

Una voce fuori dal coro

# Fusioni bancarie Sono convenienti per la gente?

*Vademecum per orientarsi tra le notizie sul consolidamento del settore finanziario in Italia: quali sono le forze in campo, i presupposti economici, le opzioni di crescita del mercato*

**di Matteo Valenti**

Segretario Nazionale Fabi

**S**esso è molto difficile comprendere, attraverso i media, il senso di operazioni che vengono descritte non sempre da persone competenti ed attente. Con ciò non vogliamo certo addossare al mondo della comunicazione responsabilità di sorta. Piuttosto, desideriamo sottolineare la necessità di un'informazione più completa da parte di chi desidera formarsi una propria autonoma opinione, da cui possano poi scaturire decisioni consapevoli, magari espresse con un voto sia in sede politica sia in sede economica.

Pertanto, prendendo spunto da quanto scritto a pag. 126 dell'Espresso del 14 settembre 2006, vorremmo cercare di comprendere qual è il significato del titolo: "Risiko bancario. - La scalata alla Lombarda, i piani di Capitalia, la corsa alle popolari, Unipol e le Coop, ecco le grandi manovre del credito." Tutti capiranno che si sta parlando di fusioni bancarie, ovviamente. Ma come fa il cittadino comune a capire come e dove informarsi per costruirsi un proprio autonomo senso critico di fronte al problema? Procediamo con ordine.

## **LE BANCHE SONO IMPRESE**

Il mondo bancario appartiene ad una branca del più grande mondo imprenditoria-



le. In tale ampia sfera si inserisce quella che sentiamo normalmente chiamare pratica della finanza straordinaria; oppure con il termine inglese di M&A, vale a dire Mergers and Acquisition [fusioni e acquisizioni, n.d.r.]; oppure, per dirla in italiano, il settore della finanza straordinaria o societaria che concerne l'attività straordinaria di governance,

che passa sotto i nomi di fusione, acquisizione, concentrazione, scorporo, cessione di ramo d'azienda ecc...

Tutti questi termini, servono ad indicare una realtà molto semplice: il sistema che una società - sia essa per azioni o a responsabilità limitata - adopera, quando decide di cambiare il proprio assetto, ampliandolo o restringendolo sulla base delle proprie disponibilità di capitale.

Va da sé che dette disponibilità si ricollegano immediatamente a due altri elementi: la strategia di mercato e la strategia di profitto.

Dando per scontato che l'obiettivo è di natura economica, in quanto qualsiasi impresa si riscontra praticamente nella propria organizzazione aziendale - che altro non è se non una strutturazione di mezzi e persone rivolta ad un obiettivo di profitto -, cominciamo col chiarire subito che la banca, o azienda creditizia, è un'impresa.

Ovviamente, mentre l'impresa in se stessa richiama in prima battuta il concetto di rischio, l'azienda richiama anch'essa in prima battuta l'altro elemento, cioè il profitto.

Chiarito questo primo punto, diciamo subito che la banca è - anche nel nostro Paese - dal 1 gennaio 1994, in virtù del testo unico bancario 385/93, una organizzazione che svolge attività di impresa e, quindi, attraverso il servizio bancario, di credito, finanza e servizi assimilati, mira alla massimizzazione del profitto da distribuire tra i propri azionisti oppure da accantonare per autofinanziamento. Pertanto la banca può essere quotata in borsa, emettere obbligazioni e svolgere tutte quelle attività societarie, comprese dunque anche quelle di M&A.

## **EVOLUZIONE DELLE IMPRESE BANCARIE**

Per farci un'idea della situazione, è bene non accontentarsi della semplice informazione generale, ma fare riferimento alle informazioni fornite dall'autorità competente, in questo caso la Banca d'Italia, e vedere che cosa dicono di preciso a proposito di questo argomento.

Da una tabella pubblicata a pagina 324 dell'ultima Relazione della Banca d'Italia presentata il 31 maggio 2006 dal Governatore Mario Draghi possiamo farci un'idea abbastanza concreta dell'evoluzione di questa realtà, soprattutto se la leggiamo alla luce della spiegazione che ne viene data:

"Nell'ultimo decennio le operazioni di concentrazione che hanno interessato le banche italiane sono state 439 (cfr. Tav. E2). Rispetto al quinquennio precedente, nel periodo 2001-05 è diminuita la rilevanza delle operazioni realizzate sul mercato domestico: la quota delle atti-

**Nell'ultimo decennio le operazioni che hanno interessato le banche italiane sono state 439 ed è cresciuto in modo significativo il peso delle acquisizioni transnazionali**

Le fusioni in Italia non si fanno sulla base di piani industriali finalizzati a precisi obiettivi politico strategici, ma si creano piani ad hoc per convincere il pubblico e gli stakeholder della bontà dell'operazione



vità del sistema bancario del nostro paese facente capo alle banche italiane incorporate o acquisite da altre banche nazionali è diminuita all'8 per cento, dal 37 del periodo 1996-2000. È invece significativamente cresciuto il peso delle acquisizioni transnazionali: la quota delle banche italiane acquisite da soggetti esteri e quella di banche estere acquisite da intermediari italiani sono aumentate, nel complesso, dal 3 al 27 per cento dell'attivo del sistema bancario nazionale.

Alla fine del 2005 le banche quotate erano 34, una in più rispetto all'anno prece-

dente; di esse, 28 erano a capo di gruppi bancari e 5 facevano parte di gruppi; nel complesso, rappresentavano il 74 per cento dell'attivo totale delle unità operanti in Italia. Solo 3 dei primi 20 gruppi per attivo consolidato non sono quotati in borsa". Da quanto sopra, si possono trarre due interessanti considerazioni: la prima riguardante il grande numero e, quindi, l'importanza di tali operazioni per il settore, e l'altra concernente il fatto dell'apertura sull'estero, sia da che per.

#### **FUSIONI E INCORPORAZIONI: A CHI GIOVANO?**

Ma quali sono i moventi, che spingono a tali operazioni e che tengono tanto impegnati organi di vigilanza e mass media, oltre ai comuni cittadini che cercano di derivare qualche profitto dall'acquisto o la vendita in borsa di titoli in odore di M&A?

Dai numerosi studi sull'economia delle fusioni bancarie emergono le seguenti principali motivazioni: innanzitutto le cosiddette economie di scala su costi (sia del personale sia delle strutture), su marchi (brand), su strategie di profitto, su

consolidamento di posizioni di mercato, anche a volte in funzione di difesa anti-acquisizione. Oltre alle precedenti, potrebbero individuarsi anche economie di scopo su costi, profitti, o diversificazione finanziaria, vale a dire l'attuazione di strategie, veicolate da M&A, per ottenere benefici altrimenti non facilmente raggiungibili. Oltre a queste ragioni, vanno ricordate poi quelle che mirano all'efficienza, oppure al mantenimento o all'ampliamento del potere di mercato oppure, benché non sempre palesi, incentivi manageriali, intesi come poltrone, stipendi, stock-option ed altre agevolazioni.

Per i comuni cittadini, al di là di quelle che possono essere le motivazioni più profonde e talvolta nascoste, il buon senso ce le fa riassumere in tre punti importanti.

Il primo dovrebbe essere il miglioramento del servizio alla clientela, vale a dire un maggior valore aggiunto in termini di fruizione del servizio reso; poi un maggior valore aggiunto per l'organizzazione del personale ed infine un maggior valore aggiunto per gli azionisti. Purtroppo, dando uno sguardo alle diverse fusioni succedutesi nel nostro Paese, ciò non sembra pienamente dimostrato dai fatti.

La ragione è facilmente intuibile. Le fusioni in Italia, per tradizione, non si fanno sulla base di piani industriali finalizzati a determinati obiettivi politico-strategici. Accade il contrario: per convincere il pubblico e gli stakeholder della bontà degli obiettivi politico-strategici si creano piani industriali ad hoc, si sti-

Tabella E 2 - Fusioni, incorporazioni e trasferimenti del controllo (1)

Anno	Fusioni e incorporazioni tra banche italiane				Acquisizioni di banche italiane		Acquisizioni di banche estere da parte di gruppi bancari italiani	
	Numero di operazioni	Numero di operazioni	Attivo (2)	Attivo (2)	Numero di operazioni	Attivo (2)	Numero di operazioni	Attivo (2)
		di cui: BCC		di cui: BCC				
<b>Totale 1996-2000 (3)</b>	<b>159</b>	<b>102</b>	<b>5,99</b>	<b>0,33</b>	<b>113</b>	<b>32,12</b>	<b>20</b>	<b>1,88</b>
2001	31	21	0,08	0,06	10	1,87	4	0,33
2002	18	16	0,06	0,05	12	5,03	3	0,41
2003	20	14	0,18	0,05	9	1,55	4	0,19
2004	10	7	0,04	0,02	7	0,34	4	0,06
2005	4	3	0,02	0,00	7	2,39	4	22,94
<b>Totale 2001-2005 (3)</b>	<b>83</b>	<b>61</b>	<b>0,39</b>	<b>0,18</b>	<b>45</b>	<b>10,66</b>	<b>19</b>	<b>23,94</b>

(1) La tavola fa riferimento alle operazioni di concentrazione tra banche italiane e tra banche italiane e soggetti esteri. Se l'incorporazione è successiva all'acquisto del controllo non viene rilevata, a meno che non avvenga nello stesso anno, nel qual caso non viene rilevata l'acquisizione. Sono escluse le operazioni infragrupo. Le cessioni di attività e passività sono considerate incorporazioni. Per l'acquisto del controllo rileva la data di iscrizione al gruppo ovvero quella in cui si realizza il controllo; per le fusioni e incorporazioni la data di efficacia dell'atto. - (2) Attivo individuale delle banche oggetto dell'operazione in percentuale del totale attivo delle unità operanti in Italia, entrambi relativi al mese di dicembre dell'anno precedente l'operazione, o alla data della prima segnalazione di vigilanza disponibile per i soggetti passivi esteri. Non è disponibile il dato relativo a soggetti passivi esteri con totale di bilancio inferiore a 50 milioni di euro. - (3) Per le banche oggetto di acquisizione per più di una volta nell'arco del periodo è stata considerata solo la prima operazione. Le quote relative alle banche italiane acquisite da intermediari esteri nei periodi 1996-2000 e 2001-2005 sono pari, rispettivamente, all'1,2 e al 2,6 per cento.

molano variazioni di quotazioni borsistiche, si gonfiano notizie e si attuano operazioni che a volte, se non sconfinano nel cosiddetto insider trading, poco ci manca.

Infatti, in una ragnatela di partecipazioni del tipo presentato nel succitato articolo dell'Espresso, è facile capire in maniera inequivocabile che gli intrecci sono talmente complessi da rendere impossibile l'attuazione di strategie di M&A che non ricomprendano gli interessi dei manager, che sono ai vertici e che non hanno alcuna intenzione di perdere prestigio e prerogative economiche. È facile intuire, quindi, che esiste un conflitto di interessi congenito, dovuto alla mancanza di indipendenza ed al coinvolgimento in più società degli stessi manager.

#### GLI EFFETTI NASCOSTI DEL M&A

Allora risulta chiaro come tutte le mirabolanti prospettive economiche prima citate cambino aspetto e mettano in evidenza i cosiddetti effetti nascosti.

Il primo di tutti è l'interesse diretto del management, nel senso di mantenimento del potere e di conservazione dei privilegi.

Al secondo posto, c'è la quotazione di borsa e, quindi, le manovre speculative sottostanti.

Chi ha qualche esperienza sa bene che nell'acquisizione c'è un acquirente ed un target [l'impresa acquisita, n.d.r.]: normalmente sul mercato azionario si vendono le azioni dell'acquirente [che hanno una quotazione elevata n.d.r.] per acquistare quella del target [che, invece, stanno scendendo, n.d.r.], inducendo il prezzo a salire, in attesa della cosiddetta offerta pubblica d'acquisto (OPA). Il valore dell'OPA è in genere un po' superiore al valore di mercato delle azioni dell'impresa che deve essere acquistata (target), e pertanto l'acquisizione è in funzione di un maggiore profitto.

Vi è, inoltre, il problema delle stock-options, cioè le azioni attribuite al management a titolo di premio per il loro opera-

to, che stimolano ad una lenta e progressiva manipolazione delle quotazioni, allargando la dicotomia esistente tra il valore effettivo della società ed il suo reale valore sul mercato.

Ciò che si attua, quindi, con le fusioni, tranne che in rare eccezioni, è un risparmio fiscale, è un aumento di opportunità di acquisizione di maggior potere e di arricchimento da parte del management che la persegue, è un'occasione di riduzione del personale, è un'occasione di ampliamento di potere soprattutto attraverso i cosiddetti patti di sindacato [accordi in base ai quali un gruppo di soci decide di concordare strategie comuni di gestione sulle politiche di governo dell'impresa, n.d.r.]. Per quanto riguarda invece i cittadini-clienti nulla cambia, anzi: si riduce il loro potere contrattuale e la minore concorrenza rende le condizioni più gravose.

#### PERCHÉ SI FANNO FUSIONI E ACQUISIZIONI

Quali sono allora le motivazioni, spesso - come abbiamo visto - discutibili, per le operazioni straordinarie di M&A?

La prima è la diversificazione. Alcuni manager, talvolta, anziché distribuire con i dividendi le ingenti disponibilità liquide a disposizione, preferiscono investirle in integrazioni con altre imprese operanti in mercati più o meno vicini, sulla base del principio che la diversificazione delle attività riduce il rischio.

La seconda motivazione è riconducibile al cosiddetto *bootstrap game*, che ebbe una particolare fortuna durante l'ondata di fusioni degli anni '60. Esso consiste nell'acquisizione di imprese che, rispetto all'impresa acquirente, hanno minori prospettive di crescita e un rapporto P/E (Prezzo/Utili) relativamente più basso, ottenuto giocando sulla divisione degli utili fatta su un minor numero di azioni e, quindi, sull'aumento degli utili stessi per ogni azione, grazie al fatto che dopo la fusione c'è un minor numero di azioni in circolazione: la parte ac-

quirente paga, infatti, l'impresa acquisita con azioni, il cui valore sul mercato è maggiore del valore delle azioni dell'impresa acquisita.

Partendo dal presupposto che l'acquisizione non apporta benefici e non crea valore, il prezzo delle azioni *post-merger* [dopo la fusione, n.d.r.] resta invariato e, poiché gli utili aumentano, il rapporto P/E si riduce. Si tratta, perciò, di ingannare il mercato sulla reale portata dell'operazione. Inoltre, se il top-management è sufficientemente abile da far credere agli investitori che quella crescita degli utili sia dovuta agli investimenti del dopo-fusione e alle potenzialità di crescita in seguito alla fusione o all'acquisizione, gli investitori si affretteranno ad acquistare le azioni, il cui prezzo, quindi, salirà fittiziamente (perché non supportato da reali prospettive di crescita o da interventi sulla gestione effettivamente intrapresi) solo "grazie all'acquisto di aziende con un basso tasso di crescita e con bassi rapporti prezzo/utili".

La terza motivazione è quella della diminuzione dei costi di finanziamento. Con la fusione è possibile conseguire economie di scala perché la riduzione delle emissioni e l'aumento del loro importo unitario permette di risparmiare sui costi di emissione. Inoltre, il tasso d'interesse al quale è possibile ottenere finanziamenti è più basso rispetto a quello stand alone [quello, cioè, che otterrebbero le imprese singolarmente e separatamente, n.d.r.]. Infatti le imprese oggetto della fusione garantiscono l'una per i debiti dell'altra, riducendo così il rischio degli obbligazionisti. Tuttavia, questa riduzione del rischio ha un prezzo, che pagano gli azionisti delle imprese fuse.

Gli azionisti, infatti - soprattutto i piccoli azionisti - pagano le maggiori garanzie degli obbligazionisti con il rischio di vedere diminuiti sia il valore sia i dividendi delle proprie azioni. Tale rischio azzerà di fatto i benefici del minor costo del finanziamento che le imprese che si fondono riescono ad ottenere.

**Si fanno fusioni e acquisizioni per ottenere la riduzione dei costi di finanziamento. I costi di emissione diminuiscono, infatti, grazie alla riduzione delle emissioni e all'aumento dell'importo**