



Fondazione  
di Sardegna



Università degli Studi di Sassari

## Bando

### Fondazione di Sardegna – 2018-2020 e 2021

### Progetti di ricerca di base dipartimentali

**Dipartimento:**

Dipartimento di Scienze economiche e aziendali (DiSea)

**Titolo del progetto di ricerca:**

La ristrutturazione delle banche e delle imprese di assicurazione in un'era di innovazione digitale

**Settori Scientifico Disciplinari del progetto di ricerca:**

SECS-P/11 – Economia degli Intermediari Finanziari

SECS-P/09 – Finanza Aziendale

**Referente scientifico del Dipartimento:**

Cognome e Nome: Moro Ornella

Qualifica: Professore Ordinario

Settore Scientifico Disciplinare del Referente: SECS-P/11 – Economia degli Intermediari Finanziari

Indirizzo posta elettronica: [omoro@uniss.it](mailto:omoro@uniss.it)

**Abstract del progetto di ricerca** (Max 5.000 caratteri)

La crisi finanziaria del 2008-2009 ha minacciato il sistema finanziario globale con un tracollo trasversale a tutti i settori dell'economia, che ha generato i salvataggi di molte grandi istituzioni finanziarie non assicurate da parte dei loro governi nazionali, ha causato forti cali dei prezzi delle azioni, e un calo dei prestiti al consumo e minori investimenti nel settore reale. Nuove riforme normative, come il Dodd Frank Act, Basilea III e Solvency II, hanno aumentato gli obblighi di conformità degli cd. imprese finanziarie (banche e assicurazioni) e introdotto stress test di fattibilità, modellando i loro modelli di business. Il grande cambiamento è rappresentato da requisiti patrimoniali molto più esigenti in relazione ai rischi assunti, insieme a nuove regole per la leva finanziaria e la liquidità. In effetti, sono state introdotte nuove regole internazionali che hanno costretto banche e assicurazioni a fare massa, aggiungendo capitale e debito convertibile ai loro bilanci, a frenare i loro incentivi all'assunzione di rischi e la capacità di assorbire le perdite senza influenzare negativamente altre istituzioni o aver bisogno di essere salvate. Pertanto, il post-crisi ha definito un nuovo quadro per i servizi finanziari all'interno delle banche e delle assicurazioni chiamate a gestire differentemente le proprie attività commerciali. Insieme al nuovo quadro normativo determinato dalla crisi, il settore finanziario ha inoltre vissuto l'effetto derivante dal cd. Fintech, che ha garantito l'opportunità di fornire servizi finanziari innovativi e più economici. Ad oggi, non è ancora chiaro come il Fintech possa incidere sul ruolo delle imprese finanziarie. Se da un lato le imprese Fintech definiscono un modo più efficiente per fornire i vecchi servizi finanziari in un modo nuovo, dall'altro questo non significa che banche e assicurazioni

siano destinate a scomparire (e.g., Boot (2017), Philippon (2017)). Ad esempio, una particolarità delle banche è che hanno funzioni chiave nel processo di prestito – *origination* (incluso lo *screening*), *servicing e monitoring* - che difficilmente potrebbero essere replicate da Fintech. In questo complesso scenario di alta regolamentazione e *digital disruption*, banche e assicurazioni sono chiamate a competere o collaborare con i *player* Fintech emergenti; in alcuni casi, a fare entrambe le cose contemporaneamente. In generale, le imprese finanziarie tradizionali hanno diverse opzioni per far fronte a questa pressione concorrenziale, che si sostanziano nell'*unbundling*, nel *cherry picking* e nel miglioramento dell'elaborazione delle informazioni. Quindi, possono sostituire la loro infrastruttura IT esistente con i nuovi approcci Fintech alla gestione delle informazioni, per evitare di essere messe alle strette nei rispettivi settori al dettaglio sempre più competitivi, dove le aziende Fintech e i più grandi operatori digitali prima o poi sfrutteranno i loro vantaggi competitivi. Possono anche acquisire imprese Fintech start-up, così da accedere alle nuove tecnologie, ampliare l'offerta ai propri clienti, e, in ultima analisi, limitare la pressione competitiva (sebbene le autorità garanti della concorrenza inizieranno presto a indagare su tali strategie). Eventualmente, alcune grandi banche e assicurazioni possono continuare a fare affidamento sulla loro scala e sviluppare internamente attività di tipo Fintech (e.g., Barba Navaretti et al. 2017). In questo progetto, miriamo a studiare tutte le attività di ristrutturazione delle banche e delle assicurazioni nel periodo post-crisi in termini di fusioni, acquisizioni e cessioni di attività come componenti del mercato globale delle attività aziendali nel settore finanziario. Affrontiamo le seguenti domande: 1) Quali sono i fattori che spingono le imprese finanziarie a nuove fusioni e cessioni di attività? 2) Quali sono le principali determinanti della creazione di valore sia nelle imprese offerenti che in quelle target (es. problemi di produttività, modalità di pagamento)?; 3) Quali attività hanno maggiori probabilità di essere acquisite e quali hanno maggiori probabilità di essere vendute? Le attività di ristrutturazione portano ad alleanze strategiche e joint venture con aziende Fintech? Nell'ambito della Università di Sassari, questo progetto contribuirà a rafforzare il riconoscimento dell'università a livello internazionale tra politici, regolatori e accademici, contribuendo all'area di ricerca "Banca, mercati finanziari e finanza aziendale". In particolare, il nostro contributo scientifico sarà quello di far avanzare la letteratura empirica sulla finanza aziendale delle banche e delle assicurazioni.

### **Obiettivi che il progetto si propone di raggiungere** (Max 5000 caratteri)

In questo progetto, ci proponiamo di studiare il ruolo delle attività di ristrutturazione del valore per gli azionisti delle banche e delle assicurazioni nel periodo post-crisi. Consideriamo fusioni, acquisizioni e vendite di attività come componenti del mercato globale per le attività aziendali nel settore finanziario. Affrontiamo le seguenti domande: 1) Quali sono i fattori che spingono le imprese finanziarie a nuove fusioni e cessioni di attività? 2) Quali sono le principali determinanti della creazione di valore sia nelle imprese offerenti che in quelle target (es. problemi di produttività, modalità di pagamento)? 3) Quali attività hanno maggiori probabilità di essere acquisite e quali hanno maggiori probabilità di essere vendute (es. liquidità dei mercati)? Le attività di ristrutturazione portano ad alleanze e joint venture per l'aumento del valore con le aziende Fintech? Sebbene questi problemi costituiscano questioni di primaria importanza nel contesto delle società finanziarie, non troviamo ricerche che indaghino l'impatto della ristrutturazione attraverso fusioni e acquisizioni digitali e vendite di attività sulle relative performance nel settore bancario e delle assicurazioni.

Pertanto, l'obiettivo di questo progetto di ricerca è quello di fare luce sulla futura ristrutturazione aziendale per le imprese finanziarie in uno scenario di quadro altamente regolamentato e caratterizzato da nuovi scenari altamente competitivi. Maggiormente in dettaglio, il core di questo progetto di ricerca è quello di portare nuove evidenze nell'ambito delle ristrutturazioni aziendali delle banche e delle assicurazioni, al fine della costruzione di raccomandazioni che saranno rilevanti sia in termini economici che regolamentari. Quindi, dal punto di vista economico, l'essenza della ricerca proposta è identificare il miglioramento del valore e la sostenibilità a lungo termine delle strategie di ristrutturazione per le imprese finanziarie. Dal punto di vista regolamentare, saranno invece affrontate le principali implicazioni normative delle attività di ristrutturazione in termini di stabilità finanziaria e completamento.

### **Stato dell'arte** (Max 8.000 caratteri)

La crisi finanziaria del 2008-2009 ha minacciato il sistema finanziario globale. Nuove riforme normative (e.g., Dodd Frank Act, Basilea III, Solvency II) hanno aumentato gli obblighi di conformità degli intermediari finanziari e introdotto stress test di fattibilità, ridefinendo i loro modelli di business. Il grande cambiamento è rappresentato da requisiti patrimoniali molto più esigenti in relazione ai rischi assunti, insieme a nuove regole per la leva finanziaria e la liquidità. In breve, sono state introdotte nuove regole che hanno costretto banche e assicurazioni a fare massa, aggiungendo capitale e debito convertibile ai bilanci, a frenare i loro incentivi all'assunzione di rischi e la capacità di assorbire le perdite. Ne consegue che il quadro normativo post-crisi per i servizi finanziari è più complesso di prima; contesto nel quale banche e assicurazioni sono chiamate a gestire le proprie attività commerciali tradizionali che probabilmente non sono in grado di fornire significativi guadagni nel prossimo futuro, lasciando quindi il sistema finanziario in una condizione piuttosto inefficiente (e.g., Philippon 2015). Questo effetto è ancora più grave per le cosiddette banche di rilevanza sistemica globale (G-SIB) che più delle altre soffrono di elevati costi di agenzia e inefficienza organizzativa, e che a sua volta si riflette in una valutazione di mercato inferiore rispetto alle banche specializzate (e.g., Laeven e Levine (2007), Schmid e Walter (2009); Hoechle et al. (2012)).

La crisi finanziaria ha poi aperto la strada al settore Fintech. Fintech è riconosciuta come una delle innovazioni più importanti nel settore finanziario. Attraverso le innovazioni digitali e le innovazioni dei modelli di business abilitate dalla tecnologia, il Fintech può sconvolgere le strutture industriali esistenti e offuscare i confini del settore, facilitare la disintermediazione strategica, rivoluzionare il modo in cui le aziende creano e forniscono prodotti e servizi. Esempi di innovazioni per Fintech oggi includono criptovalute e blockchain, nuovi sistemi di consulenza e trading digitale, intelligenza artificiale e apprendimento automatico, prestito o assicurazioni peer-to-peer, crowdfunding azionario e sistemi di pagamento mobile (e.g., Philippon 2017). Le società Fintech condividono una cultura di progettazione operativa efficiente che le imprese finanziarie non hanno, propongono innovazioni per la fornitura di servizi specifici, sono in grado di fornire soluzioni a bassa leva finanziaria, e sono esse stesse finanziate con molto più patrimonio delle banche. Tuttavia, ad oggi, non è ancora chiaro come il settore Fintech potrebbe incidere sul ruolo delle banche e delle assicurazioni. Se da un lato le imprese Fintech forniscono un modo nuovo più efficiente per fornire vecchi servizi finanziari, dall'altro ciò non significa che gli intermediari finanziari siano destinate a scomparire (e.g., Boot (2017), Philippon (2017)). Ad esempio, una particolarità delle banche è che hanno funzioni chiave nel processo di prestito – *origination* (incluso lo *screening*), *servicing* e *monitoring* – che difficilmente potrebbero essere replicate da Fintech. Lo stesso vale per le assicurazioni nel processo di identificazione/assunzione/gestione dei rischi puri. In questo complesso scenario di alta regolamentazione e *digital disruption*, le banche e le assicurazioni sono chiamate a competere e/o collaborare con *player* Fintech emergenti. In generale, gli intermediari tradizionali hanno diverse opzioni per far fronte a questa pressione concorrenziale: possono sostituire la loro infrastruttura IT esistente con nuovi approcci Fintech alla gestione delle informazioni; possono acquisire imprese Fintech start-up così da accedere alle nuove tecnologie e ampliare l'offerta per i propri clienti; oppure, alcune grandi banche e assicurazioni possono continuare a fare affidamento sulla loro scala e sviluppare internamente attività di tipo Fintech (e.g., Barba Navaretti et al. 2017).

Dato questo scenario, ne consegue che il dibattito sull'attività e l'efficienza delle imprese finanziarie si concentra sui confini, le dimensioni e la tecnologia degli intermediari finanziari. Nel prossimo futuro le banche e le assicurazioni risponderanno e cercheranno di essere esse stesse protagoniste del mondo Fintech adattando e riorganizzando la propria struttura organizzativa. Nel periodo pre-crisi, le attività di M&A nel settore bancario e assicurativo sono state fatte per aumentare (i) economie di scala associate a funzioni di centralizzazione (come IT, gestione della liquidità), (ii) economie di informazioni associate a un migliore screening dei mutuatari (e.g., Panetta et al. (2009)), (iii) potere di mercato (e.g., Focarelli et al. (2002), Hankir et al. (2011)), (iv) diversificazione geografica, di portafoglio e di attività con benefici

in termini di riduzione del rischio (e.g., Hughes et al. (1999), Emmons et al. (2004), van Lelyveld e Knot (2009)), e di maggiore produttività ed efficienza nella gestione dei processi assicurativi (e.g., Cummings e Xiaoying Xie (2008), (v) sussidi impliciti connessi con uno status di troppo grande per fallire (TBTF) (e.g., Demirgüç-Kunt e Huizinga (2013)), (vi) la costruzione di una posizione dominante da parte dei manager. Differentemente, durante la crisi, le attività M&As delle imprese finanziarie hanno fornito un'opportunità per migliorare la quota di mercato e la redditività (e.g., Berger e Bouwman 2009) e per acquisire attività momentaneamente sottovalutate (e.g., Acharya et al. 2010). La reazione del mercato a queste operazioni è stata differente: mentre durante i periodi normali è stato riscontrato un pressoché istantaneo aumento del valore di borsa al momento degli annunci di queste operazioni (e.g., Cybo-Ottone e Murgia 2000), durante la crisi finanziaria gli investitori hanno attribuito una significativa incertezza al completamento della attività di M&A premiando le M&As di successo con rendimenti anomali in ritardo rispetto al consueto (e.g., Beltratti e Paladino 2013). Per quanto riguarda le vendite di asset, la letteratura empirica è ancora limitata. Curi e Murgia (2017) mostrano che le cessioni hanno un impatto significativo sulla valutazione del conglomerato finanziario, contribuendo a una riduzione dello sconto del conglomerato e questo effetto positivo è guidato dalle vendite di attività di servizi finanziari. Le dismissioni delle banche commerciali hanno un impatto più consistente sul valore in eccesso rispetto alle dismissioni delle banche di investimento, sebbene il loro impatto sulla valutazione del conglomerato sia ridotto durante gli anni di crisi finanziaria. Infine, la vendita di attività non correlate al settore finanziario non ha effetti significativi sul valore in eccesso del conglomerato.

Nel complesso, la letteratura esistente sulla ristrutturazione degli asset aziendali nel settore finanziario si è concentrata esclusivamente su M&A propriamente dette o vendite di asset. Inoltre, il nuovo fenomeno dell'impatto e dell'interazione del settore Fintech e il principale driver di creazione di valore non sono nemmeno considerati in una decisione congiunta di ristrutturazione degli asset aziendali di *asset sell-to-buy*. In particolare, in questo periodo post-crisi le banche e le assicurazioni dovrebbero ricercare targets dai quali trarre diretto vantaggio in termini di introduzione di *digital disruption* (digital M&As) e nel frattempo liberarsi da asset obsoleti e/o meno produttivi. Inoltre, se una impresa finanziaria ha ragioni fondamentali per ristrutturarsi, la comprensione del mercato delle vendite di attività diventa cruciale (e.g., Schlingemann et al. 2002) in quanto potrebbe spiegare le potenziali differenze all'interno del settore bancario e assicurativo nei modelli *asset sell-to-buy*.

#### **Attività previste** (Max 8.000 caratteri)

La ricerca si svilupperà in quattro fasi. Nella prima fase, sarà utilizzata la letteratura precedente in finanza aziendale e *banking* per sviluppare ipotesi e previsioni empiriche; successivamente, saranno raccolti i dati e costruite le basi empiriche; nella terza fase, saranno testati empiricamente i modelli sviluppati in precedenza. Nella quarta fase, saranno forniti i risultati della ricerca, insieme alle implicazioni politiche rilevanti per gli azionisti delle imprese finanziarie, i regolatori e gli altri *stakeholder* della ricerca.

Le principali attività del progetto possono essere riassunte come segue:

1. Panoramica della letteratura e definizione di ipotesi testabili.
2. Identificazione di operazioni di M&A, vendita di asset e alleanze strategiche intraprese da banche e assicurazioni, con sede nei paesi sviluppati, a partire dalla crisi finanziaria. Database: Eikon Thomson Reuters.
3. Classificazione delle operazioni e raccolta dei dati relativi all'operazione (valore dell'operazione, data di annuncio, modalità di pagamento, segmento di settore, liquidità del segmento, paese dell'operazione) precedentemente individuate.
4. Corrispondenza tra acquirente e target per ogni deal.
5. Raccolta di dati finanziari e di mercato su acquirenti e target, dati sulla liquidità del mercato e altri dati a supporto del modello econometrico. Database: Eikon Thomson Reuters (dati di mercato), Fitch (dati finanziari bancari), Orbis (dati finanziari aziendali).
6. Definizione del modello econometrico.

7. Esecuzione delle stime e analisi di robustezza.
8. Diffusione dei risultati della ricerca nella comunità scientifica.

I compiti di cui sopra sono così strutturati:

Task 1 (T1)

- T1.1 Panoramica della letteratura
- T1.2 Definizione delle ipotesi

Task 2 (T2)

- T2.1 Data Collection: si intende scaricare i dati da Eikon Thomson Reuters selezionando il tipo di transazione in esame
- T2.2 Filtrare il database: si intende ripulire il database in base alle informazioni sui dati e agli errori identificati nel database
- T2.3 Creare un database di transazioni da utilizzare nel progetto
- T2.4 Raccolta di dati sul valore dell'operazione, dati di annuncio, modalità di pagamento, tipo di attività, paese in cui avviene l'operazione, definizione di operazione domestica o transfrontaliera. È inoltre necessaria un'ampia raccolta manuale per recuperare la sinossi del singolo deal.
- T2.5 Stima della liquidità degli asset acquistati o venduti costruendo indice di liquidità per ogni asset
- T2.6 Matching buyer-target in termini di settore di appartenenza
- T2.7 Stima della produttività dell'acquirente e del target
- T2.8 Unione di più database e dati raccolti manualmente per creare un database di transazioni e informazioni finanziarie del relativo acquirente e venditore.

Task 3 (T3)

- T3.1 Utilizzo della letteratura come riferimento per costruire il modello econometrico e testare le ipotesi
- T3.2 Implementare diversi modelli econometrici robusti che utilizzano metodologie statistiche più avanzate (regressioni bootstrap, diff-in-diff, propensity score) per rispondere alle domande di ricerca, risolvendo problemi di endogeneità e causalità
- T3.1 Definire il modello econometrico che si adatta meglio e fornire un'ampia batteria di controlli di robustezza per convalidare i nostri risultati

Task 4 (T4)

- T4.1 Redazione di prodotti di ricerca (paper) che presentino le nuove evidenze
- T4.2 Presentazione dei paper a conferenze e seminari

Il progetto si svilupperà quindi nelle seguenti quattro fasi, coerenti con i task (T1-T4) sopra delineate.

La fase 1 (T1) durerà circa 8 mesi.

La fase 2 (T2) durerà circa 6 mesi.

La fase 3 (T3) durerà circa 6 mesi.

La fase 4 (T4) durerà circa 8 mesi.

Le tappe principali sono le seguenti:

Traguardo 1: Mese 8 - Revisione della letteratura e relazione sulla verifica delle ipotesi di ricerca

Traguardo 2: Mese 14 - Database completo e rapporto sul database

Traguardo 3: Mese 20 - Rapporto su nuove scoperte e risultati

### **Ricercatori impegnati nel progetto**

Cognome e Nome: Moro Ornella

Qualifica: Professore Ordinario

Settore Scientifico Disciplinare del Partecipante: SECS-P/11 – Economia degli Intermediari Finanziari  
Indirizzo posta elettronica: [omoro@uniss.it](mailto:omoro@uniss.it)  
Breve descrizione dell'attività del partecipante - Max 500 caratteri: Direzione del progetto. Attività previste T1 e T4

Cognome e Nome: Carosi Andrea  
Qualifica: Professore Ordinario  
Settore Scientifico Disciplinare del Partecipante: SECS-P/09 – Finanza aziendale  
Indirizzo posta elettronica: [acarosi@uniss.it](mailto:acarosi@uniss.it)  
Breve descrizione dell'attività del partecipante - Max 500 caratteri: Attività previste T2 e T3 e T4

Cognome e Nome: Sozzani Samuele Guido  
Qualifica: Dottorando del Dottorato DiSea in EMQM – XXXVI ciclo  
Settore Scientifico Disciplinare del Partecipante: SECS-P/09 – Finanza aziendale  
Indirizzo posta elettronica: [s.sozzani@studenti.uniss.it](mailto:s.sozzani@studenti.uniss.it)  
Breve descrizione dell'attività del partecipante - Max 500 caratteri: Attività previste T2 e T3

**Risultati attesi dalla ricerca, il loro interesse per l'avanzamento della conoscenza e le eventuali potenzialità applicative** (Max 8.000 caratteri)

Il progetto di ricerca proposto avrà i seguenti output attesi:

1. Database di fusioni e acquisizioni, vendite di asset e alleanze strategiche da parte di banche e assicurazioni (sia G-SIB che non G-SIB) dalla crisi finanziaria.
2. Statistiche descrittive e analisi di fusioni e acquisizioni, vendite di asset e alleanze strategiche secondo diversi criteri (e.g., Valore dell'affare, Tipo e cause dell'attività di ristrutturazione, Programmi di ristrutturazione, Modalità di pagamento, ecc.).
3. Statistiche descrittive e analisi di M&As, vendite di asset e alleanze strategiche in termini di creazione di valore per gli azionisti.
4. Robusto quadro econometrico per rispondere alle domande di ricerca identificate.
5. Database di dati aggiuntivi da inserire nei modelli econometrici.
6. Casi clinici utilizzati per convalidare i risultati.
7. Definizione di strategie di valorizzazione da adottare da parte delle banche e delle assicurazioni sulla base dei risultati precedenti.
8. Definizione delle implicazioni politiche per accademici, decisori politici e professionisti

Ci aspettiamo di presentare i risultati di questo progetto in conferenze di prim'ordine, come la conferenza della European Finance Association e l'American Economic Association Annual Meeting, conferenze internazionali organizzate da FINEST, FEBS e IFABS, nonché conferenze nazionali come le conferenze estive dell'ADEIMF.

Prevediamo inoltre di pubblicare i risultati su riviste di classe A, come: Journal of Financial Intermediation, Journal of Corporate Finance, Journal of Banking and Finance, Journal of Money, Credit and Banking

Nell'ambito della Università di Sassari, questo progetto contribuirà a rafforzare il riconoscimento dell'università a livello internazionale tra politici, regolatori e accademici contribuendo all'area di ricerca "Banca, mercati finanziari e finanza aziendale". In particolare, il nostro contributo scientifico sarà quello di far avanzare la sottile letteratura empirica sulla finanza aziendale delle banche e delle assicurazioni.

**Informazioni relative al contratto di Ricercatore universitario ex art. 24, comma 3, lett. a) L. 240/2010 in regime di impegno tempo pieno da attivare/prorogare**

Settore Scientifico Disciplinare: SECS-P/11 – Economia degli Intermediari Finanziari

Breve descrizione dell'attività del Ricercatore - Max 500 caratteri:

Durata contratto: triennale

**Costo totale RTD a) € 151.191,27**

**Costo per l'attività di ricerca € 32.142,07**

**Costo totale progetto € 183.333,34**

Si attesta l'impegno a pubblicare un prodotto Open Access valutabile per la VQR in fascia A o B per singolo anno di attività del progetto, nonché a divulgare i risultati della ricerca anche in accordo con l'istituto finanziatore Fondazione di Sardegna.

Sassari, 14 Settembre 2021

Firma del Referente Scientifico

Prof.ssa Ornella Moro



Firma del Direttore del Dipartimento

Prof.ssa Lucia Giovanelli