redditività complessiva, ovvero per quale misura ha contribuito ciascuna

componente reddituale. Risulta essere molto utile per le banche in quanto permette di vedere in maniera molto intuitiva cosa poter migliorare per aumentare la redditività complessiva.

Figura 1.5: Prospetto della redditività complessiva

Fonte: Risk and accounting, Bilancio delle banche, Marco Venuti 2013

## Prospetto della redditività complessiva

### PROSPETTO DELLA REDDITIVITÀ CONSOLIDATA COMPLESSIVA

	Voci	T	T-1
10.	<b>Utile (Perdita) d'esercizio</b>		
	<b>Altre componenti reddituali al netto delle imposte</b>		
20.	Attività finanziarie disponibili per la vendita		
30.	Attività materiali		
40.	Attività immateriali		
50.	Copertura di investimenti esteri		
60.	Copertura dei flussi finanziari		
70.	Differenze di cambio		
80.	Attività non correnti in via di dismissione		
90.	Utili (Perdite) attuariali su piani a benefici definiti		
100.	Quota delle riserve da valutazione delle partecipazioni valutate a patrimonio netto		
110.	<b>Totale altre componenti reddituali al netto delle imposte</b>		
120.	<b>Redditività complessiva (Voce 10+110)</b>		
130.	Redditività consolidata complessiva di pertinenza di terzi		
140.	<b>Redditività consolidata complessiva di pertinenza della capogruppo</b>		

Il prospetto delle variazioni di patrimonio netto raffigura, per le riserve, il capitale sociale e degli altri strumenti di capitale, il valore iniziale e finale, nonché la variazione avvenuta nell'esercizio; la mutazione totale del patrimonio netto nell'esercizio delinea gli utili o perdite della gestione nell'esercizio<sup>26</sup>.

Quali indici si utilizzano per appurare la solidità di una banca?

<sup>26</sup> Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Roma, il bilancio delle banche, Prof. Oscar Cosentini e Dott. Cristiano Ippoliti, 2022

Per quanto riguarda la solidità patrimoniale, un primo indicatore è il CET 1, che si calcola dividendo il TIER 1 ed il totale delle attività a rischio ponderato. Il TIER 1 è la sommatoria del capitale sociale, delle riserve e degli utili accumulati non distribuiti agli azionisti, indica quindi il capitale di “massima qualità” delle banche.

Un valore elevato di CET 1 indica che la banca è capace, nel caso in cui si verificassero perdite, di garantire la continuità aziendale e quindi di non entrare in uno stato di crisi.

L'importo desiderabile di CET 1 per una banca è almeno il 10%.

Nel 2023 le banche italiane con il CET 1 più elevato sono: Mediolanum (20,4%), BPER (14,47%), Credem (13,51%), Intesa San Paolo (12,8%), Credito Valtellinese (12,41%), Banca Carige (12,3%)<sup>27</sup>. Un altro indicatore patrimoniale è il TCR (total capital ratio), che si ottiene dal rapporto tra il patrimonio di vigilanza e l'attivo ponderato per il rischio. Questo indicatore misura la capacità delle banche di rimborsare il denaro ai clienti mediante garanzia del proprio patrimonio a sostegno degli impieghi. Il valore desiderabile stabilito per le banche italiane dalla Banca Centrale Europea è almeno pari al 10,5%, la soglia varia in base alla Nazione europea di riferimento.

Da non sottovalutare è l'importanza del RWA, che rappresenta la quantità di patrimonio che deve essere immobilizzato per coprire i rischi che derivano dagli investimenti effettuati e che quindi non potrà essere utilizzato come patrimonio liquido.

Le principali componenti di rischio da includere nel calcolo degli RWA sono il rischio di credito, il rischio di mercato ed il rischio operativo<sup>28</sup>.

Per quanto riguarda invece gli indici di redditività del settore bancario, i più rilevanti sono il ROE, ed il rapporto tra il margine di intermediazione ed il totale degli attivi. Il ROE misura la redditività complessiva della banca per euro di capitale netto, il valore si ottiene dividendo l'utile per il Patrimonio Netto. I limiti di usare il ROE come proxy della redditività bancaria sono molteplici: non tiene conto in nessun modo dei rischi a cui è sottoposta una banca; è influenzato da tutte le scelte contabili, in particolare da accantonamenti e rettifiche su crediti; considera i proventi straordinari dell'esercizio; non tiene conto di componenti reddituali che per regole contabili si mettono in riserva in Stato Patrimoniale<sup>29</sup>.

Il ROE nelle banche italiane, rispetto alla media di quelle europee, come si evince dalla figura

---

<sup>27</sup>Isae <https://www.isae.it/banche-sicure/>

<sup>28</sup>Assonebb, [https://www.bankpedia.org/termine.php?lingua=it&c\\_id=23636](https://www.bankpedia.org/termine.php?lingua=it&c_id=23636)

<sup>29</sup> Gestione della Banca e Analisi del Merito di Credito, McGraw-Hill, 2022

1.8, nel 2023 è stato maggiore. Questo si spiega col fatto che le banche italiane, operando in un mercato in cui la maggior parte dei prestiti è a tasso variabile, a differenza degli altri Paesi europei ad esclusione di Portogallo e Grecia, hanno beneficiato dell'aumento dei tassi d'interesse da parte della Banca Centrale Europea in quanto ne hanno trattenuto il beneficio senza trasferirlo ai depositanti<sup>30</sup>. Il rapporto tra margine d'intermediazione ed il totale dell'attivo indica il valore che l'impresa è riuscita ad ottenere grazie ad il suo core business durante l'esercizio in confronto al valore totale delle attività. Un valore alto perciò indica che l'impresa è molto redditizia nella propria attività principale. Le banche italiane con l'indice più alto sono: Deutsch Bank (3,89%), Bper (3,10%), Cariparma (3,03%), Banco BPM (2,80%), Credem (2,79%), Mps (2,75%), Credito Valtellinese: (2,71%)<sup>31</sup>. Altri indici di redditività bancaria sono il rapporto tra: margine d'interesse e margine di intermediazione; commissioni nette e margine d'interesse; rendimento delle operazioni finanziarie e margine d'interesse.

---

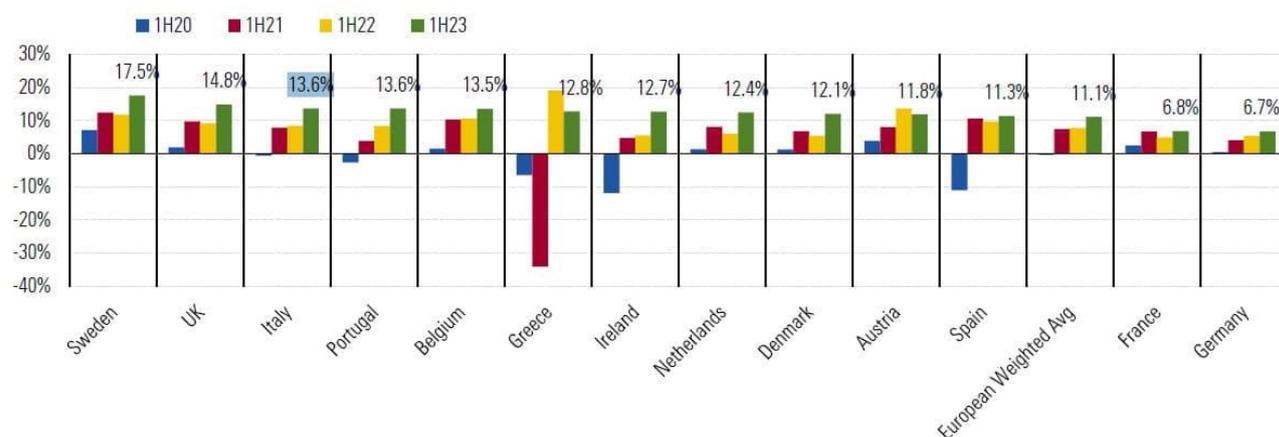
<sup>30</sup>We Wealth, <https://www.we-wealth.com/news/banche-italiane-redditivita-previsioni-2024#:~:text=Banche%20italiane%20regine%20di%20redditivit%C3%A0%20in%20Eurozona%3A%20come%20sar%C3%A0%20il%202024,-3%20MIN&text=La%20redditivit%C3%A0%20delle%20banche%20italiane,%20C6%25%20a%20met%C3%A0%202023.>

<sup>31</sup> Isae <https://www.isae.it/banche-sicure/>

Figura 1.6: ROE delle principali Nazioni europee

Fonte: We Wealth, Banche italiane regie di redditività in Eurozona: come sarà il 2024

Exhibit 1 Average Return on Common Equity H1 2020 – H1 2023 (Annualised)



Gli indici di efficienza si suddividono in due categorie: quelli di efficienza operativa e quelli di efficienza allocativa. Per la prima categoria, l'indice dominante è il cost income ratio che misura la capacità da parte della banca di generare ricavi di Conto Economico per coprire i costi operativi, e si calcola come rapporto tra la totalità dei costi operativi ed il margine di intermediazione. Più basso è il valore di questo indice e meglio è. Nella seconda categoria i due indici più rilevanti sono il costo del rischio e la capacità di assorbire perdite. Il primo si ottiene dividendo le rettifiche di valore netto di rischio di credito per la totalità delle attività finanziarie, mentre il secondo si ottiene dal rapporto tra il margine di intermediazione al netto dei costi operativi ed il totale dell'attivo di bilancio.

Per trarre conclusioni su una determinata banca è importante analizzare anche gli indici di produttività, che mettono a rapporto un determinato valore con il numero dei dipendenti. Esempi di questi indici sono, il rapporto tra: crediti verso clienti ed il numero di dipendenti, debiti verso clienti ed il numero di dipendenti, totale attivo ed il numero di dipendenti, margine d'intermediazione ed il numero di dipendenti ecc.

Negli ultimi anni questi indici di produttività delle banche italiane hanno subito un incremento veramente considerevole in quanto si è verificato un trend di diminuzione consistente del numero dei dipendenti bancari, considerato dalle banche il miglior modo per diminuire i costi di Conto Economico e quindi di generare un incremento di utile

significativo. Questo trend è imputabile all'incremento della commercializzazione da parte delle banche di prodotti e servizi finanziari tecnologici via internet, specialmente causa incremento delle funzioni dell'home banking. Tutto ciò ha portato ad una diminuzione delle filiali che ha come conseguenza una riduzione dei dipendenti.

Come si può osservare (Figura 1.9) negli ultimi dieci anni le banche italiane hanno ridotto notevolmente il numero di filiali generando un decremento dei dipendenti, passati da un valore di 309.540 nel 2012 ad un valore di 264.132 nel 2022.

Questo non ha comportato ad una diminuzione dei ricavi in quanto, come scritto in precedenza, la diminuzione dei ricavi generati dalle filiali fisiche è stato più che compensato da quelli derivanti dai servizi online. Tutto ciò ha portato ad un incremento considerevole degli utili delle banche italiane, provocando anche un benefico agli azionisti derivante dall'aumentare dei dividendi distribuiti.

Figura 1. 7: Variazione indicatori banche italiane nel tempo

Fonte: Wall Street Italia; Banche, come sono cambiate negli ultimi anni?

<b>IL SETTORE BANCARIO ITALIANO NEGLI ULTIMI TRE RINNOVI DEI CCNL</b>				
	2012	2015	2019	2022
Dipendenti bancari	309.540	302.721	281.813	264.132
Sportelli bancari	32.875	30.258	24.312	20.985
Costi operativi totali (milioni di euro)	46.964	58.614	53.934	55.598
di cui costo del lavoro (milioni di euro)	24.485	30.798	28.588	28.817
Costo medio del lavoro (euro)	79.101	101.737	101.443	109.101
Ricavi (milioni di euro)	74.680	78.674	82.324	88.152
Cost/income	62,9%	66,4%	65,5%	63,1%
Utili (milioni di euro)	-2.503	3.713	15.792	25.454
Dividendi (miliardi di euro)	1,5	2,2	5,5	12,5

	VARIAZIONE 2019-2022		VARIAZIONE 2012-2022	
Dipendenti bancari	-17.681	-6,7%	-45.408	-14,7%
Sportelli bancari	-3.327	-15,9%	-11.890	-36,2%
Costi operativi totali (milioni di euro)	1.664	3,0%	8.634	18,4%
di cui costo del lavoro (milioni di euro)	229	0,8%	4.332	17,7%
Costo medio del lavoro (euro)	7.658	7,0%	30.000	37,9%
Ricavi (milioni di euro)	5.828	6,6%	13.472	18,0%
Cost/income	-2,4		0,2	
Utili (milioni di euro)	9.662	38,0%	27.957	1116,9%
Dividendi (miliardi di euro)	7,0	56,0%	11,0	733,3%

Le banche italiane hanno una capacità di essere più solide e di generare più reddito di quelle europee?

Da uno studio condotto nel 2023 dalla Fabi (Federazione autonoma bancari italiani) le banche italiane risultano essere mediamente più solide di quelle delle altre Nazioni europee sia dal punto di vista patrimoniale che da quello reddituale (Figura 1.10).

Per quanto concerne la redditività è stata considerata una buona proxy, ossia il rapporto tra costi e ricavi, mentre per la solidità patrimoniale sono stati considerati due indicatori chiave ovvero CET 1 e TIER 1.

Figura 1.8: Confronto indici banche europee

Fonte: Federazione autonoma bancari italiani, perché le banche italiane sono più solide e meno esposte a turbolenze finanziari

<b>COEFFICIENTI PATRIMONIALI E REDDITIVITÀ</b>			
<i>Elaborazioni Fabi su dati BCE (ratio)</i>			
	<b>Cost/income</b>	<b>CET 1</b>	<b>TIER 1</b>
<b>Italia</b>	<b>64,19%</b>	<b>14,70%</b>	<b>16,22%</b>
Germania	69,24%	14,88%	16,11%
Francia	67,91%	14,96%	16,02%
Spagna	49,77%	12,48%	14,03%
Grecia	36,94%	13,74%	14,16%
Portogallo	45,65%	13,59%	14,07%
Belgio	60,94%	16,48%	17,59%
Austria	51,54%	14,28%	15,73%
Paesi Bassi	58,79%	15,48%	17,42%
Finlandia	54,76%	16,94%	18,53%
Lussemburgo	79,96%	18,36%	19,02%
<b>MEDIA UE</b>	<b>61,43%</b>	<b>14,70%</b>	<b>16,03%</b>

Gli indici sopra citati stanno mutando molto nel tempo, in quanto sta cambiando la struttura del peso delle attività bancarie, complice la regolamentazione sulla vigilanza prudenziale. Quest'ultima serve a vincolare l'operatività delle banche al rispetto di precisi rapporti tra i rischi assunti e le rispettive dotazioni patrimoniali (Gestione della Banca e Analisi del Merito di Credito, McGraw-Hill, 2022).

Nella fattispecie, la regolamentazione impone un requisito fondamentale, ovvero che il patrimonio di vigilanza accantonato dalla banca sia almeno pari all'8% delle attività ponderate

per il rischio assunte. Il capitale accantonato non potendo essere impiegato in nessun asset, risulta essere per la banca un'attività che non concede nessun rendimento, perciò è nell'interesse della banca stessa che questo valore risulti essere il più basso possibile. Per questa ragione, l'unico modo per fare ciò risulta possedere attività il meno rischiose possibili, prediligendo nella fattispecie la vendita di prodotti assicurativi e d'investimento rispetto a concedere credito, essendo quest'ultima un'attività più rischiosa rispetto alle prime due (trend osservabile nella figura 1.11).

Questa scelta non sembra però (come si può appurare dalla figura 1.11), influenzare significativamente il valore del ROE.

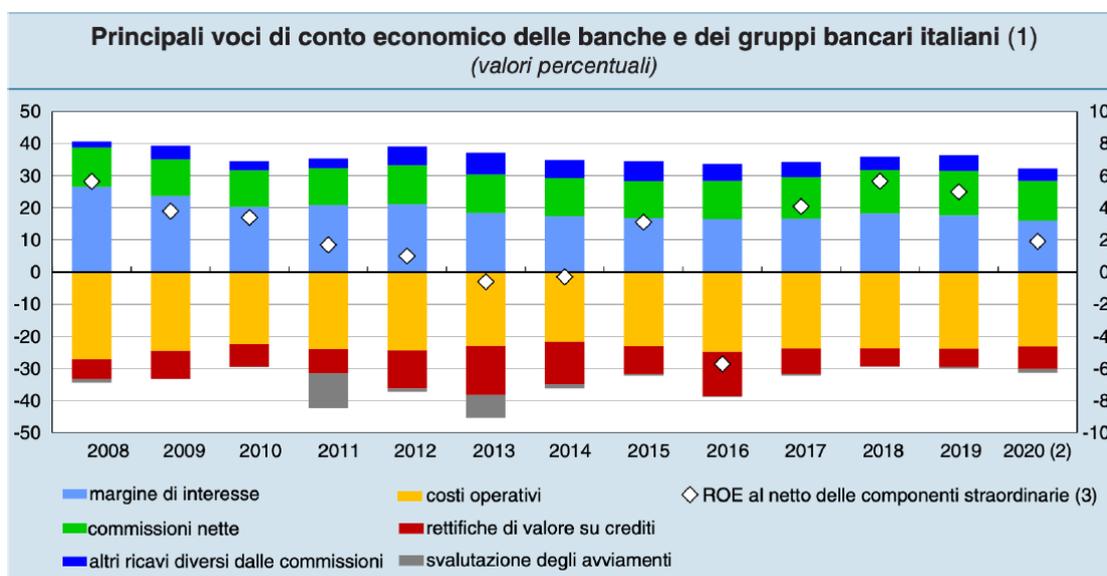
Nel 2020 infatti, su 78,1 miliardi di euro di ricavi totali, 39,4 miliardi, sono imputabili alle commissioni mentre i restanti 38,7 miliardi sono originati dall'attività creditizia<sup>32</sup>. Per quanto riguarda invece le singole banche, secondo lo studio condotto dalla Banca Centrale Europea nel 2023, tra le 10 banche europee più solide, ben tre sono italiane (Credem, che risulta essere la banca più solida d'Europa, Intesa San Paolo, all'ottavo posto, e Mediolanum, al nono posto).

---

<sup>32</sup>Abrdn, [https://www.abrdn.com/it-it/institutional?gad\\_source=1&gclid=Cj0KCQjwsaqzBhDdARIsAK2gqndWo8AUDw2bSOMD801TmBE97BItw5rhziu2VAZF4rKvGJiD5SkFfD8aArGpEALw\\_wcB&gclsrc=aw.ds](https://www.abrdn.com/it-it/institutional?gad_source=1&gclid=Cj0KCQjwsaqzBhDdARIsAK2gqndWo8AUDw2bSOMD801TmBE97BItw5rhziu2VAZF4rKvGJiD5SkFfD8aArGpEALw_wcB&gclsrc=aw.ds)

Figura 1.9: Principali voci di Conto Economico

Fonte: Abrdn bluerating, Banche: così fanno i soldi (limitando le reti dei consulenti)



Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari e individuali per le banche non appartenenti a gruppi.  
 (1) In rapporto al capitale medio dell'anno. Per la definizione degli aggregati, cfr. nella sezione *Note metodologiche* dell'Appendice la voce *Banche e gruppi bancari: redditività e adeguatezza patrimoniale*. – (2) Dati provvisori. – (3) Scala di destra.



## Capitolo II: Fusioni ed Acquisizioni

### 2.1 Definizione e tipologie di fusioni ed acquisizioni

Con M&A, si intendono la pluralità di operazioni di finanza straordinaria, che sfociano nelle fusioni e acquisizioni aziendali, aventi come obiettivo la modifica dell'assetto tra due o più enti giuridici<sup>33</sup>.

Nella fusione le aziende si uniscono tra loro costituendo un unico complesso aziendale; economicamente ed organizzativamente parlando il processo di fusione configura la fattispecie più esaustiva del fenomeno di integrazione aziendale (A. Cortesi, 2004).

L'acquisizione consiste nel trasferimento di proprietà di un'azienda sotto il controllo di un'altra tramite l'acquisto di azioni o di beni, la società acquisita venendo incorporata non risulta più un'entità indipendente, anche se la società acquirente spesso possiede taluni diritti verso la controparte per esempio l'utilizzo del nome o dei marchi della società acquisita; pertanto con l'acquisizione una società cede il controllo ad una altra, mentre con la fusione le entità giuridiche decidono di fondersi creando una nuova società, ciò che differenzia queste due operazioni quindi è l'equilibrio di potere nella nuova entità<sup>34</sup>.

Si possono individuare quattro tipologie di M&A sotto il profilo industriale: orizzontale quando le società operano nel medesimo settore, quindi si tratta di aziende concorrenti, in questa fattispecie l'obiettivo è incrementare la quota di mercato; verticale quando le imprese svolgono attività nella stessa filiera produttiva, spesso vengono attuate per migliorare i canali distributivi espandendo il proprio controllo a monte oppure a valle; concentrico quando le aziende, pur operando in settori differenti, hanno i medesimi clienti, l'obiettivo è consolidare la quota di mercato già in possesso; conglomerato industriale quando le aziende operano in settori differenti, il fine ultimo solitamente si raffigura nel voler diversificare l'attività di business<sup>35</sup>.

Per quanto riguarda invece l'integrazione sotto il profilo giuridico, le M&A possono concretizzarsi in: fusione per unione, in cui si fonda una nuova società dall'unione delle aziende preesistenti, che trasferiscono il loro patrimonio perdendo la loro entità giuridica; fusione per incorporazione, in cui l'azienda incorporante mantiene la propria identità

---

<sup>33</sup> Sumup, <https://www.sumup.com/it-it/fatture/dizionario/mergers-and-acquisitions/>

<sup>34</sup> Sumup, <https://www.sumup.com/it-it/fatture/dizionario/mergers-and-acquisitions/>

<sup>35</sup> Matchplat, <https://www.matchplat.com/ma-come-sviluppare-una-strategia-efficace/>

giuridica, a differenza delle imprese incorporate; oppure semplice acquisizione di azioni dell'impresa in vendita (Beltratti, Belzecchi, Caselli, 2008).

Le operazioni di M&A si possono inoltre distinguere anche in base alle modalità di finanziamento, che risultano essere diverse tra loro: ricorso al capitale di debito; autofinanziamento utilizzando la liquidità aziendale prodotta; aumento del capitale attuando una sottoscrizione di nuove azioni, proposti in prelazione ai soci già esistenti<sup>36</sup>.

---

<sup>36</sup> Network Digital 360, <https://www.techcompany360.it/fusioni-acquisizioni/fusioni-e-acquisizioni-cosa-sono-come-si-fanno-e-perche-oggi-riguardano-le-tech-company/>

## 2.2 Normativa in tema di M&A

La normativa per quanto riguarda le acquisizioni tra aziende è presente fin dalla parte preliminare del processo.

La lettera di intenti, che verrà approfondita successivamente, deve infatti essere redatta seguendo il principio di buona fede da parte di tutte le parti coinvolte.

Il contratto poi redatto viene sottoposto a sospensione che può scaturire l'esito positivo di notifiche preventive all'Autorità Antitrust.

Nel closing si appura la corretta realizzazione delle clausole iterinali e le gli esiti delle precedente condizioni sospensive<sup>37</sup>. Nei mercati regolamentati, il processo di acquisizione di imprese solitamente si verifica con un OPA, in questa fattispecie vi è l'obbligo di chi emana l'OPA di comunicare le sue intenzioni, con particolare attenzione alle motivazioni ed alle clausole, alla Consob. Nella fattispecie di OPA obbligatoria tutta la normativa è contenuta nell' L. 116 dell' 11 agosto 2014.

Anche per quanto concerne le fusioni, la normativa è dettagliata.

L'articolo 2051 del Codice Civile recita che la fusione tra società può eseguirsi costituendo una nuova società oppure mediante l'incorporazione di una società.

Le fasi del processo di fusione sono esplicitate nel Codice Civile.

Inizialmente le parti devono compilare un progetto di fusione che deve obbligatoriamente contenere alcuni elementi, quali: la ragione sociale dell'azienda, rapporto di cambio delle azioni, trattamenti riservati a particolari categorie di soci, la data nella quale le azioni partecipano agli utili (articolo 2501-ter Codice Civile), la situazione patrimoniale societaria (articolo 2501-quarter Codice Civile) e la relazione dell'organo amministrativo che ha lo scopo di spiegare in maniera dettagliata il progetto di fusione (articolo 2501-quinquies Codice Civile).

Successivamente, le aziende oggetto di acquisizione definiscono la convinzione della fusione approvando il progetto (articolo 2502 Codice Civile), il contratto di fusione potrà essere firmato dalle parti solamente trascorsi 60 giorni da tale data che deve essere depositato per l'iscrizione entro 30 giorni (articolo 2504 Codice Civile).

---

<sup>37</sup> Melius form business school, <https://www.meliusform.it/m-a-merger-and-acquisition.html>

Le fusioni tra società devono essere diffuse all'Antitrust in maniera preventiva quando i fatturati sommati delle imprese che si vogliono fondere superino determinati parametri (articolo 16, legge n.287/90).

Inoltre, essendo un'operazione che muta completamente la società preesistente, la legislazione concede il diritto di recesso a tutti i soci che si esprimono negativamente su tale processo (art. 2473, Codice civile).

Chi ha la facoltà di opporsi al processo di fusione?

I creditori delle società che hanno intenzione di fondersi, hanno diritto fino a 60 giorni per opporsi a tale operazione qualora ritengano che essa possa ledere alla possibilità di rimborso del debito.

Tale opposizione verrà valutata dal Tribunale, che può impedire la fusione solo nel caso in cui le ragioni dei creditori risultino concrete e per di più i debiti non siano coperti da taluna garanzia (articolo 2503, Codice Civile).

Le fusioni e le acquisizioni sono incentivate a livello pubblico: a livello europeo dal Fondo europeo per gli investimenti che erogano prestiti alle imprese con iniziative anche di M&A; a livello Nazionale invece il Fondo Italiano d'investimento SGR investe in programmi di fusioni ed acquisizioni aziendali col fine ultimo di incentivare la competitività delle grandi imprese italiane; a livello regionale ci sono degli incentivi per condurre M&A, per esempio Syndicated loans di Finlombardia eroga prestiti al fine di condurre tali operazioni.

Gli incentivi pubblici per le operazioni di M&A derivano dalla normativa, con agevolazioni fiscali, nella fattispecie grazie al Decreto crescita ed il Decreto rilancio.

Il primo incentivo è il Bonus aggregazioni, il quale consente il riconoscimento di maggiori valori connessi a beni strumentali e avviamento risultanti da operazioni di M&A<sup>38</sup>.

Il secondo incentivo, esplicitato dagli articoli 2 e 45 al DM del Mef del 2020, consiste invece nell'assegnare al conferente un credito d'imposta del 20% del conferimento, per un valore massimo di 2 milioni di euro e nell'assegnare un credito d'imposta alla società conferitaria del 50% delle perdite maggiori al 10% del patrimonio netto fino all'incremento del 30% dell'aumento del capitale<sup>39</sup>.

Quali sono invece le norme in tema della tutela della concorrenza corretta tra imprese, che influenzano quindi il processo di M&A?

---

<sup>38</sup> Panato dottori commercialisti, <https://www.studiopanato.it/fisco-e-societa/tributario/agevolazioni-fiscali/agevolazioni-fiscali-a-favore-del-ma/>

<sup>39</sup> Panato dottori commercialisti, <https://www.studiopanato.it/fisco-e-societa/tributario/agevolazioni-fiscali/agevolazioni-fiscali-a-favore-del-ma/>

La prima normativa in tema di concentrazione tra imprese in Europa avvenne nel 1966, con la costituzione dell'Antitrust<sup>40</sup>.

Negli anni successivi il Consiglio attuò alcune modificazioni in tema, tra cui l'obbligo della notifica preventiva delle concentrazioni alla Commissione e la proibizione di effettuare operazioni di concentrazione qualora portassero posizioni dominanti nel mercato (Regolamento n.4064/1989).

Le normative europee col tempo divennero sempre più stringenti, in Italia invece nel 1990, si emanò un'importante legge in tema che delineava il perimetro entro il quale si caratterizzava il fenomeno della concentrazione, ovvero quando un'azione influenza in modo consistente la struttura delle imprese partecipanti permettendo a quest'ultime la facoltà di agire sul mercato in maniera anticoncorrenziale o non in linea con gli interessi dei consumatori, legge 287/90; le autorità competenti a valutare ciò sono: AGCM, BI e l'ISVAP<sup>41</sup>.

Ad oggi, il Regolamento n. 139/2004, risulta il principale riferimento per tutelare la corretta concentrazione d'impres nel mercato.

Il Regolamento n. 139/2004 si fonda sul principio della notificazione degli intenti e delle modalità delle operazioni prima di essere eseguite alla Commissione nonché i principi di calcolo dei termini legali da essa decorrenti, esplicando leggi inerenti alla prerogativa della visione del fascicolo ed alla gestione delle informazioni che non risultano essere di dominio pubblico<sup>42</sup>.

---

<sup>40</sup> Memorandum of the Commission to the Governements of the Member State, Concentration of Enterprise in the Common Market, EEC Competition Series, Study No. 3, Brussels, 1966

<sup>41</sup> Studio Legale Adamo; Le operazioni di M&A e il diritto Antitrust e delle concentrazioni; Francesca Marchetti, GianMaria Pesce, Rosella Strangio, Maialisa Taglienti

<sup>42</sup>DB, non solo diritto bancario, <https://www.dirittobancario.it/art/controllo-delle-concentrazioni-tra-impres-nuovo-regolamento-ue/>

### 2.3 Obiettivi e rischi alla base degli accordi di M&A

Gli obiettivi delle società che conducono un'operazione di M&A sono molteplici, ed eterogenei tra loro, alcuni di essi sono: accedere a nuove tecnologie e conoscenze; acquisire nuovi clienti; espandersi in nuovi mercati diversificando così la tipologia di clienti per diminuire i rischi (Lorenzoni, 1989); ridurre la concorrenza (Finer the new era of finance, M&A: significato, cosa sono e tutto quello che una PMI deve sapere) ecc.

Un altro obiettivo è il miglioramento dell'efficienza operativa, incidendo sui costi tramite: economie di scala, derivanti dalla diminuzione dei costi unitari grazie all'aumento della produzione; economie di scopo (Lichtenberg, 1988), che sfruttando le sinergie create; economie di esperienza che incidono sul processo produttivi e funzionale (Verga, 2009).

Un altro obiettivo aziendale che può essere raggiunto dall'M&A è internazionalizzare l'impresa mediante acquisizione di quote di mercato in Paesi esteri, risulta infatti l'unico modo per poter operare in un mercato estero in maniera veloce ed efficace (Cozzi, 2022).

Altri obiettivi dell'M&A possono essere: il miglioramento dell'efficienza aziendale causato da una minore incidenza delle imposte d'esercizio; la diversificazione del rischio creditizio, diminuendo la concentrazione dei crediti verso i clienti; un miglioramento del rating creditizio che permette alla società di potersi indebitare in maniera più consistente ed ad un costo inferiore; sfruttamento delle sinergie, ovvero surplus di valore che si crea dal momento in cui le imprese attuano processi di M&A.

Riprendendo quest'ultimo caso è chiaro che, se per particolari ragioni legate alle fattispecie interne alle aziende oppure di mercato, l'M&A crea un surplus di ricchezza positivamente sproporzionato rispetto ai costi derivanti dalla realizzazione di tale operazione, risulta conveniente effettuare l'M&A.

Spesso le operazioni di M&A vengono effettuate in quanto risultano essere il miglior modo per impiegare liquidità extra prodotta dall'azienda.

Questa fattispecie risulta essere ad hoc per imprese mature caratterizzate da una numerosità non elevata di progetti con un VAN positivo, in quanto impiegare i fondi esternamente all'azienda potrebbe fruttare un rendimento migliore.

Le operazioni di M&A non sempre portano un vantaggio per le aziende, infatti circa l'80% di queste fallisce (Harvard Business Review).

I motivi del fallimento possono essere molteplici, tra cui: la mancata integrazione aziendale causata dalle diverse culture; errate valutazioni, sovrastimando in fase di due diligence le

sinergie che sarebbero dovute crearsi; costo dell'operazione maggiore rispetto a quello previsto, che causa quindi un'incidenza sul bilancio aziendale negativa.<sup>43</sup>

Un'altra ragione dubbia per condurre processi di M&A risiede sui dubbi nel proseguo dell'attività di diversificazione in quanto: le imprese sono già mediamente diversificate di per sé; gli investitori non pagano un premio per quest'ultima; è più facile da effettuare per l'azionista che per l'impresa (Beltratti, Belzecchi, Caselli, 2008).

---

<sup>43</sup> Finera the new era of finance, <https://finera.it/articoli/finanza-straordinaria/ma-mergers-and-acquisition-cosa-sono-significato/>

## 2.4 Valore contabile creato da fusioni ed acquisizioni

Cosa comportano dal punto di vista meramente contabile le operazioni di M&A?

Per quanto riguarda le acquisizioni, l'azienda cedente assisterà a due importanti operazioni contabili: le scritture di assestamento col principio di competenza economica e lo storno delle attività e passività cedute.

Le prime servono ad attribuire le componenti di conto economico in questione al periodo corretto.

Le seconde invece consistono nella chiusura dei conti, nella contabilizzazione del credito verso il compratore e dell'eventuale plusvalenza o minusvalenza realizzata.

Nel caso di plusvalenza, il cedente può decidere se far sì che risulti una componente del reddito imponibile in maniera totalitaria, oppure far sì che la plusvalenza si rilevi in quote nei successivi anni d'importa (articolo 86, c.4 D.P.R. n.917/86, TUIR).

L'azienda acquirente invece, contabilizzerà a valori correnti sulla base del prezzo di cessione le attività e passività dell'impresa acquisita ed il valore dell'avviamento, che verrà successivamente ammortizzato, cioè il differenziale tra il prezzo d'acquisto ed il valore reale dell'azienda acquisita.

La presenza dell'avviamento, valutato spesso come un asset strategico è giustificata col fatto che l'impresa acquisitrice presume di ottenere vantaggi economici superiori al valore dello stesso.

L'avviamento è frutto principalmente delle sinergie create.

Nei contratti di M&A spesso vi sono clausole che modificano il prezzo pagato in relazione al verificarsi di determinati eventi, per esempio l'aumento del fatturato nei primi due anni post acquisizione almeno di una certa percentuale, diminuzione costi nei primi tre anni per una cifra almeno pari ad una certa percentuale ecc.

Nel caso in cui si verificano condizioni per cui il prezzo subisca una variazione negativa, la contabilizzazione consiste nella diminuzione del valore dell'avviamento stornando il debito verso l'impresa acquisita, la rilevazione di una sopravvenienza attiva e lo storno delle imposte anticipate in proporzione alla diminuzione di avviamento.

Al contrario, se si verificano condizioni tali per cui il prezzo d'acquisto aumenta, le operazioni da rilevare sono: incremento dell'avviamento, aumentando il debito nei confronti dell'impresa acquisita; sopravvenienza passiva ed un incremento delle imposte anticipate (Commodari, Ferri 2012).

Per quanto riguarda invece l'operazione di fusione, a livello contabile consiste nella trasmissione nello Stato Patrimoniale delle attività e passività della società risultante o incorporante sulla base dei valori contabili originari e chiusura contabile al fine di cessare l'attività della società fusa (Commodari, Ferri 2012).

Cosa comporta il mancato rispetto di tali principi contabili?

Nel caso di sanzioni amministrative, ciascun soggetto è responsabile delle sue attività e omissioni, indipendentemente dal fatto che sia dolosa o colposa (articolo 5, comma 1, d.lgs. 472/1997).

Le sanzioni amministrative, nel caso di dichiarazione di reddito non veritiero, variano dal 100% al 200% della differenza tra il reddito veritiero creato e quello dichiarato (articolo 1, comma 2, d.lgs. 471/1997).

I sindaci ed i revisori che omettono elementi nella dichiarazione dei redditi o ai fini IRAP, ricevono come sanzione amministrativa un'aliquota che varia dall'1% al 30% del compenso derivante dall'attività di revisore (articolo 9, comma 5, d.lgs. 471/1997).

Per quanto riguarda invece le attività di consulenza legale, sono punite solo nel caso in cui si configuri il dolo o colpa grave (articolo 5, comma 1, d.lgs. 472/1997).

La redditività delle aziende italiane è influenzata dalle operazioni di M&A?

Secondo gli studi effettuati la risposta risulta essere affermativa.

Bisogna però dividere le aziende che hanno effettuato operazioni di fusione ed acquisizione con imprese locali, da quelle che hanno svolto le medesime operazioni con imprese di altri Paesi.

In tutte e due le casistiche si rileva un incremento degli utili rispetto ai bilanci pre operazioni. Si nota però che le imprese facenti M&A con aziende di altri Paesi hanno rilevato un aumento dell'utile più marcato.

In aggiunta, gli studi dimostrano che le operazioni di fusione ed acquisizione con imprese estere effettuate con lo scopo di migliorare la catena distributiva provocano un aumento degli utili maggiore rispetto alle stesse operazioni con fini di migliorare gli stabilimenti produttivi (Beltratti, Belzecchi, Caselli, 2008).

## 2.5 Fasi dell' M&A

Il processo di M&A è molto articolato ed è composto da innumerevoli fasi.

La prima fase è il *targeting*, ovvero una serie di ricerche per trovare un campione di aziende adatte a condurre l'operazione di M&A. Il campione si basa su aziende che hanno tutte una serie di caratteristiche in comune, per esempio la dimensione, la localizzazione, struttura dei costi ecc.

Una volta individualizzato il campione la società, simulando gli effetti che si avrebbero acquisendo oppure fondendosi con ciascuna azienda target, riesce a quantificare l'azienda del campione che le porta maggiori benefici.

Quell'azienda risulterà essere l'azienda target.

La seconda fase si compone dei contatti preliminari, in cui si rappresenta l'azienda target in tutte le sue caratteristiche attraverso un documento anonimo chiamato *teaser*.

In questa fase le parti firmano un contratto che impone la riservatezza di tutte le informazioni ricavate in tali operazioni.

La terza si concretizza nella presentazione dell'offerta non vincolante, senza l'impegno a concludere tale operazione.

Questa operazione è propedeutica alla fase successiva di redazione della lettera d'intenti.

Nell'offerta non vincolante si delineano in linea di massima le intese tra le parti in tematiche quali: soggetti coinvolti, oggetto d'interesse, prezzo indicativo e relativi criteri di valutazione, condizioni di pagamento, le garanzie e gli accordi sulla maggioranza.<sup>44</sup>

La quarta consiste nella redazione della lettera di intenti, ovvero un contratto preliminare che riprende il contenuto dell'offerta non vincolante, con la quale le parti si accordano di chiudere l'operazione dal momento in cui sarà stata effettuata la due diligence.

La quinta è il processo di due diligence, ovvero l'investigazione effettuata per appurare il valore dell'azienda target, le sue caratteristiche nonché i rischi e le opportunità del processo di M&A.

Successivamente avviene la due diligence, di cui si parlerà in maniera approfondita nel capitolo 2.5.1.

La sesta è la negoziazione, in cui le parti discutono su tutte le informazioni contenute nella due diligence sulle condizioni dell'accordo e convergono sulla determinazione del prezzo

---

<sup>44</sup> Yon, fiero di essere italiani, <https://www.yon.it/blog/fasi-merger-and-acquisition>

dell'operazioni, basandosi sulla forchetta di prezzo indicata.

La settima è la firma del contratto di acquisizione o vendita ufficiale, dopo tale azione avrà effetto il contenuto del contratto.

L'ottava consiste nel financing, in cui si determina la modalità di finanziamento di tale operazione, se con capitale proprio o di terzi ed in che modo verrà erogato.

Infine la nona fase è il closing ovvero il processo col quale si trasferiscono le quote in cambio del capitale.

Solo in quest'ultimo processo quindi si trasferirà il controllo dell'azienda target.

A quest'ultima fase se ne può aggiungere un'altra, ovvero la post merger integration, che consiste nel frangente in cui le aziende coinvolte si integrano in maniera consona al tipo di contratto firmato.

Questo processo deve essere eseguito e predisposto dall'azienda acquisitrice, nel caso di acquisizione, considerando tutte le caratteristiche in essere dell'azienda acquisita, quali: dipendenti, processi produttivi, canali di distribuzione, cultura ecc.

La fase post merger integration è molto importante in quanto se non viene svolta in maniera meticolosa potrebbe vanificare tutte le buone opportunità individuate dall'acquisizione o dalla fusione.<sup>45</sup>

---

<sup>45</sup>Inveneta, <https://www.inveneta.it/fasi-della-ma-negotiation-closing-e-post-merger-integration/>

### 2.5.1 *La due diligence*

La due diligence è una fase fondamentale per un processo di M&A e consiste nell'investigazione effettuata al fine di determinare il valore e le condizioni di un'azienda o di un suo ramo, nonché di valutare la fattibilità ed i rischi di un'operazione, per la quale ci siano interessi d'investimento, acquisizione o fusione.<sup>46</sup>

Un processo di due diligence dura mediamente dalle due alle tre settimane, nel caso in cui però l'obiettivo sia la vendita aziendale, allora la durata è di circa un mese.

La due diligence è pertanto considerata un requisito indispensabile per: le operazioni di finanza straordinaria; nel caso ci siano contenziosi tra più soggetti per determinare l'entità del danno economico; per la richiesta di esosi finanziamenti con lo scopo di verificare la probabilità di rientro del prestito.

Gli elementi che una due diligence deve contenere sono sia di natura qualitativa che quantitativa.

Tra i primi vi sono: presentazione aziendale; modello di business; analisi del settore in cui opera, nonché di clienti e fornitori, politiche aziendali, storia dell'azienda, dipendenti, struttura delle immobilizzazioni, partner strategici ecc.

Mentre la parte quantitativa si struttura sull'analisi dati dei bilanci societari e dai prospetti futuri, per ricavare alcune informazioni, quali: solidità finanziaria; potenziale di sviluppo aziendale; capacità di generare flussi di cassa; margini di profitto ecc.

Importante è notare che tali informazioni risultano non di dominio pubblico perciò di norma le parti firmano un contratto di riservatezza col quale ci si obbliga a non divulgare le analisi effettuate<sup>47</sup>.

La due diligence si distingue in base alla committenza ed all'ampiezza dell'incarico.

Nel primo caso può essere buy-side, se effettuata dall'acquirente, oppure vendor, se effettuata da parte del venditore.

Nella buy-side due diligence il fine ultimo è appurare che chi vuole acquistare un'azienda oppure un ramo di essa, paghi il prezzo corretto analizzando in maniera approfondita i driver finanziari del business che determinano i risultati storici e previsionali più rilevanti.

---

<sup>46</sup> Diritto.it, <https://www.diritto.it/due-diligence-uno-strumento-imprescindibile-nella-valutazione-delle-aziende/>

<sup>47</sup> Sistemi&Consulenza, <https://www.sistemieconsulenze.it/processo-di-due-diligence-cosa-e/#:~:text=Home%20%C2%BB%20Cos'%C3%A8%20la%20due,una%20transizione%20aziendale%20in%20genere>

Alla fine delle analisi si determina quindi una fascia di prezzo in base alle previsioni di valore generato grazie all'acquisizione<sup>48</sup>.

Nella vendor due diligence lo scopo di chi fa effettuare la due diligence, ovvero il venditore, è quello di accelerare il processo di vendita dell'azienda o di un ramo di essa in quanto fornisce un documento che contiene tutte le informazioni dell'azienda stessa, potenziali rischi ecc, incentivando così l'acquisto da parte dei possibili acquirenti in quanto per loro risulta essere una forma di tutela. Inoltre se quest'ultimi volessero condurre una propria due diligence buy-side, l'aver già condotto in precedenza un'analisi vendor, consentirebbe all'acquirente di risparmiare notevoli somme di denaro in quanto molteplici informazioni sarebbero reperibili direttamente dalla due diligence effettuata dal venditore e non ci sarebbe dunque bisogno di effettuare ulteriori analisi<sup>49</sup>.

La due diligence in base all'ampiezza dell'incarico si divide in completa o limitata.

La prima comporta un'analisi su tutte le aree aziendali di business, mentre la seconda si concentra solo su taluni aspetti, in quest'ultimo caso risulta fondamentale lo studio delle singole voci di bilancio.

Quanti tipi di due diligence esistono?

Ne esistono svariati, in base allo scopo per cui si effettua.

La due diligence finanziaria risulta essere sicuramente una di quelle più significative in quanto studia le performance societarie storiche per attuare una previsione dello scenario futuro economico, patrimoniale e finanziario di un'azienda.

L'analisi verte su tre valori che dipendono tutti da fattori diversi: l'EBITDA normalizzato, che dipende dalle vicissitudini di mercato ed aziendali; l'analisi della stagionalità del Capitale Circolante Netto normalizzato, che dipende dalla negoziazione delle parti; e la PFN normalizzata, che dipende dalle aspettative degli acquirenti agli scenari futuri post vendita. Lo studio verte inoltre sull'evoluzione dei margini, cash flow, politiche aziendali, struttura delle passività<sup>50</sup> ecc.

Altri tipi di due diligence sono: fiscale, per l'analisi della corretta interpretazione della normativa vigente; ambientale, per incrementare la transizione ecologica aziendale rispettando gli obiettivi dell'agenda 2030; commerciale, basata sul modello di business,

---

<sup>48</sup> Williamson&Croft , <https://www.williamsoncroft.co.uk/buy-side-vs-sell-side-due-diligence/#:~:text=Whereas%20buy%2Dside%20refers%20to,prior%20to%20making%20a%20sale.>

<sup>49</sup> Nexia Audirevi, <https://www.audirevi.it/audirevi-talks-about-economy-2-0-vendor-due-diligence/>

<sup>50</sup> Grant Thornton, <https://www.bgt-grantthornton.it/tophic-newsletter/aprile-2022/riduzione-dell-asimmetria-informativa-tra-seller-e-buyer/>

posizionamento sul mercato, vantaggio competitivo, studio dei clienti e fornitori; IT, per lo studio e l'adeguatezza di tutti i sistemi informatici aziendali; legale, per la stesura di tutti i contratti e gli accordi ecc.

Quali sono le fasi della due diligence?

Le fasi della due diligence sono cinque: inizialmente c'è il ricevimento dell'incarico da parte dell'ente competente nel condurre l'operazione; successivamente c'è la redazione di una check list in cui si palesa tutta la documentazione oggetto di studio; solo dopo questa procedura avviene il raggruppamento di tutte le informazioni che si riescono a reperire utili al processo; dopo di che tutto ciò viene esaminato traendo le conclusioni; l'ultima fase è la scrittura di un report in cui vengono palesate tutte le informazioni tratte dal punto precedente.

### 2.5.2 Il processo di valutazione aziendale

Un punto fondamentale nel processo di M&A è calcolare il valore di un'azienda.

Ci sono diversi modi per farlo, i due più utilizzati, nonché i più precisi, sono il DCF ed i multipli.

Il metodo del DCF, che determina il valore dell'azienda dalle caratteristiche aziendali e dalle previsioni future di cash flow, può essere eseguito in ottica equity, attualizzando i flussi di cassa disponibili per gli azionisti, oppure in ottica asset, attualizzando i flussi di cassa disponibili sia per gli azionisti che per i creditori.

Nel modello dei DCF in ottica asset il valore dell'impresa è così determinato:

$$\text{Valore impresa} = \sum_{t=1}^N \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{\text{Terminal value}}{(1 + WACC)^N}$$

Il valore dell'impresa quindi si ottiene sommando i FCFF che auspicabilmente si otterranno negli anni futuri, attualizzati per il wacc, a cui poi si somma il terminal value al tempo N.

Perciò i valori fondamentali da ricavare ai fini di risolvere l'equazione sono: i FCFF, il WACC ed il terminal value.

Il primo, per ogni anno, si ottiene calcolando il cash flow gestionale netto (MOL meno variazione circolante netto operativo meno il flusso fiscale operativo) e sommando gli disinvestimenti e sottraendo gli investimenti in capitale fisso.

Il secondo invece si ottiene ponderando in base alla relazione che si crea in bilancio tra le fonti di finanziamento proprie e di terzi il costo del capitale proprio ed il costo del capitale di terzi, ai quali bisogna sottrarre gli scudi fiscali.

$$WACC = rE * \frac{E}{E + D} + rD * (1 - tc) * \frac{D}{E + D}$$

Il costo del capitale di terzi (rD) si ottiene dividendo gli oneri finanziari per le passività

consolidate. Informazioni che si possono trovare nel bilancio.

Il costo del capitale proprio ( $rE$ ) si ottiene invece ricorrendo alla formula del CAPM (Sharpe, 1964). In cui si somma il tasso primo di rischio con il premio al rischio moltiplicato per il moltiplicatore del rischio sistemico.

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

Il fattore  $\beta$  rappresenta la variazione del titolo quotato in relazione al movimento del rendimento complessivo del mercato.

Se il  $\beta$  risulta essere maggiore di 1, significa che il titolo è più volatile del mercato, se invece è minore di 1 vuol dire che lo è meno.

Il  $\beta$  dipende da: ciclicità dei ricavi; rapporto tra i costi fissi e variabili dell'azienda; il leverage, ovvero il livello di rischio finanziario<sup>51</sup>.

Il  $\beta$  matematicamente si calcola nella seguente maniera:

$$\beta = \frac{\text{Covarianza } (rI; rM)}{\text{Varianza } (rM)}$$

Per  $rM$  si intende il rendimento di mercato, mentre per  $rI$  si intende il rendimento di un'attività i-esima.

Nel contesto delle imprese italiane,  $rE$  si può determinare in questi due modi, ottenendo praticamente il medesimo risultato:

$$rE = r \text{ BTP ITALIA} + \beta * (\text{PREMIO USA})$$

---

<sup>51</sup> F. Beltrame, G.S. Bertinetti, A. Scip: Analisi e valutazione finanziaria d'impresa, G. Giappichelli Ed., 2021

$$rE = r \text{ BUND GERMANIA} + \beta * (\text{PREMIO USA} + \text{ITALIA})$$

Il terzo, ovvero il terminal value, è il valore finale dell'azienda, approssimabile come il flusso di cassa successivo all'ultimo anno di analisi.

Nel modello dei DCF in ottica equity invece per ottenere il valore dell'impresa bisogna sommare il valore dell'equity e della PFN.

La PFN la si evince dal bilancio, mentre il valore dell'equity lo si ottiene sommando al terminal value attualizzato per il costo del capitale proprio la sommatoria dei FCFE attualizzati per il medesimo tasso di sconto.

$$\text{Valore impresa} = \sum_{t=1}^N \frac{FCFE_t}{(1+rE)^t} + \frac{\text{Terminal value}}{(1+rE)^N} + PFN$$

I FCFE si ottengono sommando lo scudo fiscale degli oneri finanziari, i proventi straordinari e l'aumento dei debiti finanziari e sottraendo gli oneri finanziari, gli oneri straordinari e la riduzione dei debiti finanziari ai FCFF. In pratica si considera, a differenza dei flussi di cassa in ottica assets, anche l'area straordinaria e di capitale di terzi.

Come capire se il valore ottenuto dal metodo del DCF è corretto oppure no?

Per farlo bisogna rapportare il terminal value al valore degli asset, se in ottica assets, oppure al valore dell'equity, se in ottica equity.

Se da tale rapporto si ottiene un valore superiore all'85% allora questo è un indicatore di allarme in quanto significa che sono stati compiuti alcuni errori, quali ad esempio errori nella stima dei flussi oppure periodi di riferimento troppo breve rispetto al periodo di ritorno degli investimenti compiuti; altri indicatori da considerare sono la coerenza dell'evoluzione del fatturato in relazione al capitale fisso e la dinamica di cambiamento del rapporto MOL./ricavi di gestione.<sup>52</sup>

Il metodo dei multipli, cioè il rapporto tra i prezzi di mercato di uno strumento azionario ed una grandezza di bilancio, si basa invece sulla comparazione di imprese strutturalmente

---

<sup>52</sup> F. Beltrame, G.S. Bertinetti, A. Scip: Analisi e valutazione finanziaria d'impresa, G. Giappichelli Ed., 2021

analoghe su diversi elementi, quali: fiscalità e contabilità, imprese quindi dello stesso Paese; livello di indebitamento; redditività; leva operativa ecc.

I multipli possono essere in ottica asset o in ottica equity.

I primi si concretizzano nel rapporto tra equity ed un altro valore.

Esempi di multipli in ottica assets sono: equity/ricavi di vendita; equity/EBIT; equity/EBITDA; equity/CIN ecc.

I secondi invece sono il rapporto tra il prezzo di mercato di un'azione dell'azienda ed un altro valore, ad esempio: P/utile per azione; P/flusso di cassa reddituale; P/patrimonio netto per azione ecc.

Uno dei multipli più importanti è il rapporto tra il prezzo di mercato di un'azione e l'utile.

Questo multiplo indica quante volte il prezzo dell'azione incorpora gli utili attesi.

Più questo valore è alto e maggiori sono le aspettative degli investitori sulla crescita della società.

Il rapporto tra il prezzo di mercato di un'azione e l'utile per azione aumenta all'aumentare del ROE ed all'aumentare del tasso di reinvestimento degli utili, mentre diminuisce all'aumentare del rischio e dell'inflazione (Elton Gruber Brown e Goetzmann, 2007).

Se gli utili restano costanti nel tempo, questo indicatore palesa il numero di anni necessari agli investitori per riavere la stessa quantità di capitale investito.

In assenza di crescita, due indici in particolare risultano fondamentali da analizzare: il rapporto tra il prezzo di mercato di un'azione ed il patrimonio netto, ed il rapporto tra l'equity ed il CIN.

Il primo infatti, in assenza di crescita, risulta essere uguale al rapporto tra il ROE ed  $rE$  e spiega la relazione tra la redditività per patrimonio netto ed il costo del capitale di rischio. Se infatti  $ROE=rE$ , allora il capitale dell'impresa si può approssimare con una buona accuratezza al patrimonio netto dell'azienda. Se invece il ROE è minore dell'  $rE$  allora il valore di mercato del capitale è minore del suo valore contabile, in caso contrario è maggiore.

Il secondo invece, essendo uguale al rapporto tra il ROI al netto delle tasse ed il WACC, illustra la connessione che risiede tra la redditività del CIN ed il metodo ponderato del capitale. Se  $WACC=ROI$ , allora il capitale dell'impresa è uguale al patrimonio netto. Se invece il ROI è maggiore del WACC, significa che l'impresa sta operando bene in quanto il suo valore di mercato è maggiore del suo valore contabile<sup>53</sup>. Se l'impresa target non è quota

---

<sup>53</sup> F. Beltrame, G.S. Bertinetti, A. Scip: Analisi e valutazione finanziaria d'impresa, G. Giappichelli Ed., 2021

come si può agire?

La procedura per determinare il valore dell'azienda è il seguente: individuazione di un gruppo di imprese simili; decisione su quali multipli utilizzare per rendere il processo più efficiente possibile; attuare eventuali normalizzazioni per eliminare talune differenze importati tra imprese del campione selezionato; selezione di un sotto campione di aziende con redditività simile e modificazione dei multipli in modo tale da rendere il debito delle aziende selezionate ininfluente; calcolo della media dei multipli del sotto campione. Come ultimo step si moltiplica tale valore per la grandezza economica o patrimoniale dell'impresa target sommando il valore degli scudi fiscali. Nel caso di multipli in ottica asset risulta da fare un ulteriore passaggio, ovvero sottrarre il valore della PFN.<sup>54</sup>

Sia nel metodo dei DCF che in quello dei multipli risultano esserci alcuni difetti.

I difetti del metodo dei DCF sono diversi.

In primis si assumono costanti nel periodo di analisi i rischi finanziari e operativi, che normalmente sono soggetti a variazioni in un orizzonte di tempo non molto elevato.

Inoltre si basa sulla previsione della probabilità di scenari futuri, la cui affidabilità delle analisi non sempre risulta attendibile in quanto, soprattutto negli ultimi anni, gli scenari sono cambiati in tempi molto rapidi.

I difetti presenti nel metodo dei multipli sono che la maggiore soggettività, pertanto il valore dell'azienda potrebbe variare considerevolmente in base al soggetto che effettua il processo. La soggettività deriva dal fatto che la scelta dei parametri dell'analisi, che portano poi come risultato ultimo il valore dell'azienda, è arbitraria.

Un altro limite di questo metodo è che risulta molto complesso, in contesti come quello attuale, trovare delle aziende facilmente comparabili.

Il metodo dei DCF, che risulta più complicato da effettuare, è più efficiente nel lungo periodo, mentre il metodo dei multipli lo è maggiormente in orizzonti di analisi brevi.

Per determinare il valore corretto nel modo più preciso possibile di un'azienda, risulta idoneo utilizzare sia il metodo dei DCF che quello dei multipli e poi trarre le conclusioni analizzando tutti e due i processi. Questo perché le due modalità, essendo molto diverse per costruzione, colgono molto spesso fattori diversi che non sono stati rilevati dall'altro metodo.

L'operazione di M&A non viene però conclusa con il prezzo che eguaglia il valore dell'impresa target.

---

<sup>54</sup> F. Beltrame, G.S. Bertinetti, A. Scip: Analisi e valutazione finanziaria d'impresa, G. Giappichelli Ed., 2021

A quest'ultimo infatti, per determinare il prezzo d'acquisto bisogna sommarci il valore delle sinergie e considerare eventuali sconti o premi.

I premi sono scaturiti da vantaggi che l'impresa acquisitrice alla conclusione dell'accordo.

Un esempio è il premio di controllo, nel caso in cui avvenga la cessione di quote di un'azienda tali per cui vi è un trasferimento del controllo di quest'ultima.

Nel caso contrario invece, cioè se la quota ceduta non consente l'ottenimento del controllo dell'azienda target, allora può avvenire uno sconto rispetto al prezzo pattuito per la conclusione dell'accordo.

Le sinergie invece, consistono nel surplus di valore che si ottiene quando più imprese si fondono. Le sinergie giocano quindi un ruolo fondamentale nella decisione se concludere il contratto di fusione o acquisizione, ciò è anche confermato dai dati, visto che il 10% circa delle M&A che richiedono ingenti somme di capitale per essere concluse, non vengono effettuate a causa di scarsità di sinergie (McKinsey).

Le sinergie possono avere molteplici forme con caratteristiche: endemiche se dipendono dal settore in cui operano le imprese, è il caso dell'integrazione verticale; generiche, se si formano indipendentemente da chi sono le parti coinvolte ed in che settore operano; specifiche, se dipendono dalle caratteristiche delle aziende coinvolte in tale processo; benefici privati, nel caso in cui scaturiscano nei confronti di chi ha la maggioranza del capitale dell'azienda a discapito dei soci di minoranza. Quest'ultimo caso può avvenire solo nella fattispecie di acquisizione aziendale e non nel caso della fusione aziendale.

Le sinergie possono inoltre essere operative, se causano aumenti del reddito operativo impattando su un incremento dei ricavi oppure sulla struttura dei costi riducendoli.

Due esempi di sinergie operative sono: le economie di scala, che si verificano normalmente per M&A di imprese operanti nel medesimo settore e l'incremento del potere contrattuale verso i clienti. Anche quest'ultima si verifica per M&A di imprese operanti nello stesso settore, che porta ad una maggiore possibilità di aumentare i prezzi di vendita senza incorrere ad una diminuzione dei ricavi, tutto ciò risulta possibile a causa di un decremento della concorrenza<sup>55</sup>.

Un'altra fattispecie di sinergie sono quelle finanziarie, che si verificano nel momento in cui, quando avviene una fusione oppure un'acquisizione, l'azienda riesce ad ottenere un rating creditizio maggiore. La conseguenza primaria è l'applicazione di tassi d'interesse più bassi

---

<sup>55</sup> InfoValuation, <http://www.infovaluation.it/it/blog/item?id=18>

assoggettati all'azienda e la concessione di finanziamenti che prima non erano concessi. Importante è citare altre due sinergie: quelle derivanti da un aumento dei cash flow aziendali e quelle fiscali, derivanti dal risparmio fiscale nella possibilità di contrarre nuovo debito. Quest'ultima infatti si ottiene dalla moltiplicazione tra il debito aggiuntivo che l'impresa è in grado di contrarre dopo l'operazione di M&A e gli scudi fiscali.

## 2.6 Storia delle “Merger waves”

“Merger waves” è un termine che raffigura le ondate di M&A derivanti da shock nei sistemi (Gaugha 2002).

Gli ultimi 35 anni sono stati caratterizzati da ben sei ondate di fusioni ed acquisizioni che hanno riguardato tutto il mondo industrializzato, nella fattispecie Stati Uniti d’America ed Europa.

La prima fu dal 1897 al 1904 e portò ad un monopolio nel settore manifatturiero mondiale creando aziende come DuPont e General Electric (Nelson, 1953).

I governi mondiali fecero entrare in vigore leggi che riuscirono a far venir meno questo monopolio, che si trasformò però in un oligopolio, migliorando quindi di poco il potere contrattuale dei clienti.

Dal 1916 al 1929 ci fu la seconda ondata, in cui le poche imprese presenti sul mercato non potendo, a causa delle leggi, fondersi per formare il monopolio, lo fecero in maniera limitata rafforzando l’oligopolio già esistente.

Nel 1929 ci fu una grande crisi economica mondiale, quindi l’oligopolio delle imprese perse potere. Tutto ciò avvenne fino al 1960, in cui l’economia si riprese e divenne particolarmente prosperosa, le imprese che ritrovarono con un eccesso di liquidità diedero via alla terza ondata di M&A che si concretizzò con fusioni tra conglomerati (Scherer, 1986) a discapito di quelle verticali ed orizzontali proibite dalla normativa.

Negli anni ’80 ci si rese conto che tali operazioni avevano portato la redditività aziendale nettamente al di sotto delle aspettative.

Le imprese agirono quindi nell’immediato, creando la quarta ondata di M&A, attuando operazioni che implicano utilizzo di capitale consistente. Si attuarono infatti fusioni ed acquisizioni di imprese, anche estere, di dimensioni molto rilevanti contraendo debiti massicci.

La numerosità di M&A aumentò drasticamente, si venne quindi a creare la quinta ondata a partire dagli anni ’90.

In quegli anni cambiò l’ambiente in cui operavano le imprese, si era assistito infatti ad un incremento della tecnologia ed ad un’internazionalizzazione che era cresciuta a livello esponenziale.

Per rimanere competitivi, le imprese americane ed europee avevano individuato nell’attività di M&A la via più facile per adattarsi a questo cambiamento in maniera più veloce possibile

senza perdere il vantaggio competitivo che avevano accumulato negli anni.

Tale processo continuò ad aumentare fino agli anni 2000.

Il volume d'affari di tali operazioni tra il 1998 ed il 2000, in tutto il mondo, è stato infatti di 4 trilioni di dollari, di poco superiore al totale del volume d'affari degli ultimi trent'anni (Henry, 2002).

Nei primi anni 2000 le fusioni e le acquisizioni di aziende sono diminuite, per poi crescere dal 2004 fino al 2008, creando la sesta ondata mondiale.

Questa ondata è stata caratterizzata dalla continuazione del processo di fusioni ed acquisizioni di aziende internazionali, come l'ondata precedente, con la differenza che nella quinta ondata si sono concretizzate operazioni con imprese estere facenti parte di Paesi industrializzati, mentre con la sesta "merger waves" le aziende europee ed americane hanno acquisito aziende di Paesi in via di sviluppo.

Nel 2008 chiaramente il mercato dell'M&A è crollato a picco, causa crisi finanziaria, che ha diminuito la liquidità aziendale rendendo impraticabili le operazioni di fusione ed acquisizione.

Dai dati empirici osservati nel passato, le ondate di M&A si verificano in presenza di quali fattori?

Secondo gli studi condotti, la numerosità di tali operazioni è positivamente correlata con i rendimenti dei mercati finanziari (Sherman & Hart, 2006).

Quando infatti i mercati finanziari aumentano i rendimenti medi rispetto al periodo precedente, allora si verifica anche un aumento del numero di M&A.

## 2.7 Attività di M&A in Italia

Nel contesto italiano, si possono individuare due ondate di M&A consistenti.

La prima si è verificata tra la fine degli anni '80 e la fine degli anni '90.

In quegli anni il debito pubblico aveva raggiunto livelli molto elevati, perciò i governatori hanno deciso di trasformare molte imprese pubbliche in S.p.A. e poi vendere parte consistente delle loro azioni col fine ultimo di ridurre il debito pubblico.

Tra le aziende più rappresentative si ricorda Eni, con la cessione del 15% delle quote per un controvalore di 3 miliardi di euro ed Enel, cedute quote che rappresentavano più del 30% per un valore di 16,3 miliardi di euro.

Nel 1998 si contano 648 operazioni di M&A in Italia per un valore complessivo pari a 65 miliardi di euro.

Dagli anni '90, l'attività di M&A riguardanti società altamente tecnologiche ha iniziato il suo trend a rialzo<sup>56</sup> in quanto in quegli anni le imprese non avevano le risorse necessarie per ottenere internamente, tramite operazioni di ricerca, le informazioni e le conoscenze tecnologiche necessarie (Ranft e Lord, 2000).

L'attività di M&A in Italia ha subito un forte rallentamento nel 2001, anno in cui la diminuzione del numero di M&A è stata del 22% rispetto al 2000, mentre nel 2002 c'è stata un'ulteriore diminuzione del 25% rispetto all'anno precedente, per poi riprendere il trend positivo negli anni successivi.

La seconda ondata infatti si verificò dal 2003 fino al primo decennio degli anni 2000 ed è avvenuta col fine ultimo delle aziende di crescere dal punto di vista dimensionale per riuscire a mantenere il vantaggio competitivo acquisito nonostante il forte cambiamento dell'ambiente economico in cui operano<sup>57</sup>.

Nell'ultimo decennio qual è il trend di M&A a cui stiamo assistendo in Italia?

L'attività di M&A in Italia è in forte crescita (Figura 2.1) da una decina d'anni, fatta eccezione per il 2019 ed il 2020, anni in cui l'economia globale ha avuto un forte rallentamento causato dalla pandemia del Covid19.

Si può notare come nel 2022, rispetto al 2013, il numero di M&A sia più che triplicato causando un valore del capitale impiegato in tali operazioni che è quasi triplicato.

---

<sup>56</sup> Fusioni e acquisizioni; Teorie, metodi, esperienze; Arturo Capasso, Olimpia Meglio

<sup>57</sup> KPMG, 20 anni di M&A: Fusioni e Acquisizioni in Italia dal 1988 al 2010, Egea, Milano, 2011

Nel 2022 il capitale impiegato per effettuare operazioni di M&A è diminuito del 20% rispetto all'anno precedente, nonostante ciò il numero delle operazioni è diminuito di una quantità veramente esigua.

Come si spiega ciò?

La motivazione di tale fenomeno risiede in primis nel fatto che l'alto valore delle acquisizioni e fusioni del 2021 è motivato dall'operazione di Stellantis dal valore di circa 20 miliardi di euro.

Le M&A nel 2022 inoltre sono rimaste elevate grazie dall'entrata in vigore del PNRR, che ha incentivato anche imprese di medie dimensioni a condurre questo tipo di operazioni.

Per di più nel 2022 le operazioni di fusioni ed acquisizioni da parte di imprese estere nel nostro Paese ha subito un incremento molto consistente, ovvero del 15%, quantificabile in 29 miliardi di euro, rispetto all'anno precedente. Questi ultimi si concretizzano in fondi di private equity, su tutti risaltano Cdp Equity, Blackstone e Macquarie che hanno proceduto all'acquisizione di Autostrade per l'Italia dal valore di 9,6 miliardi di euro.<sup>58</sup>

Tale fenomeno si giustifica col fatto che molti fondi hanno dovuto smobilizzare ingenti investimenti in Russia, causa sanzioni economiche adottate verso questo Paese, così facendo si sono trovati con capitali consistenti da investire e da convertire in asset, che hanno portato ad un incremento degli investimenti degli altri Paesi europei e non (Andrej Klisans, 36Brains).

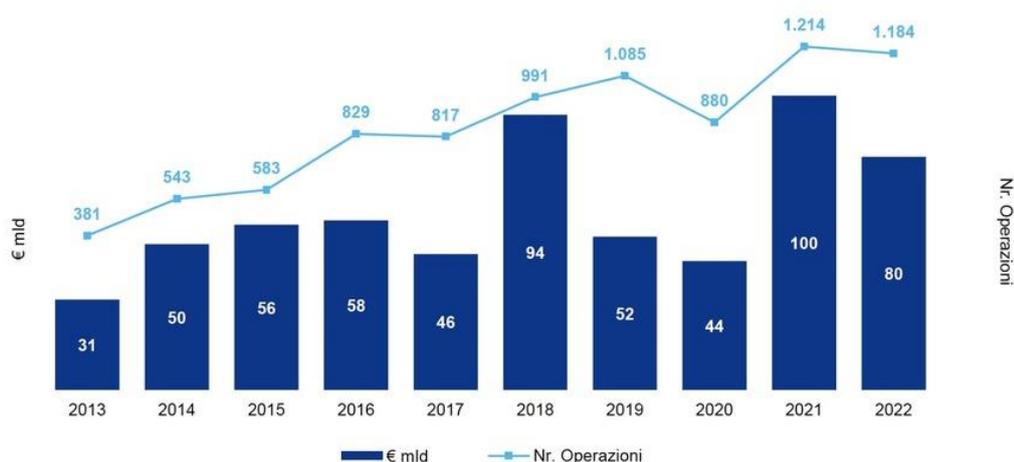
---

<sup>58</sup> Be Beez, <https://bebeez.it/studi-e-approfondimenti/frena-lma-italiano-nei-nove-mesi-deal-in-calo-a-56-mld-di-euro-ma-la-pipeline-per-fine-anno-e-ricca-lo-calcola-kpmg/>

Figura 2.1: M&A in Italia dal 2013 al 2022

Fonte: Di Luccia e Partners Executive Search for Private Equity, L'attività di M&A italiana scende a 80 mld euro nel 2022 dai 100 mld del 2021, secondo KPMG. Forte il peso degli investitori esteri e dei private equity

### Trend M&A 2013-2022



Note: dato aggiornato al 19/12/2022.

Fonte: KPMG Corporate Finance.

Nel 2021-2022 il contesto macroeconomico è risultato non roseo a causa di molti avvenimenti che hanno provocato ingenti problematiche alle imprese, quali: la forte inflazione che ha portato un incremento del prezzo delle materie prime esponenziale, il conflitto in Ucraina e la crisi energetica.

Tali problematiche sono state parzialmente arginate dalle imprese mediante operazioni di fusioni ed acquisizioni che hanno contribuito ad aumentare la velocità di incremento della transizione dettata dal contesto economico per acquisire competitività.<sup>59</sup>

Tale spiegazione motiva perché il valore del mercato dell'M&A nel 2022 è rimasto così elevato.

Quali sono stati i settori più coinvolti in operazioni di M&A in Italia nel 2022?

Fondamentale è attuare una distinzione tra i settori più colpiti in termini di numerosità di operazioni (Figura 2.2) ed i settori più coinvolti in base alla quantità di capitale impiegato (Figura 2.3).

<sup>59</sup> (Marco Daviddi, Strategy & Transactions Markets Leader Europe West di EY

Il settore con più impiego di capitale è stato quello dei servizi di supporto ed infrastrutture con un ammontare di 24,8 miliardi di euro trainato dall'operazione di acquisizione dal valore di 12,7 miliardi di euro della Holding Schema Alfa di Edizione e Blackstone, per circa il 70% di Atlantia. Tale settore però per quanto riguarda la numerosità delle operazioni non è certo tra i primi, si posiziona infatti al sesto posto con 83 operazioni. Anche se tale valore ha subito un aumento del 2% rispetto all'anno precedente.

Significativo risulta essere anche il settore dei servizi finanziari con M&A per un valore di 19,2 miliardi di euro con una numerosità delle operazioni quantificata in 71. Le operazioni più significative sono state l'acquisizione da parte di Generali S.p.A. di PartnerRe e di Cattolica Assicurazioni per un valore di 239 milioni di euro.

Fattore trainante sono state le operazioni da parte di istituti finanziari verso imprese Fintech, i cui gli investimenti complessivi si stimano a 2,6 miliardi di euro. Le società più attive sono state Poste Italiane, Fondo Strategico Italiano e Mediolanum. Curioso risulta notare che questo settore, pur essendo soggetto ad un numero di operazioni di M&A estremamente basso, ovvero il 6%, risulta essere il secondo settore per quantità di capitali impiegati in questo tipo di operazioni, facendo sì che quest'ultime risultino le più "costose" in assoluto.

Figura 2.2: Settori più soggetti ad M&A in Italia, per numero di operazioni

Fonte: Borse.it, Boom di M&A in Italia nel 2022: oltre 970 operazioni per un valore di quasi €90 mld

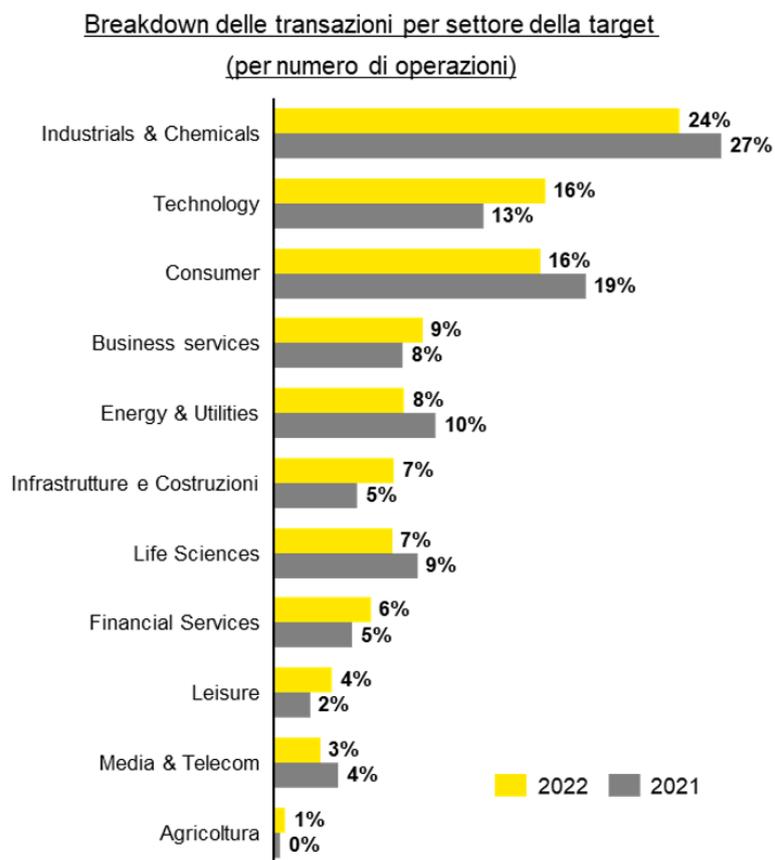
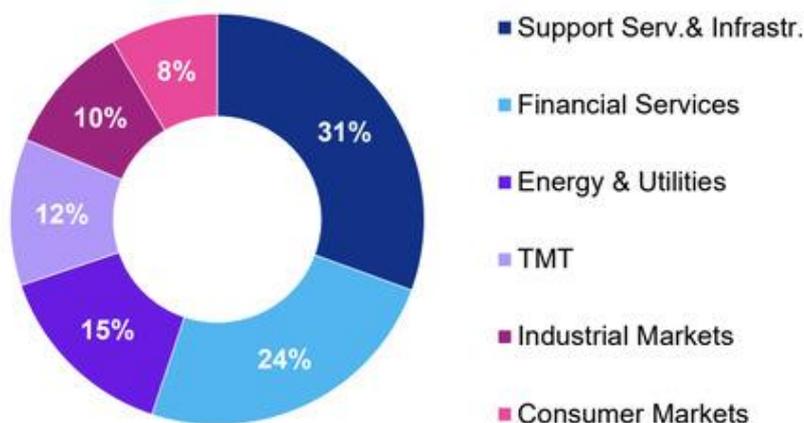


Figura 2.3: Settori più colpiti da operazioni di M&A, in base al capitale investito

Fonte: Di Luccia e Partners Executive Search for Private Equity, L'attività di M&A italiana scende a 80 mld euro nel 2022 dai 100 mld del 2021, secondo KPMG. Forte il peso degli investitori esteri e dei private equity

### I settori Target 2022 (% € mld)



Il settore media e comunicazioni risulta essere uno dei meno appetibili per eseguire operazioni di fusione ed acquisizione, nel 2022 si sono infatti registrate solo il 3% delle operazioni sul totale dell'anno. L'unica azienda attiva da anni in tali operazioni è Mediaset, che ha incrementato le sue partecipazioni in imprese estere, nella fattispecie in Spagna.<sup>60</sup>

Nel 2023 continua il trend negativo del numero di operazioni di M&A in Italia.

In tale anno infatti in Italia si sono registrate 1210 operazioni di M&A, per un valore di 58,6 miliardi di euro, il calo è imputabile dal contesto macroeconomico imprevedibile, situazione geopolitica instabile e crescita dei tassi d'interesse.<sup>61</sup>

I settori che hanno subito un incremento maggiore del numero di operazioni rispetto al 2022 sono: quello industriale e chimico (+4%) e quello dell'energia (+2%).

Al contrario, i settori che hanno subito un decremento maggiore sono: quello tecnologico (-

<sup>60</sup> Mercato M&A in Italia nel 2022: il rapporto KPMG, Nel 2022 operazioni M&A per 80 miliardi di euro. Gli esteri tornano ad investire in Italia, <https://kpmg.com/it/it/home/media/press-releases/2023/01/kpmg-mergers-acquisitions-2022.html>

<sup>61</sup> EY M&A Barometer – Review 2023 e Preview 2024

3%) ed quello delle infrastrutture e costruzioni (-2%).

Delle 1210 operazioni di M&A, ben 261 sono avvenute con un'azienda estera, valore che non si è modificato di molto rispetto all'anno precedente, 264.

La Nazione più coinvolta per M&A con le imprese italiane è stata la Spagna, con 38 processi di M&A, seguita dagli USA, con 35 operazioni e dalla Germania, con un numero di M&A pari a 24.<sup>62</sup>

Nel 2023 resta rilevante l'importanza dei fondi di Private Equity, questi infatti hanno avuto un'incidenza circa del 40% sulle operazioni di M&A in Italia, avendo partecipato a 488 operazioni, contro le 504 dell'anno precedente<sup>63</sup>.

Rispetto al resto dell'Europa, come si posiziona per attrattività l'Italia?

È stato condotto uno studio nel 2023 da parte di Mergermarket in cui ha intervistato 60 director di fondi di private equity cinesi e statunitensi a cui veniva chiesto quale secondo loro sarebbe stato il Paese europeo più redditizio per condurre operazioni di M&A nel 2024. Come si evince dalle risposte ottenute (Figura 2.4) il Paese con redditività attesa più alta per tali operazioni risulta essere la Gran Bretagna, con maggiore fiducia dai parte dei director statunitensi, seguita dalla Francia e dalla Penisola iberica a pari merito.<sup>64</sup>

L'Italia non spicca sicuramente ai primi posti. Risulta infatti che solo il 10% dei director cinesi ed il 7% di quelli americani l'hanno scelta come miglior Paese europeo per redditività delle operazioni di M&A. I Paesi considerati meno adatti per investire in operazioni di fusione ed acquisizione sono: Grecia, Austria, Svizzera ed i Paesi Nordici. Questi ultimi a causa della legislazione locale in tema di fusioni ed acquisizioni che fa sì che queste operazioni diventino poco convenienti per l'eccessiva burocrazia che comporta tempistiche troppo lunghe se rapportate alla media degli altri Paesi.

---

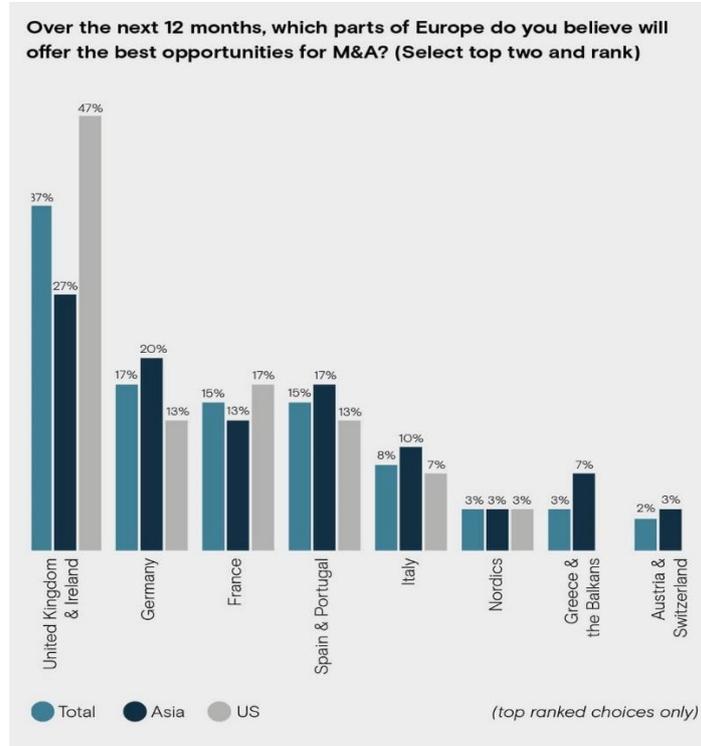
<sup>62</sup> EY, M&A in Italia nel 2023: quasi 60 miliardi di euro per oltre 1200 operazioni, 2024

<sup>63</sup> Verità&Affari; M&A in Italia, nel 2023 oltre 1200 operazioni per quasi 60 miliardi

<sup>64</sup> Rapporto Risky Business, seconda edizione, Mergermarket per 36Brain

Figura 2.4: Migliori opportunità d'investimento in Europa per l'attività di M&A

Fonte: Di Luccia e Partners Executive Search for Private Equity, Paesi scandinavi? No grazie. Per l'M&A in Europa meglio Francia, Italia, Spagna e Portogallo. Le risposte degli investitori USA e asiatici nel report 36Brains-Mergermarket





## Capitolo III: M&A nel settore bancario

### 3.1 Trend recente di M&A tra banche in Italia

Nell'ultimo decennio le operazioni di M&A tra banche in Italia sono state diverse, ciò è avvenuto a causa del gran numero di banche presenti in Italia, vedasi capitolo 1.

Nel 2015 il valore delle operazioni è stato di poco maggiore a 50 miliardi di euro, nel 2016 si sono verificate 896 deal contro i 865 del 2019, nel 2021 invece si è assistito ad un anno record in tema M&A, in quanto si è verificato un aumento rispetto all'anno precedente del 30% dei deal e del 60% delle operazioni che sono state complessivamente di 70 miliardi di euro.<sup>65</sup>

Questo trend positivo è scaturito dal contesto creato dalla Banca Centrale Europea, dopo la crisi nel 2008 infatti i tassi d'interesse sono stati sempre molto bassi, causando una diminuzione alquanto considerevole dei ricavi delle banche, che mediamente dal 2008 al 2019 sono diminuiti del 33%<sup>66</sup>.

Per questo motivo le banche, per far sì che questa politica monetaria molto espansiva non riducesse i profitti, hanno deciso di operare sui costi diminuendoli, lo scopo era quello di diminuire i costi in maniera proporzionale alla diminuzione di ricavi che si veniva a creare nell'anno in corso in modo tale che l'utile sarebbe rimasto costante.

Lo strumento per fare ciò è stato individualizzato delle operazioni di fusioni ed acquisizioni. Negli ultimi anni questo trend così positivo è venuto meno.

Nel 2023 il numero di M&A tra banche in Italia è diminuito del 27% rispetto all'anno precedente, contro il 30% a livello mondiale, dato in linea col la riduzione di M&A avvenuta anche negli altri settori, vedasi capitolo precedente.

Tra i fattori determinanti che hanno contribuito a questo calo, vi sono sicuramente: le politiche della Banca Centrale Europea che, con il fine ultimo di contenere l'inflazione, si sono concretizzate nell'aumento dei tassi di rifinanziamento; le tensioni geopolitiche su diverse aree del territorio europeo e confinante; il decremento della solidità del sistema bancario e di taluni suoi soggetti derivanti da alcuni episodi accaduti di recente, su tutti il caso Credit Suisse<sup>67</sup>.

Quali sono le operazioni di M&A realizzate in questi anni che hanno apportato un beneficio

---

<sup>65</sup> Yon Fieri di essere italiani, <https://www.yon.it/blog/mercato-bancario-italiano>

<sup>66</sup> Yon Fieri di essere italiani, <https://www.yon.it/blog/mercato-bancario-italiano>

<sup>67</sup> PWC, <https://www.pwc.com/it/it/services/deals/trends/ma-financial-services.html>

maggiore?

Se ne possono individuare quattro: Azimut Holding, che dal 2021 al 2022 ha ridotto il proprio debito di un valore circa del 40%; Banca Mediolanum, grazie ai suoi numerosi ed eterogenei canali di offerta dei servizi ai clienti; Banca Generali che ha solidificato il suo piazzamento di mercato, nel quale i competitor non sono particolarmente aggressivi; FincoBanck, che ha incrementato notevolmente la sua clientela dopo le operazioni di finanza straordinaria <sup>68</sup>.

Cosa hanno in comune queste società?

In tutte e quattro il risparmio gestito svolge un ruolo cruciale, avendo un peso maggiore rispetto a quanto lo è mediamente nelle altre banche.

Ciò è derivante dal fatto che esiste una correlazione tra la conduzione di operazioni di l'M&A e la chiusura di sportelli bancari <sup>69</sup>, questo porta benefici a coloro che esercitano la consulenza finanziaria diretta al cliente in quanto in un contesto, come ampiamente spiegato nel capitolo 1, in cui si sta assistendo ad un incremento degli strumenti finanziari, i clienti esprimono preferenze nell'avere maggiore conoscenza sulla strategia di investimento applicata.

---

<sup>68</sup> Investire.biz, <https://investire.biz/analisi-previsioni-ricerche/azioni/investimenti-azioni-banche-italiane-fusioni-chi-vince-gestori-patrimoniali-opinione-analisti>

<sup>69</sup> Investire.biz, <https://investire.biz/analisi-previsioni-ricerche/azioni/investimenti-azioni-banche-italiane-fusioni-chi-vince-gestori-patrimoniali-opinione-analisti>

### 3.2 Limitazioni agli accordi di M&A tra banche, analisi del TUB

Le banche, avendo rilevanza sistemica, sono caratterizzate da una normativa più stringente in tema di fusione ed acquisizione rispetto alle imprese di altri settori.

Infatti hanno rilevanza non solo per le imprese, ma anche per tutti i cittadini, in quanto correntisti.

Prima dell'anno 2003, in Italia, le banche potevano effettuare operazioni di finanza straordinaria solo se omogenee, ovvero tra banche con la stessa ragione sociale, ad esempio tra due S.p.A.

Le fusioni eterogenee erano permesse solo nel caso in cui si fosse verificata una delle seguenti casistiche: interesse comune dei creditori; necessità di rafforzamento patrimoniale; a scopo di razionalizzazione del sistema.<sup>70</sup>

Attualmente, sono ammesse indistintamente sia fusioni omogenee che quelle eterogenee (articolo 31, TUB).

La legge bancaria precedente prevedeva la fusione coatta tra banche da parte di Banca d'Italia, attualmente questa sua facoltà è venuta meno allo scopo di valorizzare la natura imprenditoriale che sussiste nelle banche.

Attualmente le fusioni tra banche sono autorizzate dalla Banca d'Italia e dalla Banca Centrale Europea, che verificano la perseguibilità futura della sana e prudente gestione (articolo 57 TUB).

Nella fattispecie della fusione per unione, si viene a creare un'unica banca, perciò c'è bisogno di una nuova autorizzazione ad intraprendere l'attività bancaria, che verrà rilasciata se saranno rispettati i criteri espliciti all'articolo 14 del TUB.

Nel caso di fusione per incorporazione non si viene a creare una nuova banca, ciononostante l'ente sarà caratterizzato da modifiche tali per cui cambierà in maniera rilevante la sua struttura e quindi la legislazione ha imposto che anche in questo caso ci sarà bisogno di un'altra autorizzazione per svolgere l'attività bancaria, concessa ai sensi dell'articolo 14 del TUB.

In questo contesto, il TUB non parla di fattispecie bancaria, non si riferisce cioè esclusivamente alla fusione tra due banche, bensì tra una banca ed una qualsiasi altra azienda di qualunque settore.

---

<sup>70</sup> Manuale di diritto bancario e finanziario, Francesco Capriglione, 2019

La Banca d'Italia emana istruzione per la cessione a banche di aziende, rapporti giuridici e rami d'azienda individuabili in blocco; quando tali cessioni consistono in un valore superiore al 10% del patrimonio di vigilanza a capo della cessionaria, devono essere autorizzate dalla Banca d'Italia (articolo 58 TUB, comma 1).

La banca cessionaria pubblicizza l'operazione conclusa con l'iscrizione nel registro delle imprese e la pubblicazione in Gazzetta Ufficiale della Repubblica italiana (articolo 58 TUB, comma 2).

Viene conservata automaticamente la validità, nei confronti del cessionario, di ogni fattispecie di garanzia a favore del cedente (articolo 58, comma 3).

Dato il trend crescente di fusioni ed acquisizioni avvenute negli anni, come si è evoluta la legislazione in merito?

Per garantire la concorrenza si è emanato in Italia la legge 287/1990, che si basa su tre concetti principali che non devono verificarsi: le intese, ovvero accordi tra imprenditori col fine di decrementare la concorrenza nel settore; l'abuso di posizione dominante, ovvero comportamenti scorretti scaturiti da un posizionamento di mercato che evolve la concorrenza estorcendola; le concentrazioni, create da M&A bancarie che sfociano in quote di mercato esageratamente elevate (Manuale di diritto bancario e finanziario, Francesco Capriglione, 2019).

A tal proposito, per tutelare la concorrenza del settore, questa legge ha creato un'autorità indipendente amministrativa, ovvero l'AGCM (Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato), che forniva pareri non vincolanti in tema di concorrenza a Banca d'Italia, unico ente competente nel prendere decisioni in tema di Antitrust.

Nei primi anni 2000 i legislatori si resero conto che l'Italia era l'unico Paese europeo che adottava tale approccio, perciò con la legge n. 262/2005 assegnarono, per uniformarsi ai criteri europei, all'AGCM il potere esclusivo in tema di Antitrust.

### 3.3 Obiettivi M&A tra banche

Le banche, per raggiungere il vantaggio competitivo, possono attuare diverse strategie di business, le tre principali sono sicuramente: cost leadership, differenziazione e segmentazione.

Tutte queste strategie possono risultare vincenti grazie all'ausilio di fusioni ed acquisizioni tra banche.

L'obiettivo della prima strategia è riuscire a vendere i propri servizi e prodotti ad un prezzo significativamente più basso rispetto ai competitor grazie a costi medi per prodotto più bassi.

I fattori che contribuiscono alla diminuzione dei costi bancari sono: l'eliminazione di funzioni centrali comuni e dei back-offices; un'organizzazione più efficiente; tecnologie all'avanguardia; diversificazione, grazie alle economie di scopo ampliando il portafoglio di attività della banca; l'aumento dimensionale, che causa economie di scala a causa dell'aumento dei volumi di vendita.

L'M&A bancario è in grado di causare tutti questi elementi, quello che però molto spesso causa è l'ultimo elencato.

Per quanto riguarda le economie di scala, Banca d'Italia ha condotto una ricerca tramite un campione di banche italiane considerando un periodo dal 2006 al 2017 sul loro processo di creazione di economie di scala, da tale studio è emerso che quest'ultime si generano nei processi bancari molto standardizzati in cui la tecnologia risulta essere alquanto integrata, risultano invece molto limitate per l'attività di erogazione dei prestiti e gestione del risparmio. Per quanto concerne invece la strategia di differenziazione, l'obiettivo è operare in un mercato in cui i competitor non siano in grado di fare concorrenza creando servizi che quest'ultimi non riescono a replicare.

Nel caso in cui operi nel mercato una banca che eroga un servizio di gestione del risparmio con una caratteristica unica rispetto a quelli offerti dai competitor ma allo stesso tempo con un difetto che la stessa banca non riesce a colmare, condurre un'operazione di M&A con una banca target individuata in quanto capace di eliminare il difetto del servizio offerto grazie a delle specifiche conoscenze che solo lei ha, risulterebbe la soluzione migliore.

La terza strategia, ovvero quella di segmentazione, si basa sulla raccolta ed analisi di dati dei clienti, che verranno divisi in base alle loro caratteristiche; successivamente la banca procederà col fare alcune simulazioni per verificare su quale segmento di clientela conviene, in base a quale sia più redditizio, offrire i propri servizi.

Nel caso in cui si verifici una fattispecie in cui una banca offra una vasta gamma di prodotti ad ogni tipo di clientela ed al col tempo risulti poco affine ad utilizzare tecnologie, attuare un processo di M&A con una banca caratterizzata dall'aver una scarsa gamma di prodotti offerti alla clientela ma con un livello di tecnologia più integrato nell'operatività rispetto alla media del settore, sarebbe una soluzione ottimale in quanto potrebbe fornirgli la tecnologia necessaria per condurre analisi di grandi quantità di dati complessi al fine di capire quale sia il segmento di mercato nel quale incrementare i servizi ed in quali segmenti, ovvero quelli che risultano meno redditizi, cessare o diminuire drasticamente i prodotti offerti.

Ciò che causa sicuramente l'M&A è l'aumento dimensionale, che risulta conveniente per la banca per diverse ragioni: aumenta la dimensione dei clienti; migliora la sua stabilità, è più difficile che entri in crisi; causa economie di scala e risulta più probabile che la banca inizi, o rafforzi, il processo di globalizzazione.<sup>71</sup>

Quest'ultimo elemento contribuisce alla riduzione dei rischi della banca in quanto si attua un processo di diversificazione per area geografica, quindi se l'economia di un Paese risulta essere in recessione, verrà colpita solo una quota della clientela a cui la banca avrà erogato i suoi servizi.

Un altro vantaggio dell'aumento dimensionale per le banche risiede nel fatto che diventando più sistemiche, nel caso in cui fallissero di creerebbero problematiche globali, per questa ragione le probabilità che, nel caso in cui fossero in situazioni di crisi, verrebbero salvate da fondi europei aumenta.

---

<sup>71</sup> Banche: Strategie, organizzazione e concentrazioni, Paolo Mottura, 2011

### 3.4 Alternative all'M&A bancario

La liquidità della banca è uno strumento fondamentale in quando gli risulta necessaria per ripagare le obbligazioni assunte in precedenza, per eseguire i pagamenti ordinati dai correntisti e per rispettare le riserve obbligatorie imposte dalla normativa.

Quest'ultimi sono dei fondi che devono essere tenuti liquidi da ogni banca europea presso la rispettiva banca centrale Nazionale, Banca d'Italia per le banche italiane; tale strumento è fondamentale per la solidità del sistema bancario in quanto consente alle banche di essere neutrali, quindi di non subire condizionamenti, alle variazioni dei mercati monetari nel breve periodo tramite prelievo o accantonamento di liquidità<sup>72</sup>.

La liquidità in eccesso consiste appunto nella liquidità bancaria rimanente dopo aver depositato i fondi obbligatori, dopo la crisi del 2008 si assistette ad un incremento notevole della liquidità delle banche europee in quanto considerato un elemento di maggiore solidità patrimoniale.<sup>73</sup>

Quando la liquidità della banca raggiunge livelli molto elevati, risulta necessario impiegarla cercando di ottenere il rendimento maggiore possibile.

Una possibilità si concretizza sicuramente nell'eseguire operazioni di M&A, ma non è l'unica possibilità.

Una valida alternativa per impiegare la liquidità in eccesso consiste nell'operazione di buy back, ovvero il riacquisto di azioni proprie, che non potrà riguardare un valore maggiore del 10%, gli obiettivi del buy back sono molteplici, tra cui: acquisire azioni che poi verranno concesse ai manager promesse con contratto di stock option; per aumentare il fondo "riserva titoli" nel bilancio societario in modo tale da poter successivamente nel caso si verificano possibilità appetibili di scambio azioni con altre aziende; incrementare la fiducia nel mercato verso la società; tenere elevato il valore del titolo in borsa, incrementando la domanda<sup>74</sup>.

L'effetto negativo principale dell'operazione di buy back risiede sicuramente nel fatto che l'eccesso di liquidità non viene impiegata nell'investimento di crescita e sviluppo societario, in questo periodo storico, di forti cambiamenti degli scenari derivanti principalmente dalla transizione tecnologica, risulta fondamentale investire per restare al passo con quest'ultima

---

<sup>72</sup> Banca Centrale Europea Eurosystema, [https://www.ecb.europa.eu/ecb-and-you/explainers/tell-me/html/minimum\\_reserve\\_req.it.html](https://www.ecb.europa.eu/ecb-and-you/explainers/tell-me/html/minimum_reserve_req.it.html)

<sup>73</sup> Banca Centrale Europea, [https://www.ecb.europa.eu/ecb-and-you/explainers/tell-me-more/html/excess\\_liquidity.it.html#:~:text=La%20liquidit%C3%A0%20in%20eccesso%20%C3%A8,principalmente%20i%20depositi%20della%20clientela](https://www.ecb.europa.eu/ecb-and-you/explainers/tell-me-more/html/excess_liquidity.it.html#:~:text=La%20liquidit%C3%A0%20in%20eccesso%20%C3%A8,principalmente%20i%20depositi%20della%20clientela).

<sup>74</sup> Borsa Italiana, <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/riacquistoazioniproprie.htm>

ed adeguare la banca al cambiamento per non perdere il vantaggio competitivo fino ad ora concretizzato.<sup>75</sup>

Le operazioni di buy back negli ultimi anni in Italia, così come in Europa, stanno avendo un trend positivo.

I buy back nel 2023 hanno subito un incremento del 22% rispetto all'anno precedente, considerando a livello assoluto tutto il Mondo, trend che si assiste anche nel settore bancario italiano, dato che hanno annunciato tale operazione molte banche Italiane tra le più significative, come Unicredit, Banco BPM, Intesa San Paolo e BPER Banca.

Il buy back risulterà ancora più indispensabile per il 2024, dato che secondo le previsioni la BCE dovrebbe diminuire i tassi d'interesse provocando una diminuzione della redditività delle banche, causando una diminuzione del prezzo di borsa delle relative azioni, in tale scenario il buy back contribuirebbe a mantenere quest'ultimo a livelli non eccessivamente bassi.

Nel 2023 infatti, mediamente il 15% degli scambi giornalieri in Borsa delle azioni delle banche più significative d'Europa è frutto delle operazioni di buy back che queste ultime stanno effettuando per un controvalore annuo totale di 14,7 miliardi di euro, le banche più coinvolte risultano essere: Barclay, col 25% di azioni acquistate; BNP Paribas, col 20%; mentre la banca italiana con la maggior incidenza di buy back è Unicredit, con una percentuale del 5%.<sup>76</sup>

Unicredit appunto, sta in questo momento preferendo l'operazione di buy back rispetto a condurre fusioni e acquisizioni, in quanto come ha commentato Orcel, l'M&A attualmente risulta meno efficace del passato a causa dell'incertezza macroeconomica, regolamentazione europea non omogenea nei diversi Stati e probabili impatti sul capitale; inoltre un fattore a forte decremento dell'efficacia dell'M&A consiste negli alti tassi d'interesse predisposti dalla BCE che portano ad una valutazione degli assets a valori correnti superiori al valore reale e quindi si sovrastima il valore dell'azienda target.<sup>77</sup>

Valide alternative all'M&A per raggiungere i medesimi obiettivi narrati nel capitolo precedente sono: costituzione di piattaforme di condivisione, cioè la condivisione tra più banche di conoscenza, prodotti, strumenti, banche dati ecc., ciò incide molto sui costi delle aziende, abbassandoli notevolmente, senza la necessità di effettuare un investimento iniziale

---

<sup>75</sup> Fundspeople, <https://fundspeople.com/it/glossario/buyback-azionari-cosa-sono-rappresentano-davvero-una-forma-di-remunerazione-degli-azionisti/>

<sup>76</sup> 24 Finanza, <https://www.ilsole24ore.com/art/banche-piani-buy-back-valgono-15percento-scambi-giornalieri-borsa-AFD5PVp>

<sup>77</sup> Corriere della Sera, [https://www.corriere.it/economia/finanza/23\\_giugno\\_14/banche-perche-orcel-castagna-non-tempo-ma-0dd21740-0abf-11ee-aff7-94c1a02412bf.shtml](https://www.corriere.it/economia/finanza/23_giugno_14/banche-perche-orcel-castagna-non-tempo-ma-0dd21740-0abf-11ee-aff7-94c1a02412bf.shtml)

come nel caso dell'M&A; accordi tecnologici, grazie ai quali le banche riescono a restare al passo col cambiamento dello scenario incrementando il loro processo tecnologico, anche in questo caso diminuendo il più possibile i costi ed entrando in mercati di nicchia; concludere accordi di partnership tra banche, condividendo alcuni elementi, in questo caso però il rapporto, a differenza degli accordi di fusione e acquisizione è temporaneo, questa fattispecie riguarda principalmente accordi tra banche e società Fintech, tra i più significativi vi è l'accordo tra Banco Santander e Kabbage; acquisire quote di mercato in un altro Paese, non acquisendo una banca locale, ma implementando l'home banking ed effettuando campagne di marketing nella Nazione target, esempi di successo di tale strategia sono BNP Paribas in Germania e ING in molte zone europee.<sup>78</sup>

Nel caso invece in cui per raggiungere determinati obiettivi aziendali per le banche risulta fondamentale l'integrazione ma l'operazione di M&A risulta impossibile da sostenere a causa dell'esborso di capitale troppo elevato, il network finanziario potrebbe essere una valida alternativa in quanto permette di raggiungere progetti che le singole banche da sole non riuscirebbero a raggiungere.

Il network finanziario è composto da una rete di intermediari basata su accordi, è utile anche come sperimentazione, per capire se le banche sono compatibili, quando le banche hanno idea di fondersi ma sono incerte sul livello di riuscita dell'operazione a causa di diverse ragioni per esempio dalla differente cultura aziendale.

Nel caso in cui le stime dei costi operativi per condurre l'operazione di M&A risultino essere maggiori dei probabili benefici, che comunque sarebbero consistenti, è chiaro che non conviene condurre tale operazione di finanza straordinaria; la migliore soluzione sarebbe costituire un network finanziario allo scopo di aumentare l'efficienza e la flessibilità.

I network finanziari sono molto utilizzati per effettuare l'outsourcing che può riguardare la produzione, la distribuzione e le attività amministrative.

---

<sup>78</sup> Milano Finanza, <https://www.milanofinanza.it/news/banche-cinque-alternative-alle-operazioni-di-m-a-202012022137406603>

### 3.5 Valutazione prezzo banche

Nella prassi, un metodo di valutazione molto usato nel settore bancario per valutare quale sia il reale valore di un'azione, è il DDM.

Nel DDM si stima il valore di un'azione come attualizzazione dei dividendi futuri, ipotizzando vita illimitata della banca:

$$\text{Valore azione} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{Dividendo per azione al tempo } t}{(1 + Re)^t}$$

Dove  $Re$  è il costo del capitale.

Nel caso invece in cui si ipotizzi che la banca, per svariate ragioni, quali vantaggio competitivo notevole, mancanza di competitor nella nicchia in cui opera, conoscenza tecnologica importante ecc., sia in grado di crescere ad un fattore costante del tempo ( $g$ ), la formula del DDM sopra esplicitata si modifica così:

$$\text{Valore azione} = \frac{\text{Dividendo per azione}}{Re - g}$$

Nel caso invece in cui dalle analisi effettuate sia in grado di ipotizzare che la banca abbia attualmente un vantaggio competitivo che nel breve termine (dal momento della valutazione al tempo  $n$ ) la porti ad una crescita notevole e che nel medio lungo periodo (da  $n$  all'infinito) il vantaggio comunque persiste portando crescita economica costante che però è più contenuta, la formula del DDC sopracitata si modifica ulteriormente.

Separando i due periodi differenziati dal livello di crescita aziendale, la formula diventa:

$$\text{Valore azione} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{Dividendo per azione al tempo } t}{(1 + Re\_m)^t} + \frac{\text{Dividendo per azione al tempo } n + 1}{(Re\_b - g) - (1 + Re\_m)^n}$$

In cui  $Re\_m$  è il costo del capitale nel medio-lungo periodo, mentre  $Re\_b$  rappresenta il costo del capitale nel breve periodo.

Importante per l'interpretazione del valore dell'azione della banca calcolato dal DDM è considerare che i principi contabili a cui una banca è tenuta a rispettare, ovvero IAS e IFRS, influenzano la stima dell'equity non rendendola neutrale; per cui risulta fondamentale il compito dell'analista incaricato di stimare i flussi dei dividendi normalizzati dai criteri di contabilità sopracitati, per esempio nella volatilità dei risultati derivanti dall'applicazione del fair value come criterio di valore degli assets (Michele Rutigliano, 2018).

Il DDM quindi, calcolando il valore di un'azione, permette di trovare il valore dell'equity, moltiplicando il valore dell'azione per il numero di azioni.

Le banche però, rappresentando una fattispecie di imprese diverse rispetto a quelle degli altri settori, non si sposano bene ad una valutazione basata sul valore dell'equity.

Tale fattispecie si spiega nel fatto che, a differenza delle imprese di altri settori, le passività delle banche costituiscono gestione caratteristica, quindi escluderle totalmente dall'approccio valutativo utilizzato caratterizzerebbe un errore in quanto non verrebbero considerati elementi che per una banca determinano, in maniera notevole, il suo valore.

L'approccio quindi più efficace per la valutazione delle banche risulta essere il DCF in ottima assets.

### 3.6 Conseguenze dell'M&A tra banche

Tra le principali conseguenze del trend positivo di M&A bancarie si riscontra: l'aumento del potere di mercato delle banche; diminuzione di servizi verso i clienti non affluenti; maggior rischio sistemico in quanto nel caso in cui dovesse fallire una banca di enormi dimensioni scaturirebbe problematiche ad un numero rilevante di soggetti in più aree geografiche, proprio per questo si incrementano le riserve delle banche più significative, l'aumento di grandezza delle banche ha però come effetto positivo il fatto che aumenta la probabilità che queste ricevano aiuti da enti europei nel caso di crisi in quanto come detto prima il fallimento potrebbe avere ripercussioni alquanto negative per l'economia globale; nel miglioramento dell'efficienza operativa, che secondo gli studi empirici deriva per un effetto consistente dai ricavi e molto meno dai costi.<sup>79</sup>

Normalmente un aumento di concentrazione in un determinato settore porta ad una diminuzione, più o meno proporzionale, della competitività.

Tale fenomeno però non si è verificato nel settore bancario italiano in quanto concentrazione e concorrenza aumentano simultaneamente solo quando il consolidamento è indotto dalla concorrenza, questo è il caso in cui le imprese inefficienti vengono acquisite da imprese dello stesso settore alquanto efficienti, non è invece il caso del settore bancario italiano, in cui le ragioni, come spiegato in precedenza, sono diverse.<sup>80</sup>

Inoltre con l'aumento dell'integrazione della tecnologia nei processi le banche possono erogare servizi tramite l'home banking in qualsiasi parte del Mondo, perciò non esiste la barriera geografica che può limitare la concorrenza restringendola solo ad una determinata area geografica.

Il processo di M&A ha avuto effetti positivi sui prezzi dei servizi offerti ai clienti in quanto aumentando l'efficienza aziendale sono diminuiti i costi bancari, questo incremento di efficienza viene spartito tra miglioramento dei margini bancari e beneficio dei clienti derivanti da una diminuzione del prezzo.

Esiste infatti una correlazione tra l'attività di M&A ed il decremento dei prezzi (Focalli, Panetta, 2003).

Quali sono invece gli effetti dell'M&A nel costo del credito?

---

<sup>79</sup> Treccani, [https://www.treccani.it/enciclopedia/il-processo-di-concentrazione-del-sistema-bancario\\_\(XXI-Secolo\)/](https://www.treccani.it/enciclopedia/il-processo-di-concentrazione-del-sistema-bancario_(XXI-Secolo)/)

<sup>80</sup> Treccani, [https://www.treccani.it/enciclopedia/il-processo-di-concentrazione-del-sistema-bancario\\_\(XXI-Secolo\)/](https://www.treccani.it/enciclopedia/il-processo-di-concentrazione-del-sistema-bancario_(XXI-Secolo)/)

Una delle conseguenze delle fusioni ed acquisizioni è l'incremento della conoscenza e delle tecnologie applicabili ai processi aziendali che portano ad un aumento della capacità di elaborare informazioni.<sup>81</sup>

Un processo aziendale core per le banche è l'erogazione del credito che consiste nel prezzare correttamente ogni prestito erogato in base alla probabilità che l'impresa ripaghi il debito.

In un contesto in cui la conoscenza aziendale di processo ed il livello di tecnologia sono bassi, la stima della probabilità risulta non particolarmente affidabile, perciò le banche per non ricorrere in perdite, stimano al rialzo la probabilità di default del cliente creando un tasso d'interesse troppo elevato che non rispecchia le caratteristiche del debitore.

L'aumento quindi di conoscenza e delle tecnologie grazie ai processi di M&A, contribuisce alla formazione, in maniera affidabile, di una probabilità in linea col profilo di rischio del debitore al quale verrà applicato un tasso d'interesse equo, più basso del caso precedente. Così facendo la banca risulta più competitiva sul mercato, ed il beneficio si concretizza per il debitore, che ha un costo del debito inferiore.

Per quanto riguarda invece il costo del personale delle banche italiane, non risulta esserci alcuna sostanziale differenza del valore pre e post operazioni di M&A in termini di rapporto tra operatività aziendale e costo del personale (Cacucci, 2003).

Quali fattispecie di operazioni di M&A creano più sinergie?

Gli studi hanno dimostrato che le sinergie create sono maggiori nel caso di M&A tra due banche della stessa Nazione rispetto alla medesima operazione di finanza straordinaria condotta tra due banche appartenenti a Stati diversi, inoltre sono molto basse le sinergie legate attività commerciali al dettaglio al contrario di quelle legate alle attività che richiedono competenze elevate, su tutte asset management ed investment banking.<sup>82</sup>

Gli studi empirici rilevano che subito dopo l'operazione di M&A, per un periodo temporale di piccole-medie dimensioni, si assiste ad una riduce fisiologica dell'efficienza operativa a causa di molteplici fattori, quali: politiche creditizie; razionalizzazione della rete di sportelli; integrare i sistemi operativi; formare il personale e gestire le differenze culturali (Amel, Barnes, Panetta, Salleo 2004). Dopo questo periodo l'efficienza operativa è destinata ad aumentare.

---

<sup>81</sup> Panetta, Schivaldi, Shum, Do mergers improve information? Evidence from the loan market, 2005

<sup>82</sup> Treccani, [https://www.treccani.it/enciclopedia/il-processo-di-concentrazione-del-sistema-bancario\\_\(XXI-Secolo\)/](https://www.treccani.it/enciclopedia/il-processo-di-concentrazione-del-sistema-bancario_(XXI-Secolo)/)



## Capitolo IV: La corporate governance nelle banche

### 4.1 Analisi e sviluppi della normativa

Il Titolo II, capo III del TUB affronta il tema delle partecipazioni al capitale delle banche. L'acquisizione di partecipazioni che scaturisce qualsiasi tipo di controllo, oppure la possibilità di praticare un'influenza notevole, sulla banca, nonché trasferisca quote del diritto di voto oppure di capitale non inferiore al 10% deve essere autorizzata preventivamente (Comma 1, art. 19, TUB).

Per autorizzazione preventiva s'intende l'atto esercitato da Banca d'Italia, propedeutico all'esercizio del voto.

In caso invece di acquisizione di partecipazioni almeno pari al 30%, prima dell'autorizzazione preventiva, deve essere erogata un'ulteriore autorizzazione da parte della CONSOB.

L'autorizzazione preventiva è condizione necessaria all'esercizio del voto non solo nei casi espliciti nel comma 1. Risulta indispensabile anche nel caso di variazioni delle quote di partecipazioni già in possesso nelle banche nel caso in cui la quota del capitale, oppure dei diritti di voto, diventi almeno pari al 20%, 30% o 50% oppure in presenza di variazioni che, indipendentemente dalla quota raggiunta, portino il possessore ad avere il controllo sulla banca (comma 2, art. 19, TUB).

Importante è notare che l'autorizzazione preventiva non è vincolata al fatto che l'acquisizione di partecipazione sia diretta o meno. Risulta necessaria infatti sia per le acquisizioni di partecipazioni dirette che per quelle indirette (comma 3, art. 19, TUB). L'autorizzazione circa l'acquisizione di una partecipazione rilevante è fornita dalla Banca Centrale Europea, su proposta della Banca d'Italia nel caso in cui siano verificate le caratteristiche indispensabili di sana e prudente gestione della banca (comma 5, art. 19, TUB). Questo comma tutela l'intero sistema finanziario cercando di eliminare, o quantomeno ridurre, il rischio sistemico.

Nel caso in cui l'autorizzazione risultasse negata, i possessori hanno l'obbligo di alienare le partecipazioni in oggetto non oltre le tempistiche stabilite da Banca d'Italia (comma 3, art. 24, TUB).

La cessione e l'acquisto di partecipazioni bancarie non sono solo soggette ad autorizzazione, ma in alcuni casi lo sono anche a comunicazione telematica tramite il modello 287.

Quest'ultima, regolata dall'articolo 20 del TUB, deve obbligatoriamente avvenire nel caso in cui l'acquisizione/cessione delle quote non sia inferiore al 5%; nel caso in cui sia necessaria

sia l'autorizzazione che la comunicazione, la prima prevale sulla seconda.

Nel caso in cui non venissero rispettate l'autorizzazione e la comunicazione quali sarebbero le conseguenze?

La sanzione si concretizza nell'impossibilità, in relazioni alle partecipazioni eccedenti, di esercitare il diritto di voto e gli altri diritti che consentono di prendere decisioni sulla banca (comma 1, art. 24, TUB). Nel caso in cui tale divieto non venga rispettato, le deliberazioni risultano impugnabili.

Il Titolo II, capo IV del TUB affronta il tema dei partecipanti al capitale (articolo 25), e degli esponenti aziendali (articolo 26).

Per quanto riguarda i titolari delle partecipazioni, è richiesto il possesso del requisito indispensabile di onorabilità, ed i criteri di correttezza e competenza; così facendo riescono a tutelare la sana e prudente gestione della banca (comma 1, art. 25, TUB); queste tre caratteristiche sono individuate dal Ministro dell'economia e delle finanze tramite decreto (comma 2, art. 25, TUB).

I requisiti di onorabilità e di professionalità sono espliciti nel decreto ministeriale 169/2020. In riferimento agli esponenti aziendali, ovvero coloro che svolgono attività amministrative, direzionali e di controllo, sono necessari i requisiti di professionalità, onorabilità ed indipendenza ed i criteri di competenza, correttezza e di giusto tempo dedicato alle relative attività di competenza (comma 1, art. 26, TUB).

L'idoneità dei componenti dell'organo di amministrazione e controllo è valutata dagli organi stessi, se manca si concretizza nell'immediato la decadenza d'ufficio (comma 5, art. 26, TUB).

La Circolare 285 parla della corporate governance delle banche.

Per corporate governance s'intende il sistema di controllo e direzione decisionale dell'impresa tramite strumenti, meccanismi e regole (Borsa Italiana, Glossario Finanziario – Corporate governance). Nella fattispecie il governo societario definisce il quadro costituzionale e le attività di un'organizzazione che si applicano a tutti gli attori che fanno parte dell'ambiente organizzativo (Metten, 2017).

In particolare si fa presente che gli assetti organizzativi devono prevenire qualunque tipo di conflitto d'interessi per tutelare l'autonomia degli intermediari secondo il principio di proporzionalità, le scelte sugli investimenti devono infatti essere coerenti col principio della redditività comprendente il rischio (Parte III, Capitolo I, sezione VII).

Il conflitto di interessi è regolato dal codice civile, che all'articolo 2373 recita: "La delibera approvata con il voto determinante di soci che abbiano, per conto proprio o di terzi, un

interesse in conflitto con quello della società è impugnabile a norma dell'art. 2377 qualora possa recarle danno" (art. 2373 codice civile).

Importante è sottolineare il fatto che le delibere sono impugnabili esclusivamente nel caso in cui siano verificate due componenti: siano assunte con il voto determinante dell'amministratore in conflitto e rechino danno alla società (La corporate governance di banche e compagnie di assicurazioni, IC 36, Autorità garante della concorrenza e del mercato).

Per quanto riguarda le disposizioni preliminari ed i principi generali, bisogna fare riferimento alla Parte I, Capitolo I, Sezione I che distingue tra funzione gestionale e di supervisione strategica; la prima si riferisce a coloro i quali spetta la procedura di concretizzazione delle decisioni prese dai soggetti competenti in supervisione strategica, mentre alla seconda competono compiti di supervisione sulla gestione sociale.

Nel 2015 ci fu il primo macro intervento in tema di corporate governance applicabile per le grandi banche, che impose: composizione variegata del consiglio per età, professione, provenienza ed introdusse la quota rosa pari ad un quarto; presenzialità di amministratori indipendenti non inferiore ad un quarto dei presenti; corsi di formazione periodici; nascita di comitati specializzati formati da amministratori non esecutivi con un'alta percentuale di indipendenti; riduzione del numero di consiglieri; impossibilità per il presidente di far parte del comitato esecutivo; un'attività di nomina dei componenti più dettagliata, imponendo analisi ex ante ed ex post dei soggetti.

La board evaluation consiste nelle regole di funzionamento e di composizione del Consiglio di Amministrazione. Un'attività di autovalutazione efficace genera una limpida delineazione dei ruoli, delle informazioni e delle aspettative. Tale procedimento, secondo le imposizioni di Banca d'Italia, deve essere esplicito in un regolamento interno alla banca con cadenza almeno annuale (Composizione e Funzionamento del Board quali fattori di successo per accrescere il valore aziendale, La governance delle banche, GA Governance Advisory, 2016).

Per quanto concerne il sistema dei controlli interni (SCI), si definisce come un'attività svolta dal CDA e dai dirigenti, con lo scopo di garantire sicurezza sul conseguimento degli obiettivi aziendali (Regulation Compliance, Il Sistema di controlli interni e di gestione dei rischi (SCI)). Gli obiettivi sono: verifica della conformità delle attività svolte con la legislazione vigente; verificare l'affidabilità delle informazioni in possesso; garantire efficacia ed efficienza delle operazioni interne alla società; tutelare la profittabilità societaria ed il valore degli assets.

Il sistema di controllo interno, secondo imposizione di Basilea, si concretizza in cinque fondamentali elementi: la sorveglianza garantita dagli organi di direzione; incarico dei controlli; impegno nel monitoraggio; informazione e comunicazione; valutazione accurata dei rischi.<sup>83</sup>

I controlli si suddividono in tre diversi livelli: il primo è un controllo di linea, una sorta di supervisione sulle mansioni; il secondo è effettuato sui rischi e le conformità rispetto alla legislazione degli scopi societari; il terzo si concretizza in una certificazione di adeguatezza dei controlli<sup>84</sup>.

Ciascuna banca deve inoltre redigere il Risk Appetite Framework (RAF), che contiene le strategie per contrastare i rischi. Questo documento coinvolge innumerevoli organi, con funzione rispettivamente di supervisione, gestione e controllo (Circolare 285, Parte I, Capitolo 3, Sezione II).

Che poteri ha Banca d'Italia sui soggetti facenti parte della corporate governance delle banche?

La Banca d'Italia ha la facoltà di convocare i sindaci, gli amministratori, il personale delle banche, gli organi collegiali nella loro interezza decidendo gli ordini del giorno ed avanzando proposte di discussione su talune deliberazioni e ha inoltre il potere di rimuovere dalla carica gli esponenti bancari restando fedele al principio di discrezionalità amministrativa (art. 53-bis TUB).

La rimozione degli esponenti bancari avviene solo al verificarsi dei casi di violazioni particolarmente significative della legislazione vigente e irregolarità circa l'amministrazione (art 69-octiesdecies TUB); una volta fatto ciò, la Banca d'Italia deve approvare la nomina dei nuovi componenti, sostitutivi dei precedenti, degli organi interessati (art 69-vicies-semel TUB).

Banca d'Italia può inoltre determinare sanzioni, di diversa natura, nei confronti degli esponenti bancari. Un tipico esempio sono le sanzioni amministrative pecuniarie, che si concretizzano per un importo variabile che rimane interno al valore minimo (5.000€) e massimo (5.000.000€) (art. 144-ter TUB) nel momento in cui il soggetto attua un processo di inosservanza dei doveri che gli fanno capo; la decisione sull'importo sanzionatorio è determinato tenendo conto di taluni elementi che determinano la gravità della fattispecie, su tutti: gravità e durata del fatto; livello di responsabilità assoggettata; rilevanza del vantaggio

---

<sup>83</sup> Gestione della Banca e Analisi del Merito di Credito (I modulo), McGraw-Hill (2022)

<sup>84</sup> Gestione della Banca e Analisi del Merito di Credito (I modulo), McGraw-Hill (2022)

ottenuto causa dell'inosservanza; livello finanziario del soggetto (art 244-quarter TUB).

## 4.2 Il Decreto MEF n.169/2020

Il decreto MEF n.169/2020 è entrato in vigore con lo scopo di aumentare significativamente la qualità dei soggetti formanti la corporate governance delle banche.

Il concetto di qualità inteso nel decreto è ampio e si può sintetizzare con l'unione di cinque espressioni, ovvero: reputazione, rientrante nel perimetro di correttezza e onorabilità; esperienza; indipendenza; garanzia di dedicare il giusto tempo alla mansione; idoneità collettiva.

L'indice che misura la qualità della governance è l'EG index, viene calcolato ogni 12 mesi dall'Osservatorio Ambrosetti sull'Eccellenza dei Sistemi di Governo in Italia e considera cinque indicatori : struttura dell'azionariato; composizione del CDA; modalità di remunerazione dei soggetti facenti parte del board; sistema dei controlli, comprensivo della gestione del rischio; governance della sostenibilità determinata da diversi KPI.<sup>85</sup>

I principi su cui si basa il presente decreto n.169/2020 sono principalmente tre.

Il primo è la necessità di allinearsi con le legislazioni europee che avevano iniziato a generare un trend in costante crescita che stava portando le banche ad avere una corporate governance sempre più qualitativamente elevata.

Il secondo è il principio di proporzionalità, secondo cui l'intensità e la profondità delle imposizioni dettate dalle norme applicate è maggiore per istituti finanziari grandi e minore per quelli più piccoli. Il concetto di grandezza è determinato dalla complessità operativa della banca.

Il terzo è il bilanciamento tra esigenze contrapposte. Il decreto infatti incentiva i soggetti componenti del board ad esercitare tale mansione per un periodo lungo secondo il criterio di continuità, non ostacolando però in nessun modo il turnover di personale che si potrebbe venire a creare all'interno della corporate governance bancaria.

Anche se da sottolineare è il fatto che la durata della carica superiore a nove anni è una delle principali causa di rischio dell'indipendenza dei componenti del board (Relazioni CIG e Consob).

L'incentivazione è inoltre presente nel comporre un board con esponenti aventi competenze eterogenee tra loro, pur sempre però tutelando le competenze bancarie e finanziarie, alle quali è riservata una quota considerevole (Banca d'Italia, Alessandra Perrazzelli, 2022).

---

<sup>85</sup>Moneta e credito, [https://rosa.uniroma1.it/rosa04/moneta\\_e\\_credito/index](https://rosa.uniroma1.it/rosa04/moneta_e_credito/index)

Il presente decreto si applica ai seguenti soggetti: le banche, le società capogruppo dei gruppi bancari, gli intermediari finanziari, i confidi, gli istituti di moneta elettronica, gli istituti di pagamento ed i sistemi di garanzia dei depositanti, le società fiduciarie iscritte nella sezione separata dell'albo degli intermediari finanziari e le società finanziarie capogruppo di gruppi bancari<sup>86</sup>.

Per verificare l'effettiva osservanza del contenuto della disposizione, si effettuano controlli del board ex-ante ed ex-post da parte di Banca d'Italia.

---

<sup>86</sup> DB non solo diritto bancario, <https://www.dirittobancario.it/art/requisiti-e-criteri-di-idoneita-degli-esponenti-aziendali-delle-banche-prime/>

### 4.3 Pluralità forme di corporate governance del sistema bancario italiano

I tre sistemi di corporate governance che le banche possono adottare sono: tradizionale, monistico e dualistico.

Il primo si concretizza con la presenzialità di un Consiglio di Amministrazione, che svolge attività amministrative e di un Collegio Sindacale che attua il controllo del primo; tutti e due gli organi sono nominati dall'assemblea. Le caratteristiche principali di questo modello sono: la divisione tra l'incarico di controllo e di amministrazione; controllo rilevante dell'Assemblea sul Consiglio.<sup>87</sup>

Quest'ultimo punto si concretizza col potere dell'Assemblea di nominare e revocare gli amministratori (art. 2449 c.2 c.c.).

Il secondo è caratterizzato da un livello considerevole di flessibilità e semplicità ed è perfetto per garantire l'efficienza in quanto si verifica un costante scambio di flussi informativi tra l'organo amministrativo e di controllo.

L'attività amministrazione è esercitata dal Consiglio di Amministrazione, mentre quella di controllo da un Comitato interno al Consiglio di Amministrazione nominato proprio da quest'ultimo, i soggetti che ne fanno parte restano in carica per tre esercizi. La fattispecie dell'amministratore unico non è contemplata.<sup>88</sup>

Una quota non inferiore ad un terzo dei componenti del Consiglio di Amministrazione deve obbligatoriamente possedere la caratteristica dell'indipendenza.

Il presidente del consiglio di amministrazione garantisce il funzionamento dell'organo nel suo complesso delineando i compiti organizzativi, convocando il Consiglio, fissando l'ordine del giorno, gestendo le fasi prodromiche all'adunanza consiliare e avendo la rappresentanza legale della banca (Fiscomania.com, Consiglio di amministrazione: ruolo e funzioni).

Sussiste la possibilità per il presidente di essere anche il CEO della banca, in questo caso si parla di dualità del CEO, secondo dati empirici questa fattispecie diminuisce la possibilità della banca di andare in default uno o due anni prima del default (Berger, 2016).

Per quanto riguarda i componenti del Comitato, essi sono amministratori aventi le caratteristiche di professionalità ed onorabilità esternati dall'art. 2409 c.c.; hanno il compito

---

<sup>87</sup> PMI.it, <https://www.pmi.it/professioni/regole-e-compensi/195678/corporate-governance-sistema-tradizionale-monistico-o-dualistico.html>

<sup>88</sup> Ordine Dei Dottori Commercialisti e Degli Esperti Contabili; I modelli di Governance Societaria. Analisi, commenti e raffronti sui diversi istituti offerti alla pratica professionale dal diritto societario attuale; Cristian Carini, Luciano Aldo Ferrari

di: nominare il presidente del Comitato; vigilare sulla struttura organizzativa e sui sistemi di amministrazione e contabilità; eseguire mansioni assegnate dal Consiglio di Amministrazione.<sup>89</sup>

Il terzo è preferito per le società in cui vi siano manager autonomi ed in cui i soci esercitino un'influenza poco rilevante nella società in quanto quest'ultimi delineano solamente le basi degli obiettivi economici societari perché l'attività amministrativa compete a due organi, ovvero al Consiglio di Gestione ed il Consiglio di Sorveglianza, il quale, oltre a nominare il primo, spettano attività che nel modello tradizionale competono all'assemblea, un chiaro esempio è l'approvazione del bilancio d'esercizio; il controllo contabile invece è di competenza di un revisore esterno.<sup>90</sup>

Dal 2003 le banche potevano scegliere, a loro discrezione, quale dei tre sistemi adottare.

Ad oggi invece si rammenta che le banche, nella scelta tra quale sistema adottare, devono attuare un'attenta analisi che si concretizza nella scrittura di un progetto di governo societario, che deve: esplicitare le motivazioni secondo cui il modello scelto risulti il più in linea con le caratteristiche della banca; esporre le specifiche scelte; essere spedito alla Banca Centrale Europea oppure alla Banca d'Italia nel frangente di organizzazione della banca (Circolare 285, Parte I, Titolo IV, Capitolo I, Sezione II). Nella fattispecie si enuncia che i poteri devono essere, oltre che chiari, equilibrati tra gli organi.

Importante è citare i Comitati endo-consiliari presenti nelle banche di grandi dimensioni, questo termine racchiude la caratteristica di questi di essere formati da consiglieri e non da qualunque altro soggetto, la loro mansione è di supporto agli altri organi. Ci sono diversi comitati (Circolare 285, Parte I, Titolo IV, Capitolo 1, Sezione IV).

Il numero dei consiglieri di amministrazione è deciso dall'Assemblea ordinaria, ed è compreso tra nove e diciassette (art. 15 Statuto della Banca).

Le banche S.p.A. più rilevanti in Italia che forma di corporate governance adottano?

Le principali banche italiane sotto forma di S.p.A. sono: Unicredit, Intesa San Paolo, MPS, Banca Nazionale del Lavoro, Banca delle Marche, Deutsche Bank, Banca Sella, Credito Emiliano, Cassa di Risparmio di Genova.

Tra queste nove banche tutte adottano un sistema di corporate governance tradizionale, ad

---

<sup>89</sup> Ordine Dei Dottori Commercialisti e Degli Esperti Contabili; I modelli di Governance Societaria. Analisi, commenti e raffronti sui diversi istituti offerti alla pratica professionale dal diritto societario attuale; Cristian Carini, Luciano Aldo Ferrari

<sup>90</sup> Diritto, Diritto societario, <https://www.studiolegalestella.it/corporate-governance-modelli-a-disposizione-societa-di-capitali/>

eccezione di Intesa San Paolo e Deutsche Bank che hanno un sistema dualistico.<sup>91</sup>

---

<sup>91</sup> La corporate governance di banche e compagnie di assicurazioni, IC 36, Autorità garante della concorrenza e del mercato

#### 4.4 Le nuove sfide della corporate governance bancaria

Come ampiamente esplicitato nei capitoli precedenti, il settore bancario nell'ultimo periodo sta mutando radicalmente.

Tra gli innumerevoli cambiamenti uno dei più rilevanti è sicuramente l'incremento delle tecnologie. Questo trend è guidato dall'aumento della numerosità delle aziende Fintech, causato anche dai numerosi incentivi offerti dalla Banca d'Italia, quali: Milano Fintech hub, Sandbox e Canale Fintech.

I massimi esponenti bancari devono quindi affrontare innumerevoli sfide portate da questo cambiamento, quali: garantire la marginalità operativa, puntando sul contenimento dei costi; innovare la strategia di business per incrementare la solidità della propria quota di mercato, che dovrebbe diminuire a causa dell'aumento della concorrenza nel settore; possibilità di affidarsi ad un fornitore di tecnologia che poi sfrutta a suo vantaggio la conoscenza bancaria; contenere i rischi legati alla tecnologia, su tutti quello di compliance e di subire attacchi di hacker.

I componenti della corporate governance bancaria, devono inoltre garantire che le attività della banca risultino coerenti a contrastare il cambiamento climatico, nella fattispecie il loro compito è molteplice, e consiste nel combattere il rischio climatico e promuovere prodotti finanziari sostenibili e che contribuiscano a garantire i principi del fatto ESG.

Se quest'ultimo fattore viene trascurato, la banca nel lungo periodo probabilmente non riuscirà più a generare lo stesso valore che genera in questo momento, in quanto si creerebbe un gap in negativo con le banche che hanno saputo adeguarsi al cambiamento.

Per fare in modo che le banche capiscano l'importanza di ciò, in questi ultimi anni sono molte le modifiche normative, a livello sovranazionale, che si stanno mettendo in atto, tra cui la revisione di: nuove imposizione di informativa del terzo pilastro; revisione disciplina primo pilastro; misure di secondo pilastro (Perrazzelli, 2022).

A livello globale, il raggiungimento di una finanza sostenibile è considerato un elemento imprescindibile per un Mondo green. Le iniziative per iniziare questo cambiamento infatti sono state diverse, tra tutte le più rilevanti sono: Action plan e New Green Deal, promosse dalla Banca Centrale Europea; G 20 Sustainable Finance Study Group e Network for Greening the Financial System, incentivati da Banca d'Italia (Perrazzelli, 2022).

Nel 2020 la Banca Centrale Europea ha divulgato un documento in cui delinea le sue aspettative circa l'attività della corporate governance bancaria per contrastare il rischio

climatico, nella fattispecie decreta la presenzialità dei seguenti elementi: considerare i risvolti negativi dei rischi ESG nel calcolo della proclività al rischio ed in fase di redazione delle politiche aziendali; redazione della disclosure sui caratteri ESG coerente con le indicazioni della BCE sul non financial reporting; analisi delle caratteristiche climatiche nel frangente di decisione nell'erogazione di un credito; conduzione periodica di stress test su tematiche ambientali.

Nel 2021 la Banca Centrale Europea ha fornito un test alle banche da lei vigilate, in cui venivano chieste alcune domande circa l'effettiva integrazione nelle linee guida erogate nel 2020 nelle normali attività di corporate governance, il risultato non è stato particolarmente soddisfacente in quanto nessuna delle banche aveva risposto affermativamente all'adeguatezza complessiva di tutte le linee guida e circa la metà delle banche non ha svolto alcun tipo di azione in merito. Solo un quarto del campione ha redatto KPI in tema.

La Banca Centrale Europea ha fatto un'ulteriore analisi nel 2023 per valutare la qualità della corporate governance che portò a risultati non migliorativi rispetto ai due anni precedenti. Alle banche oggetto di campione è stato dato un punteggio da 1, valore migliore in assoluto, a 4, ovvero il valore peggiore. Nessuna banca vigilata dalla Banca Centrale Europea ha raggiunto un punteggio di 1 ed il 73% ha raggiunto un valore di 3.<sup>92</sup>

Nel 2021 Banca d'Italia ha condotto una ricerca sulle banche da lei vigilate per appurare il livello d'integrazione delle linee guida sopracitate nell'attività della corporate governance.

Il fine ultimo di questa analisi è molteplice: predisporre azioni di intervento per mitigare il rischio idiosincratco della singola banca, da utilizzare qualora si verifici una crisi e rammentare suggerimenti sulle caratteristiche della governance bancaria.

Gli strumenti adottati per fare ciò sono tre.

Il primo è effettuare benchmarking sulla costituzione della governance.

Il secondo è la comprensione della correlazione tra le peculiarità della governance e le performance della banca.

Il terzo è composto da interviste ai soggetti interni alla governance ed alla visualizzazione dei verbali del board.

I risultati della ricerca, effettuata su un campione di 125 banche, evidenziano che per quanto concerne il presente del board, solo del 6% dei casi ha meno di 40 anni e solo in 8 banche è una donna.

---

<sup>92</sup> MOneta e credito, [https://rosa.uniroma1.it/rosa04/moneta\\_e\\_credito/article/view/17965](https://rosa.uniroma1.it/rosa04/moneta_e_credito/article/view/17965)

Per quanto concerne invece la materia di competenza del presidente, in questo caso i dati forniscono una forte eterogeneità, la materia di competenza più padroneggiata è la finanza nel 28% dei casi (Perrazzelli, 2022).

Per quanto riguarda invece la corporate governance di istituti finanziari internazionali, altri studi empirici hanno tratto la conclusione che nelle aziende operanti in settori diversi da quello finanziario, si sottolinea una significativa correlazione positiva tra la qualità della corporate governance societaria e le performance aziendali (Balestreri e Venanzi, 2021), ciò invece non è garantito per le imprese finanziarie, nelle quali la correlazione non è significativa (Fernandes, 2018). Tale risultato deriva dal fatto che il business finanziario risulta essere per innumerevoli aspetti molto diverso da quello del resto delle imprese (Pathan e Faff, 2013; Wang, 2012). Dallo studio condotto da Andres Alonso e Vallelado (2008) risulta esserci invece una correlazione negativa tra il numero di consiglieri indipendenti nel CDA e le performance bancarie.

Il livello di concentrazione dei soggetti preposti alla corporate governance degli istituti bancari è mediamente levato?

Secondo uno studio effettuato nel 2007 le banche americane risultano per ragioni prettamente legislative molto detenute, si fa riferimento ad una percentuale di circa il 90% (Caprio, 2007). Lo stesso studio è stato sostenuto su altre 44 Nazioni, in cui solo 21 risultano molto detenute.

La presenzialità di una corporate governance concentrata è fondamentale nelle fasi cruciali della vita della banca, individuate in fase di nascita e di ristrutturazione e porta all'accrescimento degli incentivi nell'ottenere informazioni e vigilare sulle scelte del management.<sup>93</sup>

---

<sup>93</sup> Moneta e credito, [https://rosa.uniroma1.it/rosa04/moneta\\_e\\_credito/article/view/12968](https://rosa.uniroma1.it/rosa04/moneta_e_credito/article/view/12968)

#### 4.5 Relazione tra corporate governance e concorrenza

La concorrenza nel settore può mutare in maniera notevole nel caso in cui la corporate governance di un ristretto cerchio di banche non risulti idonea ed applichi delle politiche che non abbiano come fine ultimo la mera redditività, intesa come generazione di margini, ma abbiano altri scopi diversi dall'efficienza aziendale.

La concorrenza si trasforma in quanto vengono applicati principi differenti nella decisione di intraprendere rapporti con diversi fornitori e clienti a condizioni non uniformi, generando variazione della domanda e offerta del mercato.

I soggetti ai quali spetta la remunerazione aziendale sono i finanziatori esterni ed i possessori di quote di capitale. A differenza dei primi, i secondi, nel momento in cui la redditività generata tramite le scelte errate della corporate governance risulti particolarmente bassa, possono approfittare del loro potere impossessandosi delle scarse risorse bancarie che si sono generate. Questo provoca un disincentivo da parte dei finanziatori terzi di impiegare il loro capitale in banche con corporate governance inadeguata.

In un mercato competitivo, i comportamenti poco adeguati della corporate governance sono disincentivati, in quanto dal momento in cui la redditività raggiunge livelli bassi, la banca corre il rischio di generare un gap negativo nei confronti dei competitors e quindi di uscire dal mercato. Per questa ragione risulta fondamentale garantire la concorrenza nel sistema bancario. In questo caso quindi la concorrenza influenza le scelte della corporate governance. In taluni aspetti però è proprio la seconda a influenzare la generazione o meno della prima. Nel caso infatti in cui la corporate governance risulti essere inidonea, non sarà in grado di cogliere, nel caso si verificano, le opportunità di generare margini particolarmente buoni. Così facendo la banca risulta essere meno competitiva di quello che potrebbe essere, questo crea conseguenze nel mercato il quale risulta essere composto da banche meno competitive.<sup>94</sup>

Com'è stata in passato tutelata la concorrenza nel settore bancario?

Oltre alle manovre effettuate dagli anni 2000 in poi, spiegate nel primo capitolo, negli anni '90 ed alla fine degli anni '80 sono avvenuti i primi processi di tutela della concorrenza.

Nella fattispecie, di particolarmente rilevante, è avvenuto: l'eliminazione del massimale sugli impieghi (1988), annullamento degli impedimenti regolamentari di apertura di sedi bancarie (1990).

---

<sup>94</sup> Moneta e credito, [https://rosa.uniroma1.it/rosa04/moneta\\_e\\_credito/article/view/12968](https://rosa.uniroma1.it/rosa04/moneta_e_credito/article/view/12968)

Come hanno reagito le banche a tale cambiamento competitivo?

Dal 1990 ed il 1995, le banche italiane hanno subito un notevole decremento in termini numerici (-16%), passando da 1156 a 970; il decremento maggiore si è verificato per le S.p.A. (-17%), ciò è avvenuto a causa di molteplici acquisizioni (Concorrenza e corporate governance delle banche, Ginevra Bruzzone).

La diretta conseguenza è un incremento proporzionale delle quote di mercato medie di ciascuna banca.

Le acquisizioni avvenute in quegli anni sono frutto di scelte della corporate governance volte a garantire marginalità futura a discapito di quella del presente (Prowse, 1997), infatti il prezzo di acquisto assoggettato alla banca era direttamente proporzionale alla redditività che generava (Banca d'Italia, 1996).

Tale processo avvenuto in quegli anni è stato appurato che fosse slegato dalle caratteristiche della corporate governance bancaria (Concorrenza e corporate governance delle banche, Ginevra Bruzzone).

Dall'analisi empirica effettuata in quegli anni, si rileva una mancanza di influenza tra la corporate governance ed i risultati operativi ottenuti dalla banca (Cannari e Signorini, 1996).

#### 4.6 Relazione tra numerosità della corporate governance ed efficienza

La numerosità del board delle banche è un elemento positivo o negativo?

La risposta non è chiara, in particolare, secondo gli studi sulle evidenze empiriche negli anni, ci sono molti ricercatori che sostengono che un board numeroso sia un elemento negativo per la banca in quanto: diminuisce l'efficienza del board stesso perché comporta una tempistica maggiore nel prendere decisioni (Jensen, 1993; Bino e Tomar, 2007); l'efficienza della banca subisce un decremento (Yermack, 1996), così come il suo valore (Hermalin e Weisbach, 2009).

Al contrario, alcuni ricercatori sostengono che un board caratterizzato da una numerosità elevata di soggetti comporti benefici alla banca in quanto incrementa le abilità e le risorse che poi vengono messe a servizio della banca (Dalton, 1999).

Taluni economisti invece non rilevano alcuna correlazione tra la numerosità del board e l'efficienza (Bermig e Frick, 2009).

In ogni modo, risulta normale il fatto il board delle banche debba essere di dimensioni maggiori rispetto a quello degli altri tipi di imprese in quanto nell'attività bancaria risulta esserci una struttura organizzativa più complessa ed elaborata (Adams e Mehram, 2003).

Quali sono le conseguenze dell'M&A tra banche nella numerosità della corporate governance?

Esiste una relazione positiva tra svolgimento di attività di M&A e la crescita della numerosità del board in quanto si verifica l'acquisizione di consiglieri dell'impresa target, si sottolinea che però la frequenza di operazioni di M&A non risulta correlata con la numerosità del board (Adams e Mehram, 2005). La relazione positiva è legata all'accrescimento dimensionale derivante dalla crescita esterna (Belkir, 2004).

La numerosità dei consiglieri indipendenti nel board ne influenza l'efficienza?

Anche in questo caso la risposta non è chiara, alcuni ricercatori affermano di sì (Baysinger, 1985) altri di no (Black, 1999).

Mentre per quanto riguarda la relazione tra efficienza e presenza di consiglieri non esecutivi, in questo caso risulta essere positiva (Laing e Weir, 1999).

Si rileva una relazione significativa inversamente proporzionale tra crisi prettamente finanziarie e rafforzamento della corporate governance bancaria in quanto la prima indebolisce fortemente le performance delle banche, come conseguenza risulta esserci un impatto nella corporate governance societaria che la indebolisce ed in particolare si riscontra

un decremento dell'indipendenza del consiglio ed incontri del board sempre più sporadici (Cornett, 2009). Da rilevare il fatto che una banca dotata di una forte corporate governance, risente in maniera meno negativa la crisi finanziaria (Peni e Vähämaa, 2010).



## **Capitolo V: L'influenza delle caratteristiche della corporate governance bancaria nelle operazioni di M&A del campione selezionato**

### **5.1 L'analisi empirica**

Come discusso nei capitoli precedenti, le operazioni di M&A consistono in una possibilità per le banche di crescere e migliorare le performance economico-finanziarie.

Tuttavia, in alcuni casi, la corporate governance societaria, per ottenere un vantaggio personale, attua delle politiche aziendali poco redditizie che limitano l'entità delle buone prestazioni aziendali (Greco, Murgia, Ferranti, 2009).

Lo scopo di questo capitolo è capire, tramite un'analisi empirica effettuata sulle banche italiane che hanno sostenuto operazioni di M&A tra il 2015 ed il 2020, se determinate caratteristiche della corporate governance bancaria, nei modelli le variabili dipendenti, hanno una correlazione con l'efficacia delle operazioni di M&A avvenute.

Attraverso la visione dei fascicoli di bilancio (dal 2015 al 2020) delle banche del campione, si constaterà per ciascuna banca l'anno in cui la spesa complessiva impiegata per fusioni ed acquisizioni risulta maggiore rispetto a tutti gli altri. Così facendo si individua l'anno in cui i cambiamenti degli indicatori di bilancio assorbono maggiormente gli effetti causati dalle operazioni straordinarie di interesse per l'analisi.

Ai fini dell'analisi si considerano solamente le operazioni di aggregazione aziendale realizzate con controparti esterne al Gruppo poste in essere in base al "purchase method" secondo quanto richiesto dal principio contabile IFRS3 "Aggregazioni aziendali" (all'interno della Parte G dei fascicoli di bilancio denominata "Operazioni di aggregazione riguardanti imprese o rami d'azienda").

Successivamente verranno presi in considerazione i valori dei 3 bilanci antecedenti e dei 3 bilanci conseguenti all'anno determinato nel passo precedente e verrà fatta una media dei valori di bilancio dei primi ed una media degli stessi valori dei secondi. Si è deciso di considerare la media di 3 bilanci per due ragioni: la prima è che attuando questa strategia risultano valori più coerenti con le effettive prestazioni della banca, considerando infatti solamente il valore di bilancio di un anno, esso risulterebbe influenzato da determinati contesti esterni (su tutti trend macroeconomici), la seconda è che gli effetti delle operazioni straordinarie spesso non si vedono dopo un anno, ma hanno bisogno di un tempo più

prolungato per manifestarsi. Ad esempio se per una determinata banca viene appurato che l'anno tra il 2015 ed il 2020 in cui la spesa per M&A risulta maggiore è il 2015, verrà effettuata la media dei valori di bilancio degli anni 2012, 2013 e 2014 e la media degli stessi valori per gli anni 2015, 2016 e 2017. Il 2022 è stato un anno in cui i valori di bilancio delle banche hanno subito un decremento notevole per effetto delle restrizioni avvenute causa Covid19, per questo motivo si è deciso di non considerare in questa analisi l'anno 2022 ma di sostituire i valori di quell'anno con gli stessi del 2023, anno in cui i valori sono ritornati a raffigurare il reale valore delle banche.

Successivamente si determinerà il delta delle due medie ottenute per appurare l'incremento o il decremento dei valori. I valori di bilancio considerati saranno quelli consolidati.

Gli indicatori oggetto di analisi sono:

- ROE
- ROA
- Risultato d'esercizio
- Cost income ratio
- Margine di intermediazione/Totale attivo
- Commissione nette/Margine d'interesse
- Rendimento del titolo azionario
- Totale attivo/Numero di dipendenti
- CET 1 ratio

Sono stati scelti questi indicatori in quanto sono i principali per la valutazione dell'andamento delle banche, come spiegato nei capitoli precedenti, sotto il triplice aspetto economico, patrimoniale e finanziario.

Le variabili del CDA considerate per ciascuna banca nell'anno in cui la spesa per operazioni di acquisizione è maggiore sono:

- Percentuale di donne nel CDA
- Numero membri del CDA / Totale attivo
- Numero di membri / dipendenti
- Anni in cui il presidente è in carica
- Percentuale di membri del CDA nati nel Nord Italia
- Percentuale membri del CDA con età inferiore a 58 anni

- Percentuale membri del CDA con età maggiore di 64 anni
- Età presidente del CDA
- Età media dei componenti

Considerando queste variabili del CDA, si tengono in considerazione la maggior parte delle eterogeneità dei componenti incentivate dalla legislazione.

Le variabili di controllo, utilizzate come variabili indipendenti, sono:

- Anno target, ovvero quello con spesa per M&A massima
- Totale attivo di Stato Patrimoniale nell'anno successivo a quello target
- Ammontare della spesa per M&A nell'anno target

Successivamente si analizzeranno le caratteristiche sopra riportate tramite analisi descrittive, di correlazione e di regressioni lineari.

## 5.2 Campione di riferimento e caratteristiche

Le banche facenti parte del campione, con il relativo anno di spesa per M&A maggiore e caratteristiche principali, sono visibili nella figura 5.1. I valori delle banche sono riconducibili all'anno target. L'abbreviazione €'m indica valori in milioni.

Da tale analisi sono escluse, oltre alle banche quotate nella Borsa di Milano che non hanno fatto le operazioni di finanza straordinaria coerenti con quanto specificato sopra, Banco BPM e Banca Illimity in quanto operanti dal 2017 il primo e dal 2018 il secondo.

Figura 5.1: Anno con spesa in M&A maggiore per le banche del campione , e caratteristiche

Fonte: Fascicoli di bilancio societari

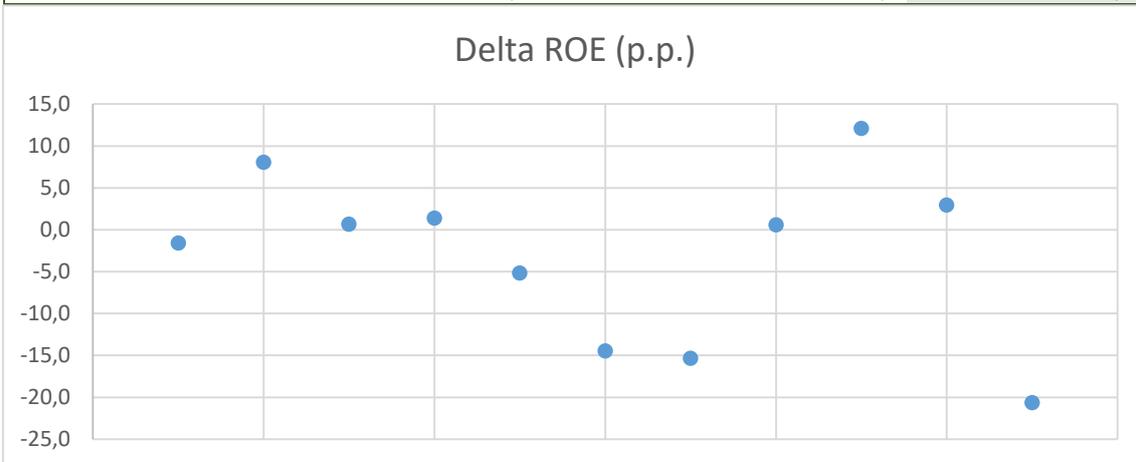
Banche quotate nel FTSE MIB						
Banca	Anno target	Spesa (€'m)	Target	Tot. Attivo S.P. (€'m)	N. dipendenti	Ris. D'esercizio (€'m)
Banca Generali	2019	33	Gruppo Nextam Partners, Valeur Fiduciaria SA	11766	950	272
BPER Banca	2019	304	Arca Holding, Unipol Banca	79033	13805	380
Intesa SanPaolo	2018	398	Gruppo Morval, Ramo Nexi, Gruppo autostrade Lombard	787721	88891	4050
Mediobanca	2018	143	RAM AI	70445	4717	864
Unicredit	2015	10	Atlantic SIM	860433	125510	1694
Banche quotate nel FTSE Mid Cap						
Banca Farmafactoring	2016	103	Gruppo Magellan	4735	372	72
Banca Ifis	2016	119	GE Capital Interbanca	8699	1313	687
Banca Popolare di Sondrio	2018	53	Prestinuoova	37167	2740	84
Credito Valtellinese	2017	5	Claris Factor	24957	3819	-331
Banche quotate nel FTSE Italia Star						
Banca Profilo	2018	5	Dynagest SA	2255	217	1,6
Banca Sistema	2016	57	Beta Stepstone	88	144	26

Nelle figure successive si possono vedere le medie degli indicatori di bilancio dei tre anni pre e dei tre anni post anno target. Non è stato analizzato l'andamento del titolo in borsa di Banca Farmafactoring e di Banca Sistema in quanto la prima si è quotata in borsa nel 2017, mentre la seconda nel 2015.

Fonte: Fascicoli di bilancio societari

Figura 5.2: Delta ROE

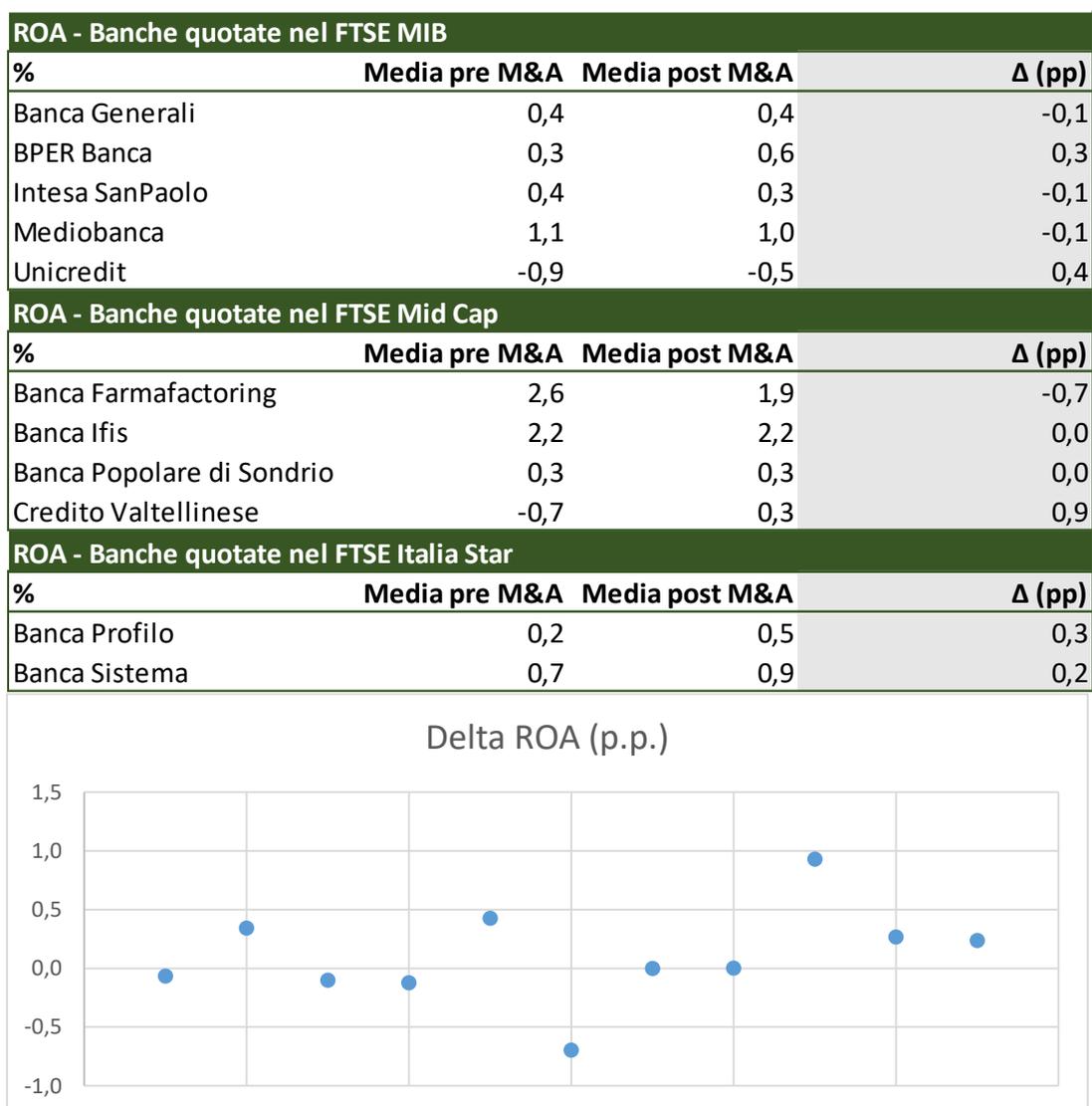
ROE - Banche quotate nel FTSE MIB			
%	Media pre M&A	Media post M&A	Δ (pp)
Banca Generali	29,2	27,7	-1,6
BPER Banca	4,3	12,4	8,1
Intesa SanPaolo	6,7	7,4	0,7
Mediobanca	5,9	7,3	1,4
Unicredit	-5,7	-10,8	-5,1
ROE - Banche quotate nel FTSE Mid Cap			
%	Media pre M&A	Media post M&A	Δ (pp)
Banca Farmafactoring	39,8	25,4	-14,5
Banca Ifis	26,2	10,9	-15,3
Banca Popolare di Sondrio	4,3	4,9	0,6
Credito Valtellinese	-8,2	3,9	12,1
ROE - Banche quotate nel FTSE Italia Star			
%	Media pre M&A	Media post M&A	Δ (pp)
Banca Profilo	2,8	5,8	3,0
Banca Sistema	43,7	23,0	-20,6



Nella figura 5.2 si evince che solamente in 6 casi su 11 la variazione del ROE tra il valore post e pre M&A è stata positiva, con valore massimo di 12,1 p.p. verificato per la Banca Credito Valtellinese. Il valore più basso è -20,6 p.p. ed appartiene a Banca Sistema. La media del valore del delta del ROE delle 11 banche risulta essere -2,8 p.p.

Figura 5.3: Delta ROA

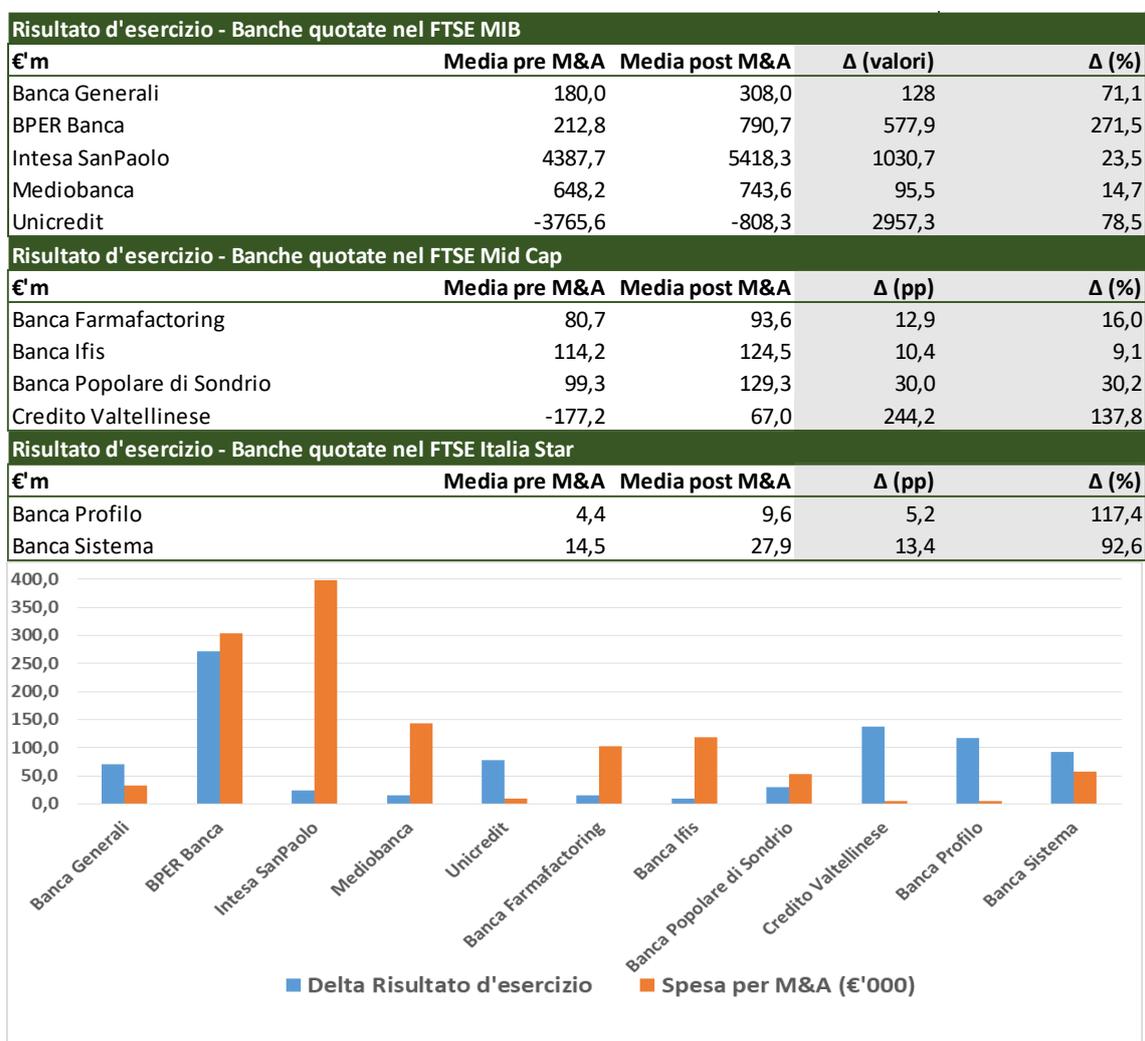
Fonte: Fascicoli di bilancio societari



Nella figura 5.3 si evince che solamente in 3 casi su 11 la variazione del ROA tra il valore post e pre M&A è stata negativa, con valore massimo di 0,9 p.p. verificato per la Banca Credito Valtellinese. Il valore più basso è -0,7 p.p. ed appartiene a Banca Farmafactoring. La media del valore del delta del ROA delle 11 banche risulta essere +0,1p.p.

Figura 5.4: Delta risultato d'esercizio

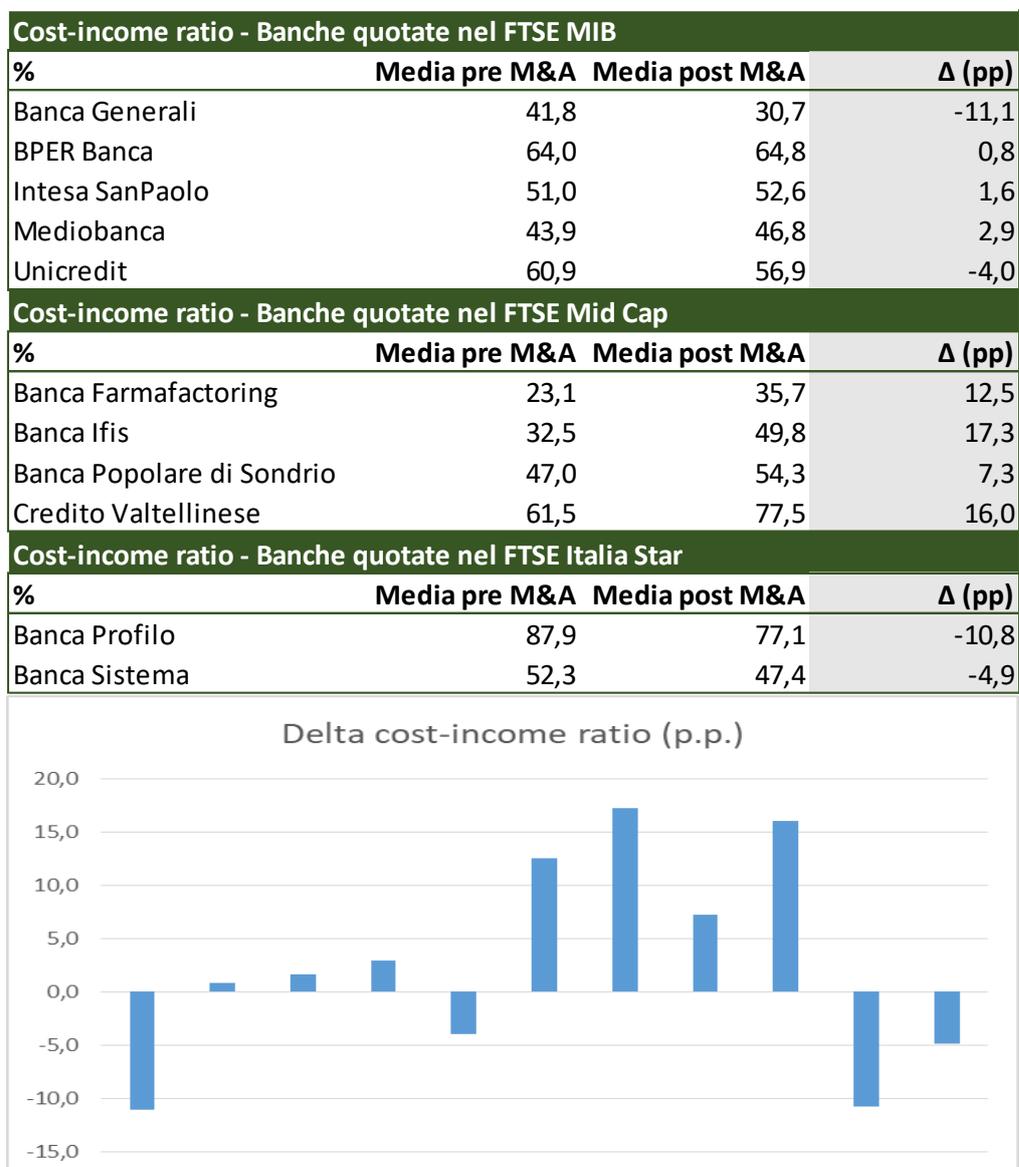
Fonte: Fascicoli di bilancio societari



Nella figura 5.4 si può osservare il delta percentuale del risultato d'esercizio confrontato con la spesa di M&A avvenuta per ciascuna banca. In ogni banca il risultato d'esercizio medio dopo l'operazione di finanza straordinaria è aumentato, con valore massimo di 271,5% per BPER Banca e minimo di 9,1% per Banca Ifis. La media del valore del delta del risultato d'esercizio delle 11 banche risulta essere +78,4%. Si osserva inoltre come una spesa per M&A elevata non è quasi mai rapportata ad un elevato delta risultato d'esercizio. Ad eccezione di BPER Banca e Banca Sistema.

Figura 5.5: Cost-income ratio

Fonte: Fascicoli di bilancio societari

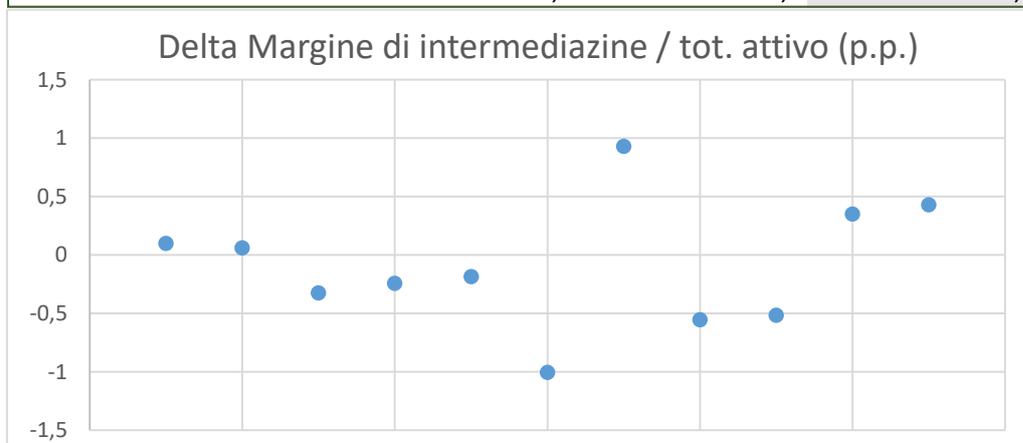


Nella figura 5.5 si evince che in 7 casi su 11 la variazione del cost-income ratio tra il valore post e pre M&A è stata positiva, con valore massimo di 17,3 p.p. verificato per Banca Ifis. Il valore più basso è -11,1 p.p. ed appartiene a Banca Generali. Mediamente le operazioni di finanza straordinaria sono state accompagnate da un incremento del cost-income ratio, la media infatti del valore del delta del cost-income ratio delle 11 banche risulta essere +2,5p.p.

Figura 5.6: Margine di intermediazione / totale attivo

Fonte: Fascicoli di bilancio societari

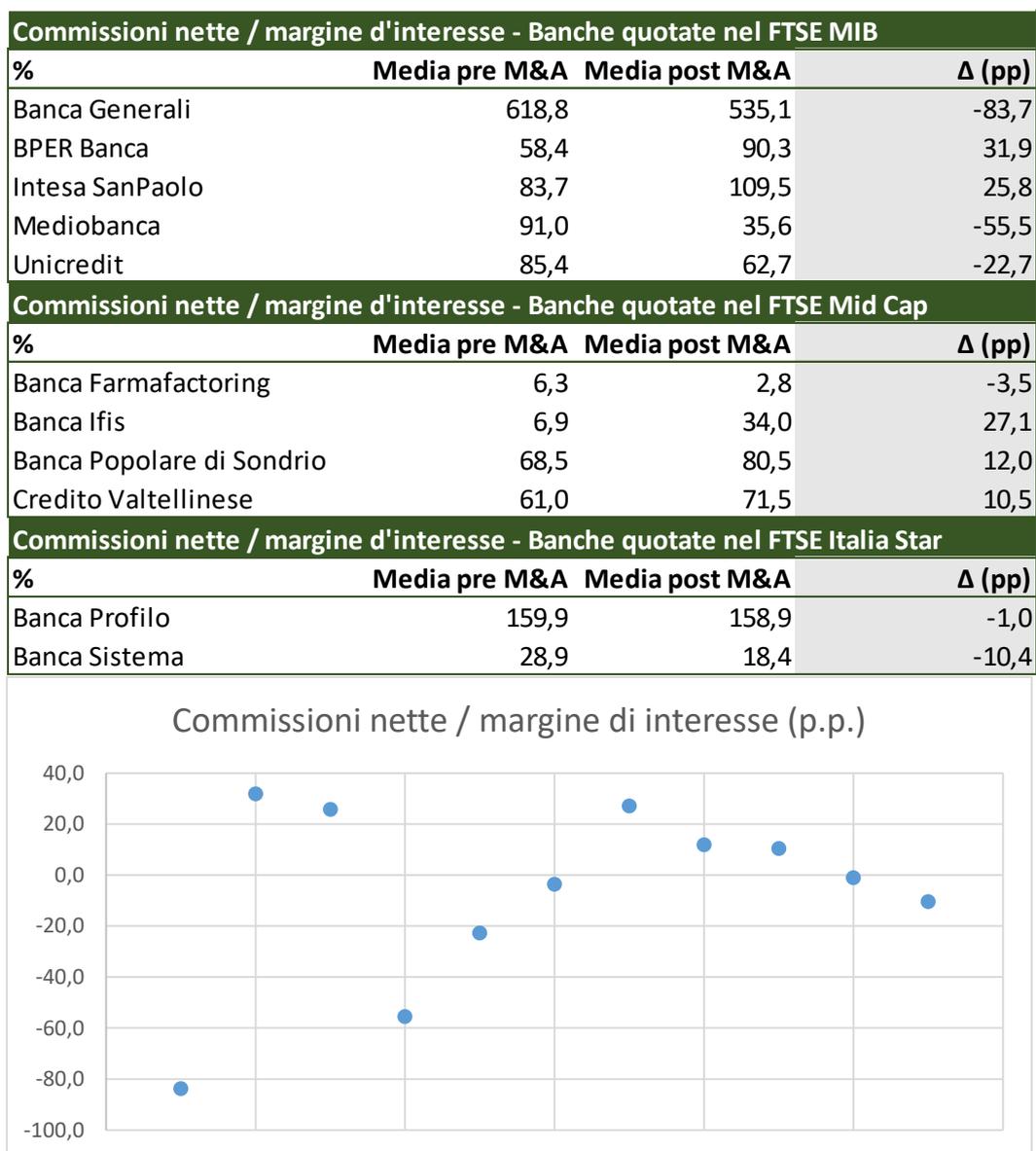
Margine di intermediazione / totale attivo - Banche quotate nel FTSE MIB			
%	Media pre M&A	Media post M&A	Δ (pp)
Banca Generali	4,8	4,9	0,1
BPER Banca	2,9	3,0	0,1
Intesa SanPaolo	2,6	2,2	-0,3
Mediobanca	3,5	3,3	-0,2
Unicredit	2,5	2,3	-0,2
Margine di intermediazione / totale attivo - Banche quotate nel FTSE Mid Cap			
%	Media pre M&A	Media post M&A	Δ (pp)
Banca Farmafactoring	5,1	4,0	-1,0
Banca Ifis	3,9	4,8	0,9
Banca Popolare di Sondrio	2,3	1,7	-0,6
Credito Valtellinese	2,9	2,4	-0,5
Margine di intermediazione / totale attivo - Banche quotate nel FTSE Italia Star			
%	Media pre M&A	Media post M&A	Δ (pp)
Banca Profilo	3,1	3,4	0,4
Banca Sistema	2,6	3,1	0,4



Nella figura 5.6 si evince che in 6 casi su 11 la variazione del cost-income ratio tra il valore post e pre M&A è stata negativa, con valore massimo di 0,9 p.p. verificato per la Banca Ifis. Il valore più basso è -0,6 p.p. ed appartiene a Banca Popolare di Sondrio. Mediamente le operazioni di finanza straordinaria sono state accompagnate da un lieve decremento del valore Margine di intermediazione/ totale attivo, la media infatti di tale valore delle 11 banche risulta essere +0,8 p.p.

Figura 5.7: Commissioni nette / margine di interesse

Fonte: Fascicoli di bilancio societari



Nella figura 5.7 si evince che in 6 casi su 11 la variazione del valore Commissioni nette / Margine d'interesse tra il valore post e pre M&A è stata negativa, con valore massimo di 27,1p.p. per Banca Ifis. Il valore più basso è -87,7 p.p. ed appartiene a Banca Generali. La media del valore del delta di tale indice delle 11 banche risulta essere -6,3p.p.

Figura 5.8: Totale attivo / numero dei dipendenti

Fonte: Fascicoli di bilancio societari

Totale attivo / numero dei dipendenti - Banche quotate nel FTSE MIB			
%	Media pre M&A	Media post M&A	Δ (pp)
Banca Generali	1076,7	1489,6	412,9
BPER Banca	592,9	718,7	125,9
Intesa SanPaolo	852,2	1011,0	158,8
Mediobanca	1422,8	1595,5	172,7
Unicredit	938,0	914,2	-23,8
Totale attivo / numero dei dipendenti - Banche quotate nel FTSE Mid Cap			
%	Media pre M&A	Media post M&A	Δ (pp)
Banca Farmafactoring	2282,3	1167,2	-1115,2
Banca Ifis	1573,6	633,8	-939,8
Banca Popolare di Sondrio	1424,6	1728,2	303,6
Credito Valtellinese	651,4	689,9	38,5
Totale attivo / numero dei dipendenti - Banche quotate nel FTSE Italia Star			
%	Media pre M&A	Media post M&A	Δ (pp)
Banca Profilo	899,8	955,4	55,6
Banca Sistema	1945,7	1657,5	-288,1

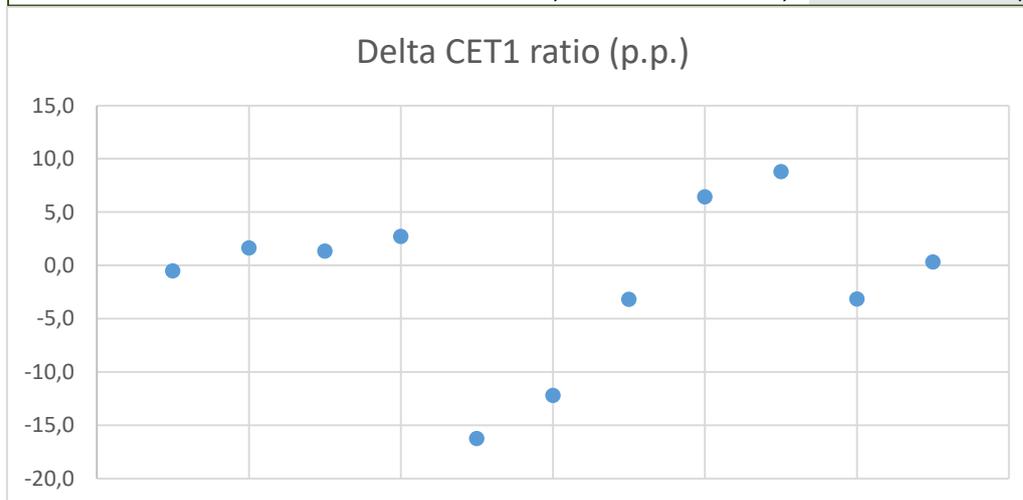
Delta tot attivo / numero dei dipendenti (p.p.)

Nella figura 5.8 si evince che solo in 4 casi su 11 la variazione del valore totale attivo / numero dipendenti tra il valore post e pre M&A è stata negativa, con valore massimo di 412,9p.p. verificato per Banca Generali. Il valore più basso è -1115,2 p.p. ed appartiene a Banca Farmafactoring. La media del valore del delta di tale indice delle 11 banche risulta essere -99,9p.p.

Figura 5.9: CET1 ratio

Fonte: Fascicoli di bilancio societari

CET1 - Banche quotate nel FTSE MIB			
%	Media pre M&A	Media post M&A	Δ (pp)
Banca Generali	17,6	17,1	-0,5
BPER Banca	13,9	15,6	1,7
Intesa SanPaolo	13,0	14,4	1,4
Mediobanca	13,0	15,8	2,7
Unicredit	27,5	11,3	-16,2
CET1 - Banche quotate nel FTSE Mid Cap			
%	Media pre M&A	Media post M&A	Δ (pp)
Banca Farmafactoring	24,2	12,0	-12,2
Banca Ifis	14,1	10,9	-3,2
Banca Popolare di Sondrio	11,2	17,6	6,4
Credito Valtellinese	12,0	20,8	8,8
CET1 - Banche quotate nel FTSE Italia Star			
%	Media pre M&A	Media post M&A	Δ (pp)
Banca Profilo	26,2	23,1	-3,1
Banca Sistema	11,2	11,5	0,3

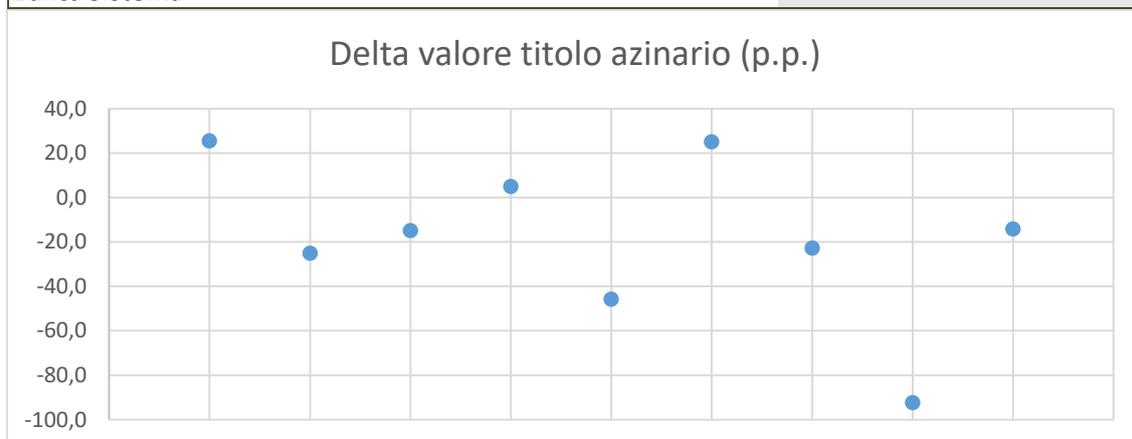


Nella figura 5.9 si evince che in 5 casi su 11 la variazione del valore del CET1 tra il valore post e pre M&A è stata negativa, con valore massimo di 8,8p.p. verificato per Banca Credito Valtellinese. Il valore più basso è -16,2 p.p. ed appartiene a Unicredit. La media del valore del delta di tale indice delle 11 banche risulta essere -1,3p.p.

Figura 5.10: Andamento titolo azionario

Fonte: Investing.com

Andamento titolo azionario - Banche quotate nel FTSE MIB				
€	Media pre M&A	Media post M&A	Δ (valori)	Δ (%)
Banca Generali	26,4	33,2	7	25,6
BPER Banca	2,8	2,1	-0,7	-25,0
Intesa SanPaolo	2,8	2,4	-0,4	-14,8
Mediobanca	8,7	9,1	0,4	5,0
Unicredit	24,1	13,1	-11,0	-45,8
Andamento titolo azionario - Banche quotate nel FTSE Mid Cap				
€	Media pre M&A	Media post M&A	Δ (valori)	Δ (%)
Banca Farmafactoring	-	-	-	-
Banca Ifis	18,5	23,1	4,7	25,2
Banca Popolare di Sondrio	3,5	2,7	-0,8	-22,7
Credito Valtellinese	112,2	8,6	-103,6	-92,3
Andamento titolo azionario - Banche quotate nel FTSE Italia Star				
€	Media pre M&A	Media post M&A	Δ (valori)	Δ (%)
Banca Profilo	0,2	0,2	-0,03	-14,1
Banca Sistema	-	-	-	-

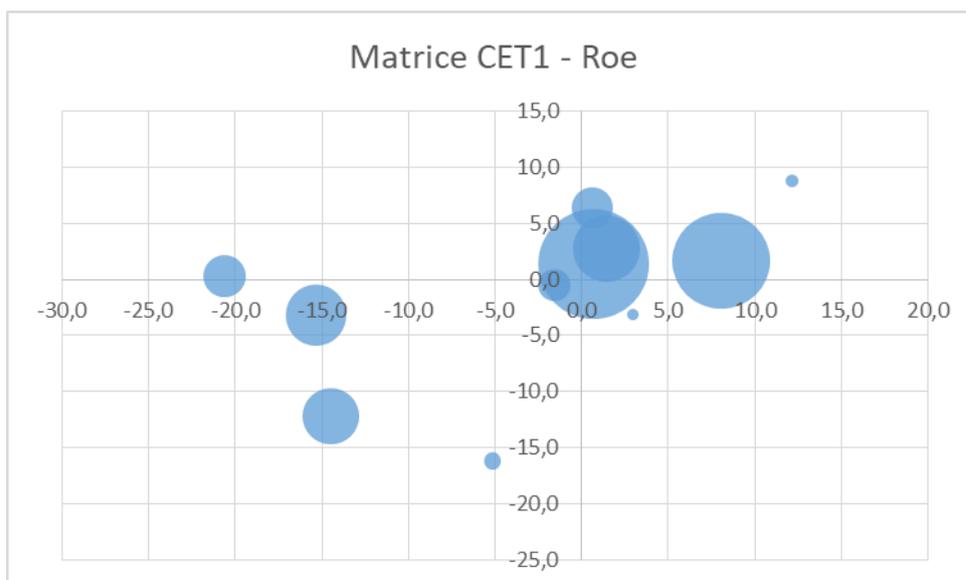


Nella figura 5.10 risulta agevole constatare che le operazioni straordinarie di interesse per questa ricerca sono state mediamente accompagnate da una riduzione del valore del titolo azionario, infatti solo in 3 casi su 9 la variazione del valore del titolo azionario tra il valore post e pre M&A è stata positiva, con valore massimo di 25,6p.p. verificato per la Banca Generali Il valore più basso è -92,3 p.p. ed appartiene a Banca Credito Valtellinese. La media del valore del delta di tale indice delle 9 banche risulta essere -17,7p.p.

Nella Figura 5.11 si possono osservare, per ogni banca del campione, come si posiziona in relazione ai valori delta % del CET1 (rappresentato dall'ordinata) e del ROE (rappresentato sull'ascissa). La banca che si posiziona nel primo quadrante, avrà sia un valore del delta ROE sia del delta CET1 positivo. La grandezza delle bubbles rappresenta la spesa per M&A effettuata da ciascuna banca nell'anno target. Come si osserva, solamente 5 banche su 11 si posizionano sul primo quadrante, con la Banca Credito Valtellinese che, a fronte di una spesa per M&A di solamente 5 milioni, risulta la banca col delta CET1 e delta ROE maggiore. Solamente 4 banche su 11 si posizionano nel terzo quadrante, a causa del loro valore negativo sia del delta ROE che del delta CET1.

Figura 5.11: Matrice Roe-CET1

Fonte: Fascicoli di bilancio



Dalla figura successive si osservano le caratteristiche del CDA delle banche del campione. Nella figura 5.12 risulta agevole constatare che la media delle quote rosa nel CDA delle banche del campione è 35,8%, le due banche con la quota maggiore risultano essere BPER Banca (46,8%) e Banca Generali (44,4%).

Nella figura 5.13 invece si può osservare il valore del numero dei membri del CDA per ogni banca rapportato al totale attivo (valore espresso in miliardi) dello Stato Patrimoniale, come si evince, la media del valore è 1,4 e le banche che risultano avere un valore molto elevato sono Banca Profilo (4,89) e Banca Sistema (4,79).

Nella figura 5.14 si osserva il valore derivante dal rapporto tra il numero dei componenti del

CDA ed il numero dei dipendenti della banca, la media risulta 0,1, il valore più basso è 0,001 (Unicredit) ed il più alto è 0,0625 registrato da Banca Sistema.

Nella figura 5.15 si osserva il numero di anni passati dalla nomina dell'incarico del presidente del CDA a all'anno di maggiore spesa di M&A per ciascuna banca, la media di tale valore è 3,6. Il valore maggiore è per BPER Banca (8), mentre quello minore è uno (Credito Valtellinese e Banca Sistema).

*Figura 5.12: Quote rosa nel CDA*

*Fonte: Fascicoli di bilancio*

Quote rosa (%)	
Banca Generali	44,4
BPER Banca	46,7
Intesa SanPaolo	36,8
Mediobanca	33,3
Unicredit	29,4
Banca Farmafactoring	20,0
Banca Ifis	33,3
Banca Popolare di Sondrio	40,0
Credito Valtellinese	40,0
Banca Profilo	36,4
Banca Sistema	33,3

*Figura 5.13: Numero membri del CDA / Totale Attivo*

*Fonte: Fascicoli di bilancio*

Numero membri / Totale Attivo	
Banca Generali	0,77
BPER Banca	0,19
Intesa SanPaolo	0,02
Mediobanca	0,21
Unicredit	0,02
Banca Farmafactoring	2,50
Banca Ifis	1,03
Banca Popolare di Sondrio	0,41
Credito Valtellinese	0,63
Banca Profilo	4,89
Banca Sistema	4,74

Figura 5.14: Numero membri del CDA / Totale dipendenti

Fonte: Fascicoli di bilancio

Numero membri / Numero dipendenti	
Banca Generali	0,009
BPER Banca	0,001
Intesa SanPaolo	0,000
Mediobanca	0,003
Unicredit	0,000
Banca Farmafactoring	0,005
Banca Ifis	0,007
Banca Popolare di Sondrio	0,005
Credito Valtellinese	0,004
Banca Profilo	0,051
Banca Sistema	0,063

Figura 5.15: Anni in carica del presidente del CDA

Fonte: Fascicoli di bilancio

Anni di carica del presidente del CDA	
Banca Generali	3
BPER Banca	6
Intesa SanPaolo	2
Mediobanca	8
Unicredit	3
Banca Farmafactoring	3
Banca Ifis	7
Banca Popolare di Sondrio	4
Credito Valtellinese	1
Banca Profilo	2
Banca Sistema	1

Nella figura 5.16 si può constatare la percentuale di componenti del CDA nati nel Nord Italia, la media è 65,4%. Interessante è notare che tale dato assume un valore inferiore al 50% solo in due casi, ovvero per Unicredit e Banca Profilo.

Nella figura 5.17 si osserva invece la percentuale di componenti del CDA con età inferiore a 58, la media di tale valore risulta essere 51,3%, il valore più alto appartiene a Banca Profilo

(90,9) e il più basso a BPER Banca e Banca Popolare di Sondrio (26,7% per entrambe).

Se nella figura 5.17 si può osservare la numerosità di componenti giovani nel CDA, nella figura 5.18 si può appurare invece la percentuale di persone più anziane (con età maggiore di 64 anni). La media di quest'ultimo indicatore è 30%, con Banca Generali e Banca Profilo che assumono un valore particolarmente basso (11,1% il primo e 9,1% il secondo), al contrario un valore particolarmente alto è attribuibile a Banca Popolare di Sondrio (53,3%).

Come si osserva nella figura 5.19, l'età media del presidente del CDA risulta essere 65,1; con Unicredit che registra il valore più alto (80) e Banca Profilo il più basso (52).

Infine nella figura 5.20 si osserva l'età media dei componenti del CDA, mediamente il valore assunto è 56,1 con Unicredit che fa registrare il valore maggiore (62,2) e Banca Farmafactoring il minore (57,6).

Nella figura 5.21 viene illustrata una matrice che illustra per ciascuna banca qual'è la percentuale dei componenti del CDA con età inferiore a 58 anni (rappresentato dell'ascissa) e con età superiore a 64 (ordinata). La grandezza delle bubbles esprime il valore della spesa in M&A nell'anno target. Si evince che la BPER Banca è la banca del campione che ha la percentuale inferiore in tutte e due le variabili.

Figura 5.16: Percentuale componenti del CDA nati nel nord Italia  
Fonte: Fascicoli di bilancio

Componenti del CDA nati nel nord Italia (%)	
Banca Generali	66,7
BPER Banca	73,3
Intesa SanPaolo	78,9
Mediobanca	53,3
Unicredit	35,3
Banca Farmafactoring	60,0
Banca Ifis	55,6
Banca Popolare di Sondrio	86,7
Credito Valtellinese	86,7
Banca Profilo	45,5
Banca Sistema	77,8

Figura 5.17: Percentuale componenti del CDA con età inferiore a 58

<b>Componenti del CDA con età &lt;58 (%)</b>	
Banca Generali	77,8
BPER Banca	26,7
Intesa SanPaolo	31,6
Mediobanca	53,3
Unicredit	35,3
Banca Farmafactoring	60,0
Banca Ifis	44,4
Banca Popolare di Sondrio	26,7
Credito Valtellinese	40,0
Banca Profilo	90,9
Banca Sistema	77,8

Figura 5.18: Percentuale componenti del CDA con età maggiore di 64

<b>Componenti del CDA con età &gt;64 (%)</b>	
Banca Generali	11,1
BPER Banca	13,3
Intesa SanPaolo	36,8
Mediobanca	40,0
Unicredit	47,1
Banca Farmafactoring	30,0
Banca Ifis	33,3
Banca Popolare di Sondrio	53,3
Credito Valtellinese	33,3
Banca Profilo	9,1
Banca Sistema	22,2

Figura 5.19: Età presidente del CDA

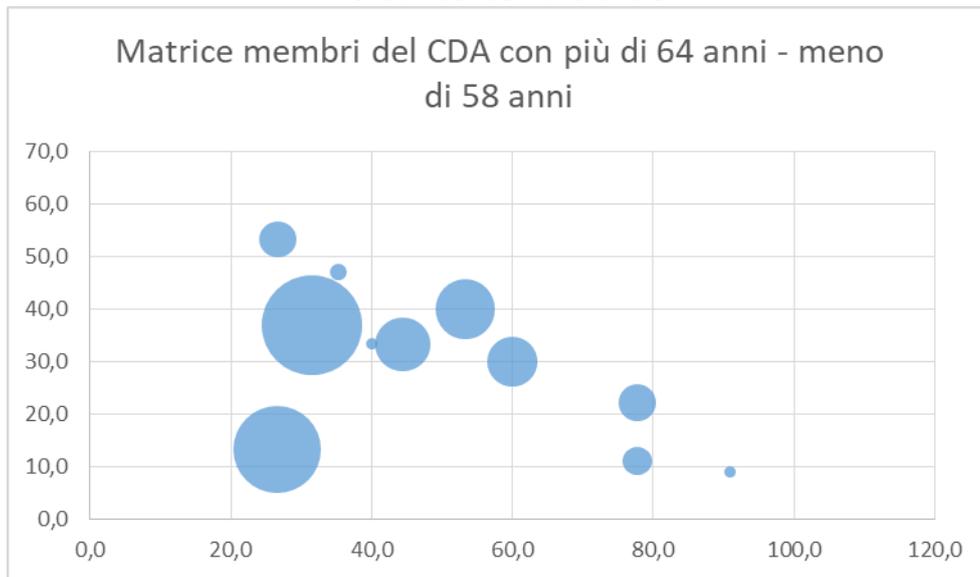
Età presidente del CDA	
Banca Generali	57
BPER Banca	74
Intesa SanPaolo	76
Mediobanca	68
Unicredit	80
Banca Farmafactoring	70
Banca Ifis	66
Banca Popolare di Sondrio	58
Credito Valtellinese	61
Banca Profilo	52
Banca Sistema	54

Figura 5.20: Età media componenti CDA

Età media componenti del CDA	
Banca Generali	53,2
BPER Banca	55,9
Intesa SanPaolo	61,9
Mediobanca	58,4
Unicredit	62,2
Banca Farmafactoring	48,5
Banca Ifis	57,6
Banca Popolare di Sondrio	55,1
Credito Valtellinese	60,5
Banca Profilo	51,3
Banca Sistema	52,7

Figura 5.21: Matrice percentuale membri del CDA con età inferiore a 58 anni – maggiore di 64

Fonte: Fascicoli di bilancio



### 5.3 Analisi del campione tramite studio delle correlazioni e delle regressioni

La denominazione delle variabili utilizzata nelle analisi è riportata in figura 5.22. Il valore della variabile “Totale attivo anno successivo a quello target” racchiude i valori in miliardi di euro.

Figura 5.22: Denominazione variabili

Denominazioni	
Variabile	Denominazione output
ROE	ROE
ROA	ROA
RISULTATO D'ESERCIZIO	RIS_ESERCI
COST INCOME RATIO	C_INC_RATIO
MARGINE DI INTERMEDIAZIONE/ TOTALE ATTIVO	M_INTT_ATT
COMMISSIONI NETTE/ MARGINE DI INTERESSE	C_NETTEM_INT
TOTALE ATTIVO/ NUMERO DEI DIPENDENTI	T_AN_DIPEN
CET1	CET1
ANDAMENTO TITOLO	AND_TIT
QUOTE ROSA	Q_ROSA
NUMERO MEMBRI/ TOTALE ATTIVO	N_MEMT_A
NUMERO MEMBRI/ NUMERO DIPENDENTI	N_MEMN_DIP
ANNI IN CARICA DEL PRESIDENTE	ANNI_CAR_P
% MEMBRI NATI NEL NORD ITALIA	NORD_I
% MEMBRI CON Età <58	Età_MIN_58
%MEMBRI CON Età > 64	Età_MAGG64
Età PRESIDENTE	Età_PRES
ANNO TARGET	ANNOSPESA
TOTALE ATTIVO ANNO SUCCESSIVO A QUELLO TARGET	T_A_DOPOMA
SPESA PER M&A NELL'ANNO TARGET	SPESAMA
Età MEDIA MEMBRI	Età_MED_MEM

Le correlazioni tra le variabili considerate sono riportate nella figura 5.23.

Figura 5.23: Correlazioni tra variabili

Fonte:Stata

	ROE	ROA	RIS_ESERCI~O	C_INC_~O	M_INTT~T	C_NETT~T	T_AN_D~I
ROE	1.0000						
ROA	0.5085	1.0000					
RIS_ESERCI~O	0.4952	0.6050*	1.0000				
C_INC_RATIO	-0.0498	-0.0528	-0.2468	1.0000			
M_INTT_ATT	-0.2957	0.2372	0.1401	-0.2602	1.0000		
C_NETTEM_INT	0.0627	0.1922	0.2525	0.5144	0.0448	1.0000	
T_AN_DIPEN~I	0.6973*	0.4207	0.3172	-0.5597	-0.0681	-0.3210	1.0000
CET1	0.5092	0.3542	0.1998	0.1753	0.0247	0.1446	0.5014
AND_TIT	-0.6593	-0.8816*	-0.4223	-0.2797	0.6202	-0.3475	-0.1974
Q_ROSA	0.6388*	0.5044	0.5818	-0.2800	0.2840	0.0147	0.7436*
N_MEMT_A	-0.4478	-0.0587	0.0453	-0.3327	0.3086	0.0062	-0.3091
N_MEMN_DIP	-0.3841	0.1303	0.1171	-0.4827	0.4650	-0.0540	-0.0554
ANNI_CAR_P	0.0155	-0.2944	-0.1058	0.2660	0.2251	-0.0488	-0.1048
NORD_I	0.2293	0.1602	0.1663	0.3018	-0.2570	0.3226	0.2411
Età_min_58	-0.3358	-0.1631	-0.0927	-0.5365	0.3282	-0.5182	-0.1001
Età_magg64	-0.0492	-0.0571	-0.5422	0.4913	-0.4205	0.1499	-0.0328
Età_pres	0.0741	-0.1270	0.0079	0.2351	-0.2914	0.2226	-0.1405
Età_MED_MEM	0.3887	0.4995	-0.0082	0.1923	0.0099	0.1633	0.3471
	CET1	AND_TIT	Q_ROSA	N_MEMT_A	N_MEMN~P	ANNI_C~P	NORD_I
CET1	1.0000						
AND_TIT	-0.1652	1.0000					
Q_ROSA	0.6900*	-0.0106	1.0000				
N_MEMT_A	-0.1464	0.1096	-0.2871	1.0000			
N_MEMN_DIP	0.0253	0.1339	-0.0604	0.9319*	1.0000		
ANNI_CAR_P	0.0274	0.5588	0.0549	-0.4443	-0.4394	1.0000	
NORD_I	0.7771*	-0.2941	0.4656	-0.1335	-0.0422	-0.2867	1.0000
Età_min_58	-0.1640	0.3868	-0.1672	0.8061*	0.7583*	-0.3098	-0.3077
Età_magg64	-0.0251	-0.2610	-0.3355	-0.5198	-0.4863	0.1722	0.0634
Età_pres	-0.4431	-0.1448	-0.2483	-0.6544*	-0.7057*	0.3153	-0.2669
Età_MED_MEM	0.1557	-0.4527	0.2175	-0.6945*	-0.5117	0.1189	0.0215
	Età_m~58	Età_m~64	Età_pres	Età_ME~M			
Età_min_58	1.0000						
Età_magg64	-0.6513*	1.0000					
Età_pres	-0.6787*	0.3982	1.0000				
Età_MED_MEM	-0.6567*	0.5302	0.5649	1.0000			

Le correlazioni contrassegnate da asterisco (\*) sono significative con un livello di significatività del 5%.

Come si osserva, i coefficienti di correlazione significativi risultano essere tra: ROE e totale attivo/ numero dipendenti, ROE e quote rosa, ROA e risultato d'esercizio, ROA ed andamento titolo, totale attivo/ numero dei dipendenti, CET 1 e quote rosa, CET 1 e % membri nati nel nord Italia, numero membri/ totale attivo e numero membri/ numero dipendenti, numero membri/ totale attivo e % membri con età minore di 58, numero membri/ totale attivo e età presidente, numero membri/ totale attivo e età media membri, numero membri/ totale dipendenti e % membri con età inferiore a 58, numero membri/ totale dipendenti e età presidente, % membri con età inferiore a 58 e % membri con età maggiore a 64, % membri con età inferiore a 58 e età presidente, % membri con età inferiore a 58 e età media membri.

Si nota che tutte correlazioni sono positive, ad eccezione di: ROA e andamento titolo, % membri con età minore di 58 e % membri con età maggiore di 64, % membri con età minore di 58 e età presidente, % membri con età minore di 58 e età media membri. Ad eccezione di questo ultimo elenco perciò, tendenzialmente le variabili correlate si muovono nella stessa direzione, quindi un aumento di una genera un aumento dell'altra e quindi un miglioramento a livello di performance aziendali (ad eccezione, come spiegato prima, del Cost-ratio).

Passando all'analisi statistiche, nelle figure successive si osserveranno modelli di regressione lineare, uno per ciascuna variabile dipendente, ovvero per i delta delle performance per dimostrare se sussiste o meno un effetto causale tra i delta delle performance e le caratteristiche del CDA. Tutte gli output provengono dal software StataMP18. Al fine di ottenere dei risultati soddisfacenti, sono state considerate nel modello alcune variabili indipendenti di controllo, ovvero: totale attivo anno successivo a quello target e spesa per M&A nell'anno target allo scopo di normalizzare i risultati per la grandezza della banca e per la proporzionalità dell'operazione.

Nella figura 5.24 si può osservare la regressione tra il CET1 e le caratteristiche della corporate governance. Si può agevolmente constatare che tutti i regressori considerati nel modello, ad eccezione dell'età del presidente del CDA, hanno un effetto causale (nel caso in cui saranno verificate le ipotesi opportune) sulla variazione del valore del CET1 tra periodo pre-m&A e post-M&A in quanto, avendo un valore del p-value basso (<5%), comportano al rifiuto dell'ipotesi nulla ( $H_0 =$  coefficiente uguale a zero). Si osserva inoltre che il regressore "Età presidente" risulta non significativo per un valore molto basso, perciò costruendo il modello

con un intervallo di confidenza più ampio (ad esempio il 10%) per tale variabile indipendente si rifiuterebbe l'ipotesi nulla.

Come misura dell'errore medio, si rilevano un valore della radice della media dei residui al quadrato di 1,4112.

Si osserva inoltre una buona bontà della previsione (R quadro Adj.) pari a 0,9635.

Figura 5.24: CET1, Regressione lineare

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	11
Model	540.01781	7	77.1454014	F(7, 3)	=	38.68
Residual	5.9832004	3	1.99440013	Prob > F	=	0.0061
				R-squared	=	0.9890
				Adj R-squared	=	0.9635
Total	546.00101	10	54.600101	Root MSE	=	1.4122

CET1	Coefficient	Std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]
ANNI_CAR_P	-1.141771	.2850508	-4.01	0.028	-2.04893 - .2346125
Età_magg64	.1767037	.0416106	4.25	0.024	.0442802 .3091271
Età_pres	-.3390455	.1077481	-3.15	0.051	-.6819481 .003857
Età_MED_MEM	1.314644	.1566037	8.39	0.004	.816261 1.813027
ANNOSPESA	2.179166	.4812253	4.53	0.020	.647692 3.71064
SPESAMA	.0279349	.0054514	5.12	0.014	.0105861 .0452837
T_A_DOPOMA	-.0209178	.0030551	-6.85	0.006	-.0306405 -.0111951
_cons	-91.1849	13.93422	-6.54	0.007	-135.5298 -46.83998

Se le ipotesi alla base del modello fossero verificate, un incremento della percentuale di componenti del CDA con età maggiore di 64, dell'età media dei membri, dell'anno target e dell'importo di spesa causerebbe un miglioramento del CET1, quindi un beneficio per la banca. Al contrario un aumento degli anni in carica del presidente causerebbe un peggioramento del CET1.

Le ipotesi da verificare per appurare la bontà del modello sono diverse.

Nella figura 5.25 si osserva la distribuzione normale dei residui, grazie al test W di Shapiro-Wilk, in quanto si accetta l'ipotesi nulla (H0= distribuzione normale dei residui) dato che il p-value ha un valore elevato (0,69939).

Figura 5.25: CET1, test W di Shapiro-Wilk

Shapiro-Wilk W test for normal data					
Variable	Obs	W	V	z	Prob>z
residui	11	0.95432	0.740	-0.523	0.69939

Dopo aver verificato l'effettiva distribuzione normale dei residui, è stato effettuato il test di Breusch-Pagan per verificare l'assenza di eteroschedasticità (figura 5.26), ovvero varianza costante ( $H_0$ : omoschedasticità). Si osserva un p-value molto alto (0,9230), perciò si accetta l'ipotesi nulla.

Figura 5.26: CET1, Test di Breusch-Pagan

```

Breusch-Pagan/Cook-Weisberg test for heteroskedasticity
Assumption: Normal error terms
Variable: Fitted values of CET1

H0: Constant variance

      chi2(1) =  0.01
Prob > chi2 = 0.9230
    
```

Per la verifica dell'esogeneità, si è proceduto (nella figura 5.27) ad appurare il livello di correlazione tra i residui ed i regressori. La correlazione statisticamente diversa da zero è segnata con un asterisco. Si possono vedere valori pari allo zero, ciò conferma l'ipotesi di non correlazione.

Nella figura 5.28 invece risulta agevole constatare una mancanza di correlazione dei regressori considerati nel modello in quanto la media dei VIF dei regressori assume un valore basso (3,05).



M&A in quanto, avendo un valore del p-value basso (<5%), comportano al rifiuto dell'ipotesi nulla ( $H_0 =$  coefficiente uguale a zero).

Come misura dell'errore medio, si rilevano un valore della radice della media dei residui al quadrato di 3,1075.

Si osserva inoltre una buona bontà della previsione (R quadro Adj.) pari a 0,9928.

Figura 5.29: Rendimento titolo, Correlazione tra regressori e residui

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	9
Model	10674.1176	7	1524.87395	F(7, 1)	=	157.91
Residual	9.65677685	1	9.65677685	Prob > F	=	0.0612
				R-squared	=	0.9991
				Adj R-squared	=	0.9928
Total	10683.7744	8	1335.4718	Root MSE	=	3.1075

AND_TIT	Coefficient	Std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]
T_A_DOPOMA	.0374374	.0058226	6.43	0.098	-.0365458 .1114205
Età_MED_MEM	-28.74908	1.02619	-28.02	0.023	-41.78806 -15.7101
Età_pres	1.97416	.3202788	6.16	0.102	-2.095368 6.043687
Età_magg64	-4.663904	.214372	-21.76	0.029	-7.387759 -1.94005
NORD_I	3.750569	.2095245	17.90	0.036	1.088307 6.41283
N_MEMT_A	-50.07365	2.065192	-24.25	0.026	-76.31441 -23.8329
Q_ROSA	-23.70479	.9763106	-24.28	0.026	-36.10999 -11.29959
_cons	2336.322	79.90676	29.24	0.022	1321.01 3351.633

Se le ipotesi alla base del modello fossero verificate, un incremento della percentuale di componenti del CDA nati del Nord causerebbe un miglioramento dell'andamento del titolo di borsa della banca, quindi un beneficio per la banca. Al contrario un aumento dell'età media dei membri, della percentuale dei membri con età maggiore di 64, delle quote rosae del numero dei membri fratto totale attivo causerebbe un peggioramento dell'andamento del titolo.

Le ipotesi da verificare per appurare la bontà del modello sono diverse.

Nella figura 5.30 si osserva la distribuzione normale dei residui (res1), grazie al test W di Shapiro-Wilk, in quanto si accetta l'ipotesi nulla ( $H_0 =$  distribuzione normale dei residui) dato che il p-value ha un valore elevato (0,25887).

Figura 5.30: Rendimento titolo, test W di Shapiro\_Wilk

Shapiro-Wilk W test for normal data					
Variable	Obs	W	V	z	Prob>z
rel	9	0.90117	1.452	0.647	0.25887

Dopo aver verificato l'effettiva distribuzione normale dei residui, è stato effettuato il test di Breush- Pagan per verificare l'assenza di eteroschedasticità (figura 5.40), ovvero varianza costante ( $H_0$ : omoschedasticità). Si osserva un p-value alto (0,0853), perciò si accetta l'ipotesi nulla.

Figura 5.40: Rendimento titolo, test di Breusch-Pagan

```

Breusch-Pagan/Cook-Weisberg test for heteroskedasticity
Assumption: Normal error terms
Variable: Fitted values of AND_TIT

H0: Constant variance

      chi2(1) =    2.96
Prob > chi2 = 0.0853
    
```

Per la verifica dell'esogeneità, si è proceduto (nella figura 5.41) ad appurare il livello di correlazione tra i residui ed i regressori. La correlazione statisticamente diversa da zero è segnata con un asterisco. Si possono vedere valori pari allo zero, ciò conferma l'ipotesi di non correlazione.

Nella figura 5.42 invece risulta agevole constatare un valore VIF medio maggiore di 10, porta a pensare che non ci sia una mancanza di correlazione dei regressori considerati nel modello. Tale constatazione però non inficia la bontà del modello in quanto gli standard error dei regressori sono limitati ed i p-value bassi, quindi si può affermare che il modello descrive bene la realtà.

Figura 5.41: Rendimento titolo, correlazione tra regressori e residui

	re1	T_A_DOPOMA	Età_MED_MEM	Età_pres	Età_magg64	NORD_I	N_MEMT_A
re1	1.0000						
T_A_DOPOMA	-0.0000	1.0000					
Età_MED_MEM	-0.0000	0.6877*	1.0000				
Età_pres	-0.0000	0.7209*	0.5649*	1.0000			
Età_magg64	-0.0000	0.4216*	0.5302*	0.3982*	1.0000		
NORD_I	0.0000	-0.2453*	0.0215*	-0.2669*	0.0634*	1.0000	
N_MEMT_A	0.0000	-0.4271*	-0.6945*	-0.6544*	-0.5198*	-0.1335*	1.0000
Q_ROSA	0.0000	-0.1450*	0.2175*	-0.2483*	-0.3355*	0.4656*	-0.2871*
		Q_ROSA					
Q_ROSA		1.0000					

Figura 5.42: Rendimento titolo, Analisi del VIF

Variable	VIF	1/VIF
Q_ROSA	24.25	0.041236
Età_MED_MEM	12.75	0.078444
NORD_I	12.25	0.081641
Età_magg64	9.85	0.101509
N_MEMT_A	8.30	0.120484
Età_pres	7.75	0.129038
T_A_DOPOMA	3.53	0.283119
Mean VIF	11.24	

Nella figura 5.43 si può osservare la regressione tra il valore del totale attivo/ numero dei dipendenti e le caratteristiche della corporate governance. Si può agevolmente constatare che tutti i regressori considerati nel modello, ad eccezione dell'età media dei membri del CDA e della % di membri nati nel nord Italia, hanno un effetto causale (nel caso in cui saranno verificate le ipotesi opportune) sulla variazione del valore del rendimento del titolo tra periodo pre-m&A e post-M&A in quanto, avendo un valore del p-value basso (<5%), comportano al rifiuto dell'ipotesi nulla ( $H_0 =$  coefficiente uguale a zero). Si osserva inoltre

che il regressore “% membri dati nel nord Italia” risulta non significativo per un valore molto basso, perciò costruendo il modello con un intervallo di confidenza più ampio (ad esempio il 10%) per tale variabile indipendente si rifiuterebbe l’ipotesi nulla.

Come misura dell’errore medio, si rilevano un valore della radice della media dei residui al quadrato di 29,979.

Si osserva inoltre una buona bontà della previsione (R quadro Adj.) pari a 0,9963.

Figura 5.43: Totale attivo/ numero dei dipendenti, Regressione lineare

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	11
Model	2437935.58	9	270881.731	F(9, 1)	=	301.41
Residual	898.713932	1	898.713932	Prob > F	=	0.0447
				R-squared	=	0.9996
				Adj R-squared	=	0.9963
Total	2438834.3	10	243883.43	Root MSE	=	29.979

T_AN_DIPEN~I	Coefficient	Std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]	
SPESAMA	-2.881388	.1822794	-15.81	0.040	-5.197467	-.5653085
ANNOSPESA	346.628	20.92316	16.57	0.038	80.77402	612.4819
Età_MED_MEM	18.48018	5.237048	3.53	0.176	-48.06282	85.02319
Età_pres	100.2815	4.622915	21.69	0.029	41.54182	159.0212
Età_magg64	44.83179	2.15955	20.76	0.031	17.39211	72.27147
Età_min_58	28.71752	1.696898	16.92	0.038	7.156382	50.27866
NORD_I	12.36494	1.069623	11.56	0.055	-1.225903	25.95579
N_MEMT_A	281.9747	15.77623	17.87	0.036	81.51871	482.4308
Q_ROSA	91.65654	5.268796	17.40	0.037	24.71014	158.6029
_cons	-20631.02	660.1439	-31.25	0.020	-29018.94	-12243.1

Se le ipotesi alla base del modello fossero verificate, un incremento dell’anno target, dell’età del presidente, della percentuale di membri con età maggiore di 64, con età minore di 58 e le quote rose causerebbe un miglioramento dell’indice totale attivo/numero dei dipendenti, quindi un beneficio per la banca. Al contrario un aumento della spesa per M&A causerebbe un peggioramento dell’indice.

Nella figura 5.44 si osserva la distribuzione normale dei residui (res2), grazie al test W di Shapiro-Wilk, in quanto si accetta l’ipotesi nulla (H0= distribuzione normale dei residui) dato che il p-value ha un valore elevato (0,42255).

Figura 5.44: Totale attivo/ numero dei dipendenti, test W di Shapiro-Wilk

Shapiro-Wilk W test for normal data					
Variable	Obs	W	V	z	Prob>z
re2	11	0.93115	1.115	0.195	0.42255

Dopo aver verificato l'effettiva distribuzione normale dei residui, è stato effettuato il test di Breusch-Pagan per verificare l'assenza di eteroschedasticità (figura 5.45), ovvero varianza costante ( $H_0$ : omoschedasticità). Si osserva un p-value alto (0,2807), perciò si accetta l'ipotesi nulla.

Figura 5.45: Totale attivo/ numero dei dipendenti, test di Breusch-Pagan

```

Breusch-Pagan/Cook-Weisberg test for heteroskedasticity
Assumption: Normal error terms
Variable: Fitted values of T_AN_DIPENDENTI

H0: Constant variance

      chi2(1) =  1.16
Prob > chi2 = 0.2807
    
```

Per la verifica dell'esogeneità, si è proceduto (nella figura 5.46) ad appurare il livello di correlazione tra i residui ed i regressori. La correlazione statisticamente diversa da zero è segnata con un asterisco. Si possono vedere valori pari allo zero, ciò conferma l'ipotesi di non correlazione.

Nella figura 5.47 invece risulta agevole constatare un valore VIF medio maggiore di 10, che porta a pensare che non ci sia una mancanza di correlazione dei regressori considerati nel modello. Tale constatazione però non inficia la bontà del modello in quanto gli standard error dei regressori sono limitati ed i p-value bassi, quindi si può affermare che il modello descrive bene la realtà.

Figura 5.46: Totale attivo/ numero dei dipendenti, correlazione tra regressori e residui

	re2	SPESAMA	ANNOSPESA	Età_MED_MEM	Età_pres	Età_magg64	Età_min58
re2	<b>1.0000</b>						
SPESAMA	-0.0000	<b>1.0000</b>					
ANNOSPESA	-0.0000	0.3678*	<b>1.0000</b>				
Età_MED_MEM	0.0000	0.2931*	-0.1064*	<b>1.0000</b>			
Età_pres	0.0000	0.5683*	-0.2313*	0.5649*	<b>1.0000</b>		
Età_magg64	0.0000	-0.0120	-0.4131*	0.5302*	0.3982*	<b>1.0000</b>	
Età_min_58	-0.0000	-0.4796*	0.0152	-0.6567*	-0.6787*	-0.6513*	<b>1.0000</b>
NORD_I	0.0000	0.2698*	0.3678*	0.0215*	-0.2669*	0.0634*	-0.3077*
N_MEMT_A	-0.0000	-0.3829*	-0.2059*	-0.6945*	-0.6544*	-0.5198*	0.8061*
Q_ROSA	0.0000	0.1884*	0.7672*	0.2175*	-0.2483*	-0.3355*	-0.1672*
		NORD_I	N_MEMT_A	Q_ROSA			
NORD_I	<b>1.0000</b>						
N_MEMT_A	-0.1335*	<b>1.0000</b>					
Q_ROSA	0.4656*	-0.2871*	<b>1.0000</b>				

Figura 5.47: Totale attivo/ numero dei dipendenti, analisi VIF

Variable	VIF	1/VIF
Età_pres	20.95	0.047737
Q_ROSA	16.62	0.060153
Età_min_58	16.29	0.061388
Età_magg64	11.09	0.090187
N_MEMT_A	9.23	0.108359
ANNOSPESA	8.86	0.112909
SPESAMA	6.13	0.163141
Età_MED_MEM	6.12	0.163510
NORD_I	3.67	0.272593
Mean VIF	<b>10.99</b>	

Nella figura 5.48 si può osservare la regressione tra il valore delle commissioni nette / margine d'interesse e le caratteristiche della corporate governance. Si può agevolmente constatare che tutti i regressori considerati nel modello, ad eccezione della % dei componenti del CDA con età inferiore a 58 anni, hanno un effetto causale (nel caso in cui saranno

verificate le ipotesi opportune) sulla variazione del valore del rapporto tra le commissioni nette ed il margine d'interesse tra il periodo pre-m&A e post-M&A in quanto, avendo un valore del p-value basso (<5%), comportano al rifiuto dell'ipotesi nulla ( $H_0 =$  coefficiente uguale a zero). Si osserva inoltre che il regressore “% età membri con età inferiore a 58” risulta non significativo per un valore molto basso, perciò costruendo il modello con un intervallo di confidenza più ampio (ad esempio il 10%) per tale variabile indipendente si rifiuterebbe l'ipotesi nulla.

Come misura dell'errore medio, si rilevano un valore della radice della media dei residui al quadrato di 9,4103.

Si osserva inoltre una buona bontà della previsione (R quadro Adj.) pari a 0,9317.

Se le ipotesi alla base del modello fossero verificate, un incremento della spesa per M&A, della percentuale di componenti del CDA con età maggiore di 64 e delle quote rosa causerebbe un miglioramento dell'indice commissioni nette/margine di interesse quindi un beneficio per la banca. Al contrario un aumento del totale attivo l'anno successivo all'operazione, dell'anno target, della percentuale di componenti nati nel nord Italia e degli anni in carica del presidente causerebbe un peggioramento dell'indice.

Figura 5.48: Commissioni nette/ margine di interesse, regressione lineare

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	11
				F(8, 2)	=	18.05
Model	12785.9103	8	1598.23879	Prob > F	=	0.0535
Residual	177.108559	2	88.5542795	R-squared	=	0.9863
				Adj R-squared	=	0.9317
Total	12963.0188	10	1296.30188	Root MSE	=	9.4103

C_NETTEM_INT	Coefficient	Std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]
T_A_DOPOMA	-.3821665	.0469325	-8.14	0.015	-.5841005 - .1802324
SPESAMA	.8527502	.1051269	8.11	0.015	.4004257 1.305075
ANNOSPESA	-29.48276	5.038752	-5.85	0.028	-51.16276 -7.802754
Età_magg64	4.965476	.8763956	5.67	0.030	1.19465 8.736302
Età_min_58	-1.227185	.3078759	-3.99	0.058	-2.551868 .0974982
NORD_I	-6.387289	.8913312	-7.17	0.019	-10.22238 -2.552201
ANNI_CAR_P	-43.22784	5.43532	-7.95	0.015	-66.61414 -19.84155
Q_ROSA	9.266672	1.500932	6.17	0.025	2.808681 15.72466
_cons	632.5452	72.20395	8.76	0.013	321.8766 943.2137

Nella figura 5.49 si osserva la distribuzione normale dei residui (res3), grazie al test W di Shapiro-Wilk, in quanto si accetta l'ipotesi nulla ( $H_0$ = distribuzione normale dei residui) dato che il p-value ha un valore elevato (0,88578).

Figura 5.49: Commissioni nette/ margine di interesse, test W di Shapiro-Wilk

Shapiro-Wilk W test for normal data					
Variable	Obs	W	V	z	Prob>z
re3	11	0.96993	0.487	-1.204	0.88578

Dopo aver verificato l'effettiva distribuzione normale dei residui, è stato effettuato il test di Breusch- Pagan per verificare l'assenza di eteroschedasticità (figura 5.50), ovvero varianza costante ( $H_0$ : omoschedasticità). Si osserva un p-value alto (0,4697), perciò si accetta l'ipotesi nulla.

Figura 5.50: Commissioni nette/ margine di interesse, test di Breusch-Pagan

```

Breusch-Pagan/Cook-Weisberg test for heteroskedasticity
Assumption: Normal error terms
Variable: Fitted values of C_NETTEM_INT

H0: Constant variance

      chi2(1) =  0.52
Prob > chi2 = 0.4697

```

Per la verifica dell'esogeneità, si è proceduto (nella figura 5.51) ad appurare il livello di correlazione tra i residui ed i regressori. La correlazione statisticamente diversa da zero è segnata con un asterisco. Si possono vedere valori pari allo zero, ciò conferma l'ipotesi di non correlazione.

Nella figura 5.52 invece risulta agevole constatare un valore VIF medio maggiore di 10, che porta a pensare che non ci sia una mancanza di correlazione dei regressori considerati nel modello. Tale constatazione però non inficia la bontà del modello in quanto gli standard error dei regressori sono limitati ed i p-value bassi, quindi si può affermare che il modello descrive bene la realtà.

Figura 5.51: Commissioni nette/ margine di interesse, correlazione tra regressori e residui

	re3	Q_ROSA	ANNI_C~P	NORD_I	Età_m~58	Età_m~64	ANNOSP~A
re3	<b>1.0000</b>						
Q_ROSA	<b>0.0000</b>	<b>1.0000</b>					
ANNI_CAR_P	<b>-0.0000</b>	<b>0.0549*</b>	<b>1.0000</b>				
NORD_I	<b>-0.0000</b>	<b>0.4656*</b>	<b>-0.2867*</b>	<b>1.0000</b>			
Età_min_58	<b>0.0000</b>	<b>-0.1672*</b>	<b>-0.3098*</b>	<b>-0.3077*</b>	<b>1.0000</b>		
Età_magg64	<b>-0.0000</b>	<b>-0.3355*</b>	<b>0.1722*</b>	<b>0.0634*</b>	<b>-0.6513*</b>	<b>1.0000</b>	
ANNOSPESA	<b>-0.0000</b>	<b>0.7672*</b>	<b>0.1900*</b>	<b>0.3678*</b>	<b>0.0152</b>	<b>-0.4131*</b>	<b>1.0000</b>
SPESAMA	<b>-0.0000</b>	<b>0.1884*</b>	<b>0.2764*</b>	<b>0.2698*</b>	<b>-0.4796*</b>	<b>-0.0120</b>	<b>0.3678*</b>
T_A_DOPOMA	<b>-0.0000</b>	<b>-0.1450*</b>	<b>-0.1781*</b>	<b>-0.2453*</b>	<b>-0.4437*</b>	<b>0.4216*</b>	<b>-0.2529*</b>
		SPESAMA	T_A_DO~A				
SPESAMA	<b>1.0000</b>						
T_A_DOPOMA	<b>0.3772*</b>	<b>1.0000</b>					

Figura 5.52: Commissioni nette/ margine di interesse, analisi VIF

Variable	VIF	1/VIF
T_A_DOPOMA	<b>26.84</b>	<b>0.037252</b>
NORD_I	<b>25.85</b>	<b>0.038680</b>
SPESAMA	<b>20.69</b>	<b>0.048328</b>
ANNI_CAR_P	<b>18.86</b>	<b>0.053010</b>
Età_magg64	<b>18.53</b>	<b>0.053959</b>
Q_ROSA	<b>13.69</b>	<b>0.073038</b>
Età_min_58	<b>5.44</b>	<b>0.183752</b>
ANNOSPESA	<b>5.21</b>	<b>0.191834</b>
Mean VIF	<b>16.89</b>	

Nella figura 5.53 si può osservare la regressione tra il margine di intermediazione/ totale attivo dello Stato Patrimoniale e le caratteristiche della corporate governance. Si può agevolmente constatare che tutti i regressori considerati nel modello, ad eccezione della

percentuale di membri del CDA con età maggiore di 64, hanno un effetto causale (nel caso in cui saranno verificate le ipotesi opportune) sulla variazione del valore del il margine di intermediazione/ totale attivo tra il periodo pre-m&A e post-M&A in quanto, avendo un valore del p-value basso (<5%), comportano al rifiuto dell'ipotesi nulla ( $H_0 =$  coefficiente uguale a zero). Come misura dell'errore medio, si rilevano un valore della radice della media dei residui al quadrato di 1,4112.

Si osserva inoltre una buona bontà della previsione (R quadro Adj.) pari a 0,9635.

Figura 5.53: Margine di intermediazione/ totale attivo, Regressione lineare

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	11
Model	2.73581772	7	.390831104	F(7, 3)	=	7.75
Residual	.151329794	3	.050443265	Prob > F	=	0.0602
Total	2.88714752	10	.288714752	R-squared	=	0.9476
				Adj R-squared	=	0.8253
				Root MSE	=	.2246

M_INTT_ATT	Coefficient	Std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]
T_A_DOPOMA	-.0011736	.0003393	-3.46	0.041	-.0022534 - .0000938
SPESAMA	.0051014	.0011096	4.60	0.019	.0015702 .0086326
ANNOSPESA	-.6454212	.1133888	-5.69	0.011	-1.006275 -.2845673
Età_magg64	.0261233	.0107664	2.43	0.094	-.0081402 .0603869
Età_min_58	.0280566	.007322	3.83	0.031	.0047547 .0513585
NORD_I	-.0245558	.0059286	-4.14	0.026	-.0434232 -.0056884
Q_ROSA	.1456525	.0232371	6.27	0.008	.0717016 .2196033
_cons	4.86807	1.434093	3.39	0.043	.3041467 9.431993

Se le ipotesi alla base del modello fossero verificate, un incremento della spesa per M&A, delle quote rosa e della percentuale di componenti con età minore di 58 causerebbe un miglioramento dell'indice Margine di intermediazione/totale attivo, quindi un beneficio per la banca. Al contrario un aumento del valore del totale attivo nell'anno successivo a quello target, dell'anno target e della percentuale di componenti del CDA nati nel Nord Italia causerebbe un peggioramento dell'indice.

Nella figura 5.54 si osserva la distribuzione normale dei residui (res4), grazie al test W di Shapiro-Wilk, in quanto si accetta l'ipotesi nulla ( $H_0 =$  distribuzione normale dei residui) dato che il p-value ha un valore elevato (0,88509).

Figura 5.54: Margine di intermediazione/ totale attivo, test W di Shapiro-Wilk

Shapiro-Wilk W test for normal data					
Variable	Obs	W	V	z	Prob>z
res4	11	0.96986	0.488	-1.201	0.88509

Dopo aver verificato l'effettiva distribuzione normale dei residui, è stato effettuato il test di Breush- Pagan per verificare l'assenza di eteroschedasticità (figura 5.55), ovvero varianza costante (H0: omoschedasticità). Si osserva un p-value alto (0,3899), perciò si accetta l'ipotesi nulla.

Figura 5.55: Margine di intermediazione/ totale attivo, test Breusch-Pagan

```

Breusch-Pagan/Cook-Weisberg test for heteroskedasticity
Assumption: Normal error terms
Variable: Fitted values of M_INTT_ATT

H0: Constant variance

      chi2(1) =    0.74
Prob > chi2 = 0.3899
    
```

Per la verifica dell'esogeneità, si è proceduto (nella figura 5.56) ad appurare il livello di correlazione tra i residui ed i regressori. La correlazione statisticamente diversa da zero è segnata con un asterisco. Si possono vedere valori pari allo zero, ciò conferma l'ipotesi di non correlazione.

Nella figura 5.57 invece risulta agevole constatare un valore VIF medio inferiore a 5, che porta a pensare che non ci sia alcun tipo di correlazione dei regressori considerati nel modello.

Figura 5.56: Margine di intermediazione/ totale attivo, correlazione regressori e residui

	res4	Q_ROSA	NORD_I	Età_m~58	Età_m~64	ANNOSP~A	SPESAMA
res4	<b>1.0000</b>						
Q_ROSA	-0.0000	<b>1.0000</b>					
NORD_I	-0.0000	0.4656*	<b>1.0000</b>				
Età_min_58	-0.0000	-0.1672*	-0.3077*	<b>1.0000</b>			
Età_magg64	0.0000	-0.3355*	0.0634*	-0.6513*	<b>1.0000</b>		
ANNOSPESA	-0.0000	0.7672*	0.3678*	0.0152	-0.4131*	<b>1.0000</b>	
SPESAMA	-0.0000	0.1884*	0.2698*	-0.4796*	-0.0120	0.3678*	<b>1.0000</b>
T_A_DOPOMA	-0.0000	-0.1450*	-0.2453*	-0.4437*	0.4216*	-0.2529*	0.3772*
							T_A_DO~A
T_A_DOPOMA	<b>1.0000</b>						

Figura 5.57: Margine di intermediazione/ totale attivo, Analisi VIF

Variable	VIF	1/VIF
Q_ROSA	5.76	0.173579
Età_min_58	5.40	0.185062
Età_magg64	4.91	0.203663
ANNOSPESA	4.63	0.215787
SPESAMA	4.05	0.247110
T_A_DOPOMA	2.46	0.406008
NORD_I	2.01	0.498031
Mean VIF	<b>4.18</b>	

Nella figura 5.58 si può osservare la regressione tra il cost-income ratio e le caratteristiche della corporate governance. Si può agevolmente constatare che tutti i regressori considerati nel modello hanno un effetto causale (nel caso in cui saranno verificate le ipotesi opportune) sulla variazione del valore del cost-income ratio tra il periodo pre-m&A e post-M&A in quanto, avendo un valore del p-value basso (<5%), comportano al rifiuto dell'ipotesi nulla ( $H_0 =$  coefficiente uguale a zero). Come misura dell'errore medio, si rilevano un valore della

radice della media dei residui al quadrato di 2,9512

Si osserva inoltre una buona bontà della previsione (R quadro Adj.) pari a 0,9116.

Figura 5.58: Cost-income ratio, Regressione lineare

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	11
Model	950.956429	6	158.492738	F(6, 4)	=	18.19
Residual	34.8589519	4	8.71473799	Prob > F	=	0.0072
Total	985.815381	10	98.5815381	R-squared	=	0.9646
				Adj R-squared	=	0.9116
				Root MSE	=	2.9521

C_INC_RATIO	Coefficient	Std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]	
Q_ROSA	-3.108366	.388904	-7.99	0.001	-4.188137	-2.028596
N_MEMT_A	-5.901367	1.249777	-4.72	0.009	-9.371304	-2.431431
Età_min_58	-1.034601	.1231445	-8.40	0.001	-1.376505	-.6926975
Età_magg64	-1.225718	.1973581	-6.21	0.003	-1.773672	-.6777639
Età_pres	-2.416637	.3180537	-7.60	0.002	-3.299696	-1.533578
Età_MED_MEM	1.425456	.3986625	3.58	0.023	.3185918	2.532321
_cons	289.1784	35.53676	8.14	0.001	190.5125	387.8443

Se le ipotesi alla base del modello fossero verificate dell'età media dei membri del CDA causerebbe un miglioramento dell'indice Cost-income ratio, quindi un peggioramento della redditività per la banca. Al contrario un aumento delle quote rosa, del numero dei membri tratto totale attivo, della percentuale di membri con età minore di 58 e maggiore di 64 ed età presidente causerebbe un peggioramento dell'indice.

Nella figura 5.59 si osserva la distribuzione normale dei residui (res5), grazie al test W di Shapiro-Wilk, in quanto si accetta l'ipotesi nulla ( $H_0$ = distribuzione normale dei residui) dato che il p-value ha un valore elevato (0,82802).

Figura 5.59: Cost-income ratio, test W di Shapiro-Wilk

Shapiro-Wilk W test for normal data					
Variable	Obs	W	V	z	Prob>z
res5	11	0.96465	0.572	-0.946	0.82802

Dopo aver verificato l'effettiva distribuzione normale dei residui, è stato effettuato il test di Breusch-Pagan per verificare l'assenza di eteroschedasticità (figura 5.60), ovvero varianza costante ( $H_0$ : omoschedasticità). Si osserva un p-value alto (0,9894), perciò si accetta l'ipotesi nulla.

Figura 5.60: Cost-income ratio, test di Breusch-Pagan

```

Breusch-Pagan/Cook-Weisberg test for heteroskedasticity
Assumption: Normal error terms
Variable: Fitted values of C_INC_RATIO

H0: Constant variance

      chi2(1) =    0.00
Prob > chi2 = 0.9894
    
```

Per la verifica dell'esogeneità, si è proceduto (nella figura 5.61) ad appurare il livello di correlazione tra i residui ed i regressori. La correlazione statisticamente diversa da zero è segnata con un asterisco. Si possono vedere valori pari allo zero, ciò conferma l'ipotesi di non correlazione.

Nella figura 5.61 invece risulta agevole constatare un valore VIF medio maggiore di 5, che porta a pensare che non ci sia una mancanza di correlazione dei regressori considerati nel modello. Tale constatazione però non inficia la bontà del modello in quanto gli standard error dei regressori sono limitati ed i p-value bassi, quindi si può affermare che il modello descrive bene la realtà.

Figura 5.62: Cost-income ratio, correlazione tra regressori e residui

	res5	Q_ROSA	N_MEMT_A	Età_min_58	Età_magg64	Età_pres	Età_MED_MEM
res5	1.0000						
Q_ROSA	-0.0000	1.0000					
N_MEMT_A	0.0000	-0.2871*	1.0000				
Età_min_58	0.0000	-0.1672*	0.8061*	1.0000			
Età_magg64	0.0000	-0.3355*	-0.5198*	-0.6513*	1.0000		
Età_pres	-0.0000	-0.2483*	-0.6544*	-0.6787*	0.3982*	1.0000	
Età_MED_MEM	-0.0000	0.2175*	-0.6945*	-0.6567*	0.5302*	0.5649*	1.0000

Figura 5.62: Cost-income ratio, analisi VIF

Variable	VIF	1/VIF
Età_pres	10.23	0.097796
Età_magg64	9.55	0.104712
Q_ROSA	9.34	0.107060
Età_min_58	8.85	0.113031
N_MEMT_A	5.97	0.167433
Età_MED_MEM	3.65	0.273615
Mean VIF	7.93	

Nella figura 5.63 si può osservare la regressione tra il ROA e le caratteristiche della corporate governance. Si può agevolmente constatare che tutti i regressori considerati nel modello, ad eccezione del numero degli anni in cui è in carica il presidente, hanno un effetto causale (nel caso in cui saranno verificate le ipotesi opportune) sulla variazione del valore del ROA tra periodo pre-m&A e post-M&A in quanto, avendo un valore del p-value basso (<5%), comportano al rifiuto dell'ipotesi nulla ( $H_0 =$  coefficiente uguale a zero). Si osserva inoltre che il regressore che indica gli Anni in cui è in carica il presidente risulta non significativo per un valore molto basso, perciò costruendo il modello con un intervallo di confidenza più ampio (ad esempio il 10%) per tale variabile indipendente si rifiuterebbe l'ipotesi nulla.

Come misura dell'errore medio, si rilevano un valore della radice della media dei residui al

quadrato di 0,10601

Si osserva inoltre una buona bontà della previsione (R quadro Adj.) pari a 0,9327.

Figura 5.63: ROA, Regressione lineare

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	11
Model	1.63625895	7	.233751279	F(7, 3)	=	20.80
Residual	.033715685	3	.011238562	Prob > F	=	0.0151
Total	1.66997464	10	.166997464	R-squared	=	0.9798
				Adj R-squared	=	0.9327
				Root MSE	=	.10601

ROA	Coefficient	Std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]	
Q_ROSA	.0451713	.0072255	6.25	0.008	.0221764	.0681662
N_MEMT_A	.2055149	.0381312	5.39	0.013	.0841643	.3268655
ANNI_CAR_P	-.0643029	.0206372	-3.12	0.053	-.1299795	.0013738
Età_pres	.0465612	.0097755	4.76	0.018	.015451	.0776713
Età_MED_MEM	.1019298	.0140915	7.23	0.005	.0570843	.1467753
SPESAMA	-.0019096	.0003792	-5.04	0.015	-.0031163	-.0007028
T_A_DOPOMA	-.0009752	.0002345	-4.16	0.025	-.0017213	-.000229
_cons	-9.925264	1.140278	-8.70	0.003	-13.55414	-6.29639

Se le ipotesi alla base del modello fossero verificate, un incremento delle quote rosa, dei membri del CDA, dell'età del presidente e dell'età media dei membri causerebbe un miglioramento dell'indice ROA, quindi un beneficio per la banca. Al contrario un aumento della spesa per M&A e del totale attivo dopo anno target causerebbe un peggioramento dell'indice.

Nella figura 5.64 si osserva la distribuzione normale dei residui (res6), grazie al test W di Shapiro-Wilk, in quanto si accetta l'ipotesi nulla ( $H_0$ = distribuzione normale dei residui) dato che il p-value ha un valore elevato (0,43154).

Figura 5.64: ROA, test W di Shapiro-Wilk

Shapiro-Wilk W test for normal data					
Variable	Obs	W	V	z	Prob>z
res6	11	0.93201	1.101	0.172	0.43154

Dopo aver verificato l'effettiva distribuzione normale dei residui, è stato effettuato il test di Breusch-Pagan per verificare l'assenza di eteroschedasticità (figura 5.65), ovvero varianza costante ( $H_0$ : omoschedasticità). Si osserva un p-value alto (0,4870), perciò si accetta l'ipotesi nulla.

*Figura 5.65: ROA, test di Breusch-Pagan*

```
Breusch-Pagan/Cook-Weisberg test for heteroskedasticity
Assumption: Normal error terms
Variable: Fitted values of ROA

H0: Constant variance

      chi2(1) =    0.48
Prob > chi2 = 0.4870
```

Per la verifica dell'esogeneità, si è proceduto (nella figura 5.66) ad appurare il livello di correlazione tra i residui ed i regressori. La correlazione statisticamente diversa da zero è segnata con un asterisco. Si possono vedere valori pari allo zero, ciò conferma l'ipotesi di non correlazione.

Nella figura 5.67 invece risulta agevole constatare un valore VIF medio minore di 5, che porta quindi a pensare che ci sia una mancanza di correlazione dei regressori considerati nel modello.

Figura 5.66: ROA, correlazione regressori e residui

	res6	N_MEMT_A	ANNI_CAR_P	Età_pres	Età_MED_MEM	SPESAMA	T_A_DOPOMA
res6	1.0000						
N_MEMT_A	0.0000	1.0000					
ANNI_CAR_P	0.0000	-0.4443*	1.0000				
Età_pres	0.0000	-0.6544*	0.3153*	1.0000			
Età_MED_MEM	0.0000	-0.6945*	0.1189*	0.5649*	1.0000		
SPESAMA	0.0000	-0.3829*	0.2764*	0.5683*	0.2931*	1.0000	
T_A_DOPOMA	0.0000	-0.4271*	-0.1781*	0.7209*	0.6877*	0.3772*	1.0000

Figura 5.67: ROA, analisi VIF

Variable	VIF	1/VIF
Età_pres	7.49	0.133505
T_A_DOPOMA	5.28	0.189432
N_MEMT_A	4.31	0.231953
Età_MED_MEM	3.54	0.282417
Q_ROSA	2.50	0.399971
ANNI_CAR_P	2.14	0.466673
SPESAMA	2.12	0.471411
Mean VIF	3.91	

Nella figura 5.68 si può osservare la regressione tra il ROE e le caratteristiche della corporate governance. Si può agevolmente constatare che tutti i regressori considerati nel modello, ad eccezione del numero dei membri diviso il numero dei dipendenti, percentuale di componenti del CDA nati nel NORD e l'età del presidente, hanno un effetto causale (nel caso in cui saranno verificate le ipotesi opportune) sulla variazione del valore del ROE tra periodo pre-m&A e post-M&A in quanto, avendo un valore del p-value basso (<5%), comportano al rifiuto dell'ipotesi nulla ( $H_0 =$  coefficiente uguale a zero)..

Come misura dell'errore medio, si rilevano un valore della radice della media dei residui al quadrato di 3,647.

Si osserva inoltre una buona bontà della previsione (R quadro Adj.) pari a 0,8714.

Figura 5.68: ROE, Regressione lineare

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	11
Model	994.387333	7	142.055333	F(7, 3)	=	10.68
Residual	39.9021548	3	13.3007183	Prob > F	=	0.0388
Total	1034.28949	10	103.428949	R-squared	=	0.9614
				Adj R-squared	=	0.8714
				Root MSE	=	3.647

ROE	Coefficient	Std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]	
N_MEMT_A	12.16572	3.172882	3.83	0.031	2.068191	22.26324
N_MEMN_DIP	-602.6203	217.1577	-2.78	0.069	-1293.713	88.47225
NORD_I	.2738338	.1072588	2.55	0.084	-.0675115	.6151791
Età_pres	1.157518	.4246191	2.73	0.072	-.19381	2.508845
Età_MED_MEM	2.550386	.5333436	4.78	0.017	.8530488	4.247723
ANNOSPESA	11.63657	1.724323	6.75	0.007	6.149004	17.12413
SPESAMA	-.086978	.0214652	-4.05	0.027	-.1552899	-.0186662
_cons	-439.3836	70.50189	-6.23	0.008	-663.7521	-215.0151

Se le ipotesi alla base del modello fossero verificate, un incremento del numero dei membri fratto totale attivo, dell'età media dei componenti e dell'anno target causerebbe un miglioramento dell'indice ROE quindi un beneficio per la banca. Al contrario un aumento della spesa per M&A causerebbe un peggioramento dell'indice.

Nella figura 5.69 si osserva la distribuzione normale dei residui (res7), grazie al test W di Shapiro-Wilk, in quanto si accetta l'ipotesi nulla ( $H_0$ = distribuzione normale dei residui) dato che il p-value ha un valore elevato (0,74127).

Figura 5.69: ROE, test W di Shapiro-Wilk

Shapiro-Wilk W test for normal data

Variable	Obs	W	V	z	Prob>z
res7	11	0.95759	0.687	-0.647	0.74127

Dopo aver verificato l'effettiva distribuzione normale dei residui, è stato effettuato il test di Breush- Pagan per verificare l'assenza di eteroschedasticità (figura 5.70), ovvero varianza costante ( $H_0$ : omoschedasticità). Si osserva un p-value alto (0,3203), perciò si accetta

l'ipotesi nulla.

Figura 5.70: ROE, test di Breusch-Pagan

```

Breusch-Pagan/Cook-Weisberg test for heteroskedasticity
Assumption: Normal error terms
Variable: Fitted values of ROE

H0: Constant variance

      chi2(1) = 0.99
Prob > chi2 = 0.3203

```

Per la verifica dell'esogeneità, si è proceduto (nella figura 5.71) ad appurare il livello di correlazione tra i residui ed i regressori. La correlazione statisticamente diversa da zero è segnata con un asterisco. Si possono vedere valori pari allo zero, ciò conferma l'ipotesi di non correlazione.

Nella figura 5.72 invece risulta agevole constatare un valore VIF medio leggermente maggiore di 10, che porta a pensare che non ci sia una mancanza di correlazione dei regressori considerati nel modello. Tale constatazione però non inficia la bontà del modello in quanto gli standard error dei regressori sono limitati ed i p-value bassi, quindi si può affermare che il modello descrive bene la realtà.

Figura 5.71: ROE, correlazione regressori e residui

	res7	N_MEMT_A	N_MEMN_DIP	NORD_I	Età_pres	Età_MED_MEM	ANNOSPESA	SPESAMA
res7	1.0000							
N_MEMT_A	-0.0000	1.0000						
N_MEMN_DIP	-0.0000	0.9319*	1.0000					
NORD_I	0.0000	-0.1335*	-0.0422*	1.0000				
Età_pres	0.0000	-0.6544*	-0.7057*	-0.2669*	1.0000			
Età_MED_MEM	0.0000	-0.6945*	-0.5117*	0.0215*	0.5649*	1.0000		
ANNOSPESA	0.0000	-0.2059*	-0.1181*	0.3678*	-0.2313*	-0.1064*	1.0000	
SPESAMA	0.0000	-0.3829*	-0.3576*	0.2698*	0.5683*	0.2931*	0.3678*	1.0000
SPESAMA								1.0000

Figura 5.72: ROE, analisi VIF

Variable	VIF	1/VIF
N_MEMT_A	25.22	0.039648
N_MEMN_DIP	16.62	0.060156
Età_pres	11.94	0.083742
SPESAMA	5.74	0.174109
Età_MED_MEM	4.29	0.233323
ANNOSPESA	4.06	0.246037
NORD_I	2.49	0.401203
Mean VIF	10.05	

Nella figura 5.73 si può osservare la regressione tra il risultato d'esercizio e le caratteristiche della corporate governance. Si può agevolmente constatare che tutti i regressori considerati nel modello hanno un effetto causale (nel caso in cui saranno verificate le ipotesi opportune) sulla variazione del valore del risultato d'esercizio tra periodo pre-m&A e post-M&A in quanto, avendo un valore del p-value basso (<5%), comportano al rifiuto dell'ipotesi nulla ( $H_0 =$  coefficiente uguale a zero).

Come misura dell'errore medio, si rilevano un valore della radice della media dei residui al quadrato di 52,318. Questo valore potrebbe risultare particolarmente alto, analizzando però la dispersione dei dati del delta risultato d'esercizio tra la varia banche, risultando più elevata rispetto alle altre variabili dipendenti, si giunge alla conclusione che questo valore di "Root MSE" dato il contesto, non risulti particolarmente elevato.

Si osserva inoltre una buona bontà della previsione (R quadro Adj.) pari a 0,5491.

Figura 5.73: Risultato d'esercizio, regressione lineare

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	11
Model	38803.223	2	19401.6115	F(2, 8)	=	7.09
Residual	21897.5327	8	2737.19158	Prob > F	=	0.0169
Total	60700.7556	10	6070.07556	R-squared	=	0.6393
				Adj R-squared	=	0.5491
				Root MSE	=	52.318

RIS_ESERCI~0	Coefficient	Std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]	
Età_min_58	-2.675485	.9669267	-2.77	0.024	-4.905222	-.4457482
Età_magg64	-5.577931	1.491532	-3.74	0.006	-9.017409	-2.138453
_cons	382.8653	87.16408	4.39	0.002	181.8645	583.866

Se le ipotesi alla base del modello fossero verificate, un decremento della percentuale di membri con età maggiore di 64 e minore di 58 causerebbe un miglioramento del risultato d'esercizio, quindi un peggioramento della redditività per la banca.

Nella figura 5.74 si osserva la distribuzione normale dei residui (res8), grazie al test W di Shapiro-Wilk, in quanto si accetta l'ipotesi nulla ( $H_0$ = distribuzione normale dei residui) dato che il p-value ha un valore elevato (0,09549).

Figura 5.74: Risultato d'esercizio, test W di Shapiro-Wilk

Shapiro-Wilk W test for normal data					
Variable	Obs	W	V	z	Prob>z
res8	11	0.87707	1.990	1.308	0.09549

Dopo aver verificato l'effettiva distribuzione normale dei residui, è stato effettuato il test di Breusch-Pagan per verificare l'assenza di eteroschedasticità (figura 5.75), ovvero varianza costante ( $H_0$ : omoschedasticità). Si osserva un p-value alto (0,8512), perciò si accetta l'ipotesi nulla.

Figura 5.75: Risultato d'esercizio, test di Breusch-Pagan

```

Breusch-Pagan/Cook-Weisberg test for heteroskedasticity
Assumption: Normal error terms
Variable: Fitted values of RIS_ESERCIZIO

H0: Constant variance

      chi2(1) =    0.04
Prob > chi2 = 0.8512

```

Per la verifica dell'esogeneità, si è proceduto (nella figura 5.76) ad appurare il livello di correlazione tra i residui ed i regressori. La correlazione statisticamente diversa da zero è segnata con un asterisco. Si possono vedere valori pari allo zero, ciò conferma l'ipotesi di non correlazione.

Nella figura 5.77 invece risulta agevole constatare un valore VIF medio minore di 5, che porta a pensare che ci sia una mancanza di correlazione dei regressori considerati nel modello.

Figura 5.76: Risultato d'esercizio, correlazione tra regressori e residui

	res8	Età_m~58	Età_m~64
res8	1.0000		
Età_min_58	-0.0000	1.0000	
Età_magg64	0.0000	-0.6513*	1.0000

Figura 5.77: Risultato d'esercizio, analisi VIF

Variable	VIF	1/VIF
Età_magg64	1.74	0.575826
Età_min_58	1.74	0.575826
Mean VIF	1.74	

## Considerazioni conclusive

Dalle analisi effettuate, grazie alle regressioni costruite ed alla verifica delle assunzioni, si può concludere che l'andamento di tutte le variabili relative agli indicatori di bilancio considerati in questa ricerca sono assoggettati ad un effetto causale derivante dalle caratteristiche di alcune variabili della corporate governance della banca. I risultati risultano perciò in linea con la letteratura (Greco, Murgia, Ferranti, 2009). Si registra inoltre che l'andamento di determinate variabili risultano influenzare positivamente certi tipi di indicatori di performance aziendale e negativamente altri, pertanto non si può affermare che una determinata variabile della corporate governance apporti benefici a livello assoluto alle performance aziendali, risulta invece corretto affermare che porti dei benefici su specifici aspetti e peggioramenti su altri. Si ricorda che queste analisi sono state svolte un campione di banche italiane tra il 2015 ed il 2020, perciò effettuando questa analisi in anni o Paesi diversi i risultati potrebbero variare. Tutti i valori delle variabili dipendenti, ad eccezione del cost-income ratio, nel caso in cui incrementino post operazione M&A, significa che la banca ha ottenuto beneficio da tale operazione.

In particolare, il valore del CET1 post M&A (rispetto al periodo pre M&A) è tanto maggiore quanto maggiore è: la percentuale di componenti del CDA con età maggiore di 64 e l'età media dei membri. Al contrario, il delta CET1 aumenta al diminuire di: anni in carica del presidente del CDA e l'età del presidente.

Per quanto concerne il valore del rendimento del titolo della banca in borsa post M&A (rispetto al periodo pre M&A) è tanto maggiore quanto maggiore è la percentuale di membri del CDA nati nel nord Italia. Al contrario, il delta del titolo aumenta al diminuire di: età media dei membri del CDA, percentuale dei membri del CDA con età maggiore di 64, numero dei membri fratto numero dei dipendenti e la percentuale di membri del CDA di sesso femminile.

Per quanto concerne il valore del totale attivo fratto il numero dei dipendenti della banca post M&A (rispetto al periodo pre M&A) è tanto maggiore quanto maggiore è: età presidente del CDA, percentuale di componenti con età maggiore di 64, percentuale di componenti con età minore di 58, numero membri/ totale attivo di bilancio e la quota rosa.

Per quanto concerne il valore delle commissioni nette/ margine d'interesse post M&A (rispetto al periodo pre M&A) è tanto maggiore quanto maggiore è la percentuale di membri con età maggiore di 64 e la quota rosa. Al contrario, il delta del valore delle commissioni

nette/ margine d'interesse aumenta al diminuire di: percentuale dei membri nati nel nord Italia e anni in carica del presidente.

Per quanto concerne il valore del margine d'intermediazione/ totale attivo della banca post M&A (rispetto al periodo pre M&A) è tanto maggiore quanto maggiore è: percentuale di membri con età minore di 58 e la quota rosa. Al contrario, il delta valore del margine d'intermediazione/ totale attivo aumenta al diminuire della percentuale di membri nati nel Nord Italia.

Per quanto concerne il valore del cost-income ratio della banca post M&A (rispetto al periodo pre M&A) è tanto maggiore quanto maggiore è l'età media dei membri. Al contrario, il delta del valore del cost-income ratio aumenta al diminuire di: quota rosa, numero membri del CDA/ totale attivo, percentuale di membri con età maggiore di 64 e percentuale di membri con età minore di 58 età del presidente.

Per quanto concerne il valore del ROA della banca post M&A (rispetto al periodo pre M&A) è tanto maggiore quanto maggiore è: quote rosa numero membri/ totale attivo, età del presidente, età media dei membri.

Per quanto concerne il valore del ROE della banca post M&A (rispetto al periodo pre M&A) è tanto maggiore quanto maggiore è: numero dei membri/ totale attivo e l'età media dei membri.

Per quanto concerne il valore del risultato d'esercizio della banca post M&A (rispetto al periodo pre M&A), si può affermare che aumenta al diminuire di: percentuale di membri con età maggiore di 64 e percentuale di membri con età minore di 58.

Date le analisi effettuate si può affermare che le diverse caratteristiche della corporate governance hanno un impatto sulle performance bancarie, senza però una determinata direzione. Nella maggior parte dei casi infatti, determinate variabili hanno un impatto positivo su alcuni indicatori di performance e negativo su altri, causando per esempio un miglioramento su determinate aree, ad esempio patrimoniale, ed un peggioramento su altre, ad esempio quella finanziaria. Un esempio è la percentuale di componenti del CDA con età maggiore di 64, in particolare al suo aumento, si registra un miglioramento della solidità della banca post M&A (dettato da un incremento del CET1) ed un peggioramento a livello economico (dettato da una riduzione del risultato d'esercizio).

Si ricorda che questa analisi è stata effettuata su tutte le banche quotate in Italia nel periodo compreso tra il 2015 ed il 2020. Con tale affermazione risulta evidente che le relazioni causali dimostrate dai modelli, sono valide solamente in un contesto geografico (l'Italia) e

temporale (solamente 5 anni) limitato. Per appurare che le relazioni causali tra caratteristiche della corporate governance a livello assoluto influenzino l'efficacia dell'M&A bisognerebbe espandere l'analisi in più aree geografiche e soprattutto in un arco temporale più ampio. Così facendo si riuscirebbe ad eliminare un limite dell'analisi effettuata in questa tesi, ovvero il basso numero di osservazioni, che è limitato in quanto il numero delle banche italiane quotate risulta essere non particolarmente elevato.

## **Bibliografia**

F. Beltrame, G.S. Bertinetti, A. Scip: *Analisi e valutazione finanziaria d'impresa*, G. Giappichelli Ed., 2021

Le acquisizioni internazionali aumentano gli utili utili? Evidenza dal M&A delle imprese italiane tra il 2004 e il 2015, Andrea Beltratti, Alessia Belzecchi, Stefano Caselli, 2008

Le acquisizioni internazionali aumentano gli utili utili? Evidenza dal M&A delle imprese italiane tra il 2004 e il 2015, Andrea Beltratti, Alessia Belzecchi, Stefano Caselli, 2008

“Economies of scale revisited: evidence from Italian banks”, Bonaccorsi di Patti E., Ciocchetta F., Banca d'Italia, Occasional Papers, n. 568. Giugno 2020

Elton Gruber Brown e Goetzmann, *Teoria di portafoglio e analisi degli investimenti*, APOGEO, 2007

La concentrazione del sistema bancario italiano, Cacucci, 2003

Fusioni e acquisizioni; Teorie, metodi, esperienze; Arturo Capasso, Olimpia Meglio

Manuale di diritto bancario e finanziario, Francesco Capriglione, 2019

A. Cortesi, *La crescita delle piccole imprese: fusioni, acquisizioni, accordi*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2004

*Gestione della Banca e Analisi del Merito di Credito*, McGraw-Hill, 2022

I gruppi italiani medio-piccoli: successi non scontati e prossime sfide, un'analisi ed una survey; Maurizio Minelli, Marco De Bellis, Andrea Sorbo, Ahmad Sheajib; 2021

*Banche: Strategie, organizzazione e concentrazioni*, Paolo Mottura, 2011

Do mergers improve information? Evidence from the loan market, Panetta, Schivaldi,

Shum, 2005

Nuove prospettive per la corporate governance nel settore bancario e finanziario,  
Alessandra Perrazzelli, 2022

La valutazione delle banche e degli altri intermediari finanziari, Michele Rutigliano, 2018

G. Bruni, Fusioni e scissioni: profili strategici e economici, Giuffrè editore, Varese, 2009

Codice civile

Testo Unico Bancario

Circolare Banca d'Italia n.262 del 22 dicembre 2005

Legge bancaria del 1936

Legge Amato-Carli 2018/90

Legge 287/90 sulla tutela della concorrenza

Articolo 5, comma 1, d.lgs. 472/1997

Legge 1/91 sull'intermediazione mobiliare e sull'organizzazione del mercato

Direttiva 780 del 1977

Direttiva 646 del 1989

D.Lgs. n. 38 del 28 febbraio 2005

Direttiva 2014/49

Articolo 86, c.4 D.P.R. n.917/86, TUIR

Informativa prevista dal IFRS 7 del 3 novembre 2008

## Sitografia

AdviseOnly, <https://www.adviseonly.com/capire-la-finanza/finanza-personale/banche-italiane-perche-non-sono-un-buon-investimento-di-lungo-periodo/>

Abrdn, [https://www.abrdn.com/it-institutional?gad\\_source=1&gclid=Cj0KCQjwsaqzBhDdARIsAK2gqndWo8AUDw2bSOMD801TmBE97BItw5rhziu2VAZF4rKvGJiD5SkFfD8aArGpEALw\\_wcB&gclid=aw.d.s](https://www.abrdn.com/it-institutional?gad_source=1&gclid=Cj0KCQjwsaqzBhDdARIsAK2gqndWo8AUDw2bSOMD801TmBE97BItw5rhziu2VAZF4rKvGJiD5SkFfD8aArGpEALw_wcB&gclid=aw.d.s)

Associazione AnalisiBanka APS, <https://www.analisibanka.it/bilancio-bancario-e-ifs-9/Assonebb>, <https://www.assonebb.it/>

Avvocato 360, <https://avvocato360.it/news/patto-marciano-cose-e-come-funziona#:~:text=Ma%20in%20cosa%20consiste%20in,non%20paga%20le%20rate%20dovute>.

Banca Centrale Europea Eurosystema, [https://www.ecb.europa.eu/ecb-and-you/explainers/tell-me/html/minimum\\_reserve\\_req.it.html](https://www.ecb.europa.eu/ecb-and-you/explainers/tell-me/html/minimum_reserve_req.it.html)

Banca Centrale Europea, [https://www.ecb.europa.eu/ecb-and-you/explainers/tell-me-more/html/excess\\_liquidity.it.html#:~:text=La%20liquidit%C3%A0%20in%20eccesso%20%C3%A8,principalmente%20i%20depositi%20della%20clientela](https://www.ecb.europa.eu/ecb-and-you/explainers/tell-me-more/html/excess_liquidity.it.html#:~:text=La%20liquidit%C3%A0%20in%20eccesso%20%C3%A8,principalmente%20i%20depositi%20della%20clientela).

Banca d'Italia, <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/banche-istfin/index.html>

Be Beez, <https://bebeez.it/studi-e-approfondimenti/frena-lma-italiano-nei-nove-mesi-deal-in-calo-a-56-mld-di-euro-ma-la-pipeline-per-fine-anno-e-ricca-lo-calcola-kpmg/>

Borse.it, <https://www.borse.it/articolo/ultime-notizie/boom-di-ma-in-italia-nel-2022-oltre-970-operazioni-per-un-valore-di-quasi-e90-mld#:~:text=%E2%82%AC90%20mld-Boom%20di%20M%26A%20in%20Italia%20nel%202022%3A%20oltre%20970%20operazioni,di%20quasi%20%E2%82%AC90%20mld&text=Ha%20chiuso%20inaspettatamente%20bene%20il,di%20operazioni%20che%20per%20controvalore>.

Corriere della Sera, [https://www.corriere.it/economia/finanza/23\\_giugno\\_14/banche-perche-orcel-castagna-non-tempo-ma-0dd21740-0abf-11ee-aff7-94c1a02412bf.shtml](https://www.corriere.it/economia/finanza/23_giugno_14/banche-perche-orcel-castagna-non-tempo-ma-0dd21740-0abf-11ee-aff7-94c1a02412bf.shtml)

DB non solo diritto bancario, <https://www.dirittobancario.it/art/la-concentrazione-del-sistema-bancario-italiano-un-analisi-e-qualche/>

DB, non solo diritto bancario, <https://www.dirittobancario.it/art/controllo-delle-concentrazioni-tra-imprese-nuovo-regolamento-ue/>

DB non solo diritto bancario, <https://www.dirittobancario.it/art/requisiti-e-criteri-di-idoneita-degli-esponenti-aziendali-delle-banche-prime/>

Diritto.it, <https://www.diritto.it/duo-diligence-uno-strumento-imprescindibile-nella-valutazione-delle-aziende/>

Diritto, Diritto societario, <https://www.studiolegalestella.it/corporate-governance-modelli-a-disposizione-societa-di-capitali/>

Finera the new era of finance, <https://finera.it/articoli/finanza-straordinaria/ma-mergers-and-acquisition-cosa-sono-significato/>

Focus Risparmio, l'informazione gestita, <https://www.focusrisparmio.com/news/innovazioni-e-pandemia-accelerano-la-digitalizzazione-delle-banche>

Fundspeople, <https://fundspeople.com/it/glossario/buyback-azionari-cosa-sono-rappresentano-davvero-una-forma-di-remunerazione-degli-azionisti/>

Kalaway, where companies meet finance, <https://kalaway.com/accordi-basilea-sistema-rating/#:~:text=Basilea%201%20si%20basava%20sui,%2C%20detto%20di%20%E2%80%9Cvigilanza%E2%80%9D.>

Grant Thornton, <https://www.bgt-grantthornton.it/topic-newsletter/aprile-2022/riduzione-dell-asimmetria-informativa-tra-seller-e-buyer/>

Infovaluation, <http://www.infovaluation.it/it/blog/item?id=18>

Inveneta, <https://www.inveneta.it/fasi-della-ma-negotiation-closing-e-post-merger-integration/>

Investire.biz, <https://investire.biz/analisi-previsioni-ricerche/azioni/investimenti-azioni-banche-italiane-fusioni-chi-vince-gestori-patrimoniali-opinione-analisti>

Isae <https://www.isae.it/banche-sicure/>

La crisi del '29, Autorità italiana per la vigilanza dei mercati finanziari,  
<https://www.consob.it/web/investor-education/la-crisi-del-29>

Melius form business school, <https://www.meliusform.it/m-a-merger-and-acquisition.html>

Mercato M&A in Italia nel 2022: il rapporto KPMG, Nel 2022 operazioni M&A per 80 miliardi di euro. Gli esteri tornano ad investire in Italia,  
<https://kpmg.com/it/it/home/media/press-releases/2023/01/kpmg-mergers-acquisitions-2022.html>

Milano Finanza, <https://www.milanofinanza.it/news/banche-cinque-alternative-alle-operazioni-di-m-a-202012022137406603>

Moneta e credito, [https://rosa.uniroma1.it/rosa04/moneta\\_e\\_credito/index](https://rosa.uniroma1.it/rosa04/moneta_e_credito/index)

Moneta e credito, [https://rosa.uniroma1.it/rosa04/moneta\\_e\\_credito/article/view/12968](https://rosa.uniroma1.it/rosa04/moneta_e_credito/article/view/12968)

MOmoneta e credito, [https://rosa.uniroma1.it/rosa04/moneta\\_e\\_credito/article/view/17965](https://rosa.uniroma1.it/rosa04/moneta_e_credito/article/view/17965)

Network Digital 360, <https://www.corrierecomunicazioni.it/finance/banche-e-assicurazioni-il-covid-accelera-la-digital-transformation-italiana/>

Network Digital 360, <https://www.techcompany360.it/fusioni-acquisizioni/fusioni-e-acquisizioni-cosa-sono-come-si-fanno-e-perche-oggi-riguardano-le-tech-company/>

Nexia Audirevi, <https://www.audirevi.it/audirevi-talks-about-economy-2-0-vendor-due-diligence/>

Panato dottori commercialisti, <https://www.studiopanato.it/fisco-e-societa/tributario/agevolazioni-fiscali/agevolazioni-fiscali-a-favore-del-ma/>

PMI.it, <https://www.pmi.it/professioni/regole-e-compensi/195678/corporate-governance-sistema-tradizionale-monistico-o-dualistico.html>

PWC, <https://www.pwc.com/it/it/services/deals/trends/ma-financial-services.html>

Sistemi&Consulenza, <https://www.sistemieconsulenze.it/processo-di-due-diligence-cosa-e/#:~:text=Home%20%C2%BB%20Cos%20A8%20la%20due,una%20transizione%20aziendale%20in%20genere>

Sumup, <https://www.sumup.com/it-it/fatture/dizionario/mergers-and-acquisitions/>

Treccani, [https://www.treccani.it/enciclopedia/il-processo-di-concentrazione-del-sistema-bancario\\_\(XXI-Secolo\)/](https://www.treccani.it/enciclopedia/il-processo-di-concentrazione-del-sistema-bancario_(XXI-Secolo)/)

Wall Street Italia, <https://www.wallstreetitalia.com/banche-come-sono-cambiate-negli-ultimi-10-anni/>

We Wealth, <https://www.we-wealth.com/news/banche-italiane-redditivita-previsioni-2024#:~:text=Banche%20italiane%20regine%20di%20redditivit%C3%A0%20in%20Eurozona%3A%20come%20sar%C3%A0%20il%202024,-3%20MIN&text=La%20redditivit%C3%A0%20delle%20banche%20italiane,%2C6%25%20a%20met%C3%A0%202023.>

Williamson&Croft , <https://www.williamsoncroft.co.uk/buy-side-vs-sell-side-due-diligence/#:~:text=Whereas%20buy%20side%20refers%20to,prior%20to%20making%20a%20sale>

Yon, fiero di essere italiani, <https://www.yon.it/blog/fasi-merger-and-acquisition>

Yon Fieri di essere italiani, <https://www.yon.it/blog/mercato-bancario-italiano>

24 Finanza, <https://www.ilsole24ore.com/art/banche-piani-buy-back-valgono-15percento-scambi-giornalieri-borsa-AFD5PVp>