



Corso di laurea in Economia e Management

Cattedra di Finanza Aziendale

Fusioni e acquisizioni bancarie: analisi
economico-finanziaria del caso Intesa
Sanpaolo-UBI Banca

Matteo Rossi

Relatore

Gianmarco Pinto - 281871

Candidato

Anno Accademico 2024/2025

Introduzione.....	4
Capitolo 1 - Teoria delle operazioni di M&A.....	5
1.1 - Definizione e caratteristiche di fusioni e acquisizioni	5
1.2 - Motivazioni, sinergie e creazione di valore nelle operazioni di M&A.....	6
1.2.1 Motivazioni ragionevoli	6
1.2.2 Motivazioni discutibili	7
1.2.3 Le sinergie come fonte primaria della creazione di valore.....	8
1.2.4 Quando una fusione crea valore	9
1.3 - Il processo operativo di un'operazione di M&A	11
1.3.1 <i>Market screening</i> e identificazione della società <i>target</i>	11
1.3.2 <i>Teaser</i> , <i>NDA</i> e <i>Information Memorandum</i>	12
1.3.3 <i>Due diligence</i>	12
1.3.4 Negoziato: <i>NBO</i> e <i>LOI</i>	13
1.3.5 Approvazioni regolamentari.....	14
1.3.6 <i>Closing</i> e integrazione post-acquisizione	15
1.4 - Metodi di valutazione della società <i>target</i>.....	16
1.4.1 Metodo del <i>Discounted Cash Flow (DCF)</i>	17
1.4.2 <i>Dividend Discount Model (DDM)</i>	21
1.4.3 Valutazione relativa con il metodo dei multipli di mercato.....	22
1.4.3.1 I multipli <i>Equity</i>	23
1.4.3.2 I multipli <i>Enterprise</i>	24
1.4.3.3 Applicazione del metodo dei multipli di mercato	25
1.4.4 Premio di controllo e congruità del prezzo	26
Capitolo 2 - Il contesto bancario e l'operazione Intesa Sanpaolo - UBI Banca	
.....	28
2.1 - Il sistema bancario prima dell'acquisizione	28
2.1.1 Evoluzione post-crisi 2008 e concentrazione del settore	28
2.1.2 L'impatto della pandemia COVID-19 sul comparto bancario	29
2.1.3 Dinamiche competitive, consolidamento e rischi sistemici.....	31
2.2 - I protagonisti dell'operazione.....	32
2.2.1 Profilo di Intesa Sanpaolo: struttura, strategia, obiettivi	32
2.2.2 Profilo di UBI Banca: posizionamento e vulnerabilità	33
2.2.3 Complementarità strategica tra i due gruppi.....	34
2.3 - La cronologia dell'operazione e le sue fasi principali	35
2.3.1 La prima offerta e le sue caratteristiche	35
2.3.2 La risposta di UBI Banca e il rilancio dell'OPS.....	36
2.3.3 L'iter autorizzativo e le condizioni poste da BCE e AGCM.....	37
2.3.4 Il <i>closing</i> e l'inizio dell'integrazione operativa	38
2.4 - Obiettivi dichiarati e piano industriale post-acquisizione	39
2.4.1 Le sinergie previste da Intesa.....	39
2.4.2 Il piano di riorganizzazione (<i>IT</i> , <i>HR</i> , filiali).....	41

2.4.3 Il nuovo assetto di <i>governance</i> e controllo.....	42
Capitolo 3 - Analisi economico-finanziaria dei risultati dell'operazione	44
3.1 - Valutazione di UBI Banca prima dell'acquisizione	44
3.1.1 Analisi dei multipli di mercato (<i>P/BV</i> , <i>P/E</i>)	44
3.1.2 Andamento del titolo e capitalizzazione pre-offerta	45
3.1.3 Confronto con banche comparabili e contesto di mercato	47
3.2 - Analisi della congruità del prezzo offerto da Intesa	49
3.2.1 Premio di controllo implicito nell'offerta	49
3.2.2 Analisi della congruità secondo i criteri finanziari	50
3.2.3 Posizione delle agenzie di <i>rating</i>	52
3.3 - Le sinergie previste: stime e realizzazioni	53
3.3.1 Risparmi di costo (personale, filiali, funzioni centrali)	54
3.3.2 Aumento dei ricavi: <i>cross-selling</i> e <i>digital banking</i>	55
3.3.3 Realismo delle stime e rischi di esecuzione	56
3.4 - Reazioni del mercato e impatto sui bilanci Intesa	57
3.4.1 Comportamento del titolo ISP durante l'operazione.....	57
3.4.2 Impatto sulle principali voci di bilancio	59
3.4.3 Evoluzione del <i>ROE</i> , <i>CET1</i> , <i>P/BV</i> dopo l'operazione	61
3.5 - Valutazione complessiva della creazione di valore	64
3.5.1 Creazione di valore per Intesa: giudizio complessivo	64
3.5.2 Coerenza con le teorie della finanza aziendale	67
Conclusioni.....	70
Bibliografia.....	71

Introduzione

La crisi dei mutui *subprime* del 2008 è stata il punto di partenza dell'evoluzione del sistema bancario italiano, scatenando un ciclo di razionalizzazione dei modelli di *business* che si è concretizzato in un'ondata di operazioni di fusione e acquisizione bancarie che, fino al 2019, sono state circa 400.¹ Gli obiettivi principali sono il conseguimento di maggior solidità patrimoniale, maggiore efficienza operativa e la risposta alle pressioni regolatorie. Inoltre, la maggiore dimensione e le maggiori risorse dei gruppi risultanti dalle fusioni sono utili per sostenere investimenti significativi in tecnologia e canali digitali. In altre parole, non si tratta di una scelta dimensionale, bensì di una risposta strutturale alle difficoltà di generare redditività adeguata, soprattutto per gli intermediari di piccola e media dimensione. Questi processi di *M&A* continuano ancora oggi.

Nel 2020, in piena pandemia da COVID-19, in una fase di incertezza macroeconomica, è avvenuta l'acquisizione di UBI Banca da parte di Intesa Sanpaolo, infine divenuta una vera e propria fusione per incorporazione. Nella presente tesi si propone di analizzare questo caso vista la sua rilevanza sistemica nel settore bancario italiano, essendo Intesa Sanpaolo il maggior gruppo bancario italiano, con una quota del 17,5% degli impieghi e del 20,5% dei depositi bancari.²

L'analisi del caso Intesa Sanpaolo-UBI Banca avrà un taglio economico-finanziario, collocandolo nel quadro teorico delle operazioni di *M&A* e analizzando le motivazioni dichiarate, i criteri di valutazione e i risultati stimati e ottenuti in termini di valore creato. La struttura è organizzata nel seguente modo: inizia dalla teoria delle operazioni di *M&A* e i criteri di valutazione quali *DCF* e multipli di mercato (Capitolo 1), si prosegue con la spiegazione del contesto bancario italiano e con l'introduzione dell'operazione Intesa-UBI (Capitolo 2), e infine si sviluppa l'analisi economico-finanziaria dell'operazione, esaminandone valutazioni, sinergie e implicazioni sui risultati e sugli indicatori chiave (Capitolo 3). Nelle conclusioni si discuteranno i risultati ottenuti in relazione agli obiettivi di ricerca.

¹ Banca d'Italia, Relazione Annuale sul 2021 - Considerazioni finali e Appendice Statistica. Pubblicazione online 2022.

² Intesa Sanpaolo S.p.A., Profilo del gruppo, Dati al 31 dicembre 2025

Capitolo 1 - Teoria delle operazioni di *M&A*

1.1 - Definizione e caratteristiche di fusioni e acquisizioni

Le operazioni di *Merger & Acquisition (M&A)* sono operazioni di finanza straordinaria finalizzate alla crescita non organica dell'impresa, ciò per ottenere l'aumento delle dimensioni aziendali unendosi ad un'altra impresa invece che tramite lo sviluppo interno. Si tratta di decisioni strategiche di investimento che consistono nel trasferimento del controllo di un'impresa, una divisione o degli asset e che avviene solitamente tramite la compravendita di partecipazioni azionarie. Un'operazione di fusione o acquisizione (che differiscono tra di loro quasi esclusivamente giuridicamente) è un evento di massimo rilievo per i propri azionisti, ma in generale per tutti i portatori d'interesse, dato che causa importanti stravolgimenti della governance aziendale.³

Tecnicamente, la fusione è l'integrazione giuridica di due società indipendenti in un'unica entità e avviene tramite lo scambio di partecipazioni azionarie e con il benessere di entrambe le aziende coinvolte. Entrando nel dettaglio, esiste la fusione per incorporazione, in cui una delle società coinvolte cessa formalmente di esistere venendo assorbita dall'altra, e la fusione pura, in cui nasce una nuova entità giuridica che assorbe le altre due che cessano di esistere. In quest'ultimo tipo di fusione il *management* che viene a formarsi è composto dai vertici aziendali di entrambe le società che hanno preso parte all'operazione.⁴

L'acquisizione, invece, consiste nel comprare azioni di un'impresa *target* fino ad avere almeno una quota di maggioranza per ottenerne il controllo, comunque lasciando che l'impresa acquisita rimanga un'entità giuridica a sé stante. Questa può avvenire di comune accordo tra le due imprese coinvolte, oppure con modalità ostili:⁵

1. Acquisizione amichevole: l'azienda acquirente e l'azienda *target* effettuano l'operazione di comune accordo col benessere di entrambi i *management*;
2. Acquisizione ostile (*hostile takeover*): l'azienda acquirente cerca di ottenere il controllo dell'azienda *target* senza il benessere del *management* di quest'ultima che tenta di opporsi tramite strategie di difesa antiscalata. Sostanzialmente in questo caso il *management* viene aggirato visto che l'azienda acquirente fa la proposta direttamente ai soci.

Una importante classificazione delle operazioni di *M&A* viene fatta in base al settore e al mercato in cui operano le imprese coinvolte nel processo:⁶

1. *M&A* orizzontali: entrambe le imprese coinvolte operano nello stesso settore e nello stesso mercato, di conseguenza spesso si tratta di concorrenti diretti; questo porta all'aumento della quota di mercato dell'impresa acquirente e perciò è la casistica più monitorata dalle autorità *antitrust*;

³ Brealey, R. A., et al. (2024). Principi di Finanza Aziendale 9ª ed. McGraw-Hill

⁴ Mishkin, Frederic S., et al. (2007) Istituzioni e mercati finanziari. Italia, Pearson

⁵ Mishkin, Frederic S., et al. (2007) Istituzioni e mercati finanziari. Italia, Pearson

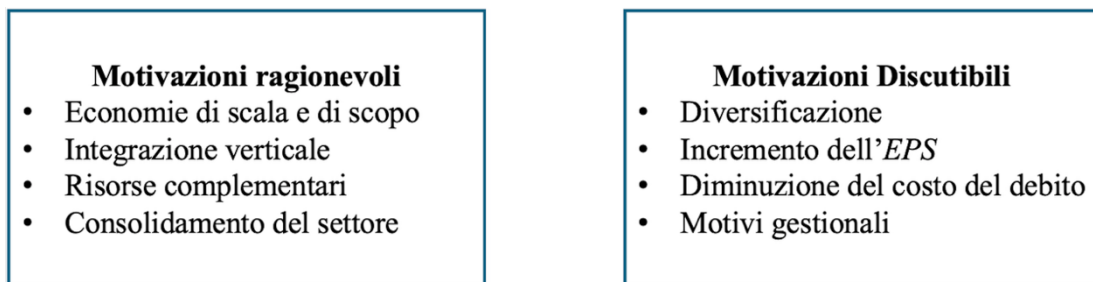
⁶ Brealey, R. A., et al. (2024). Principi di Finanza Aziendale 9ª ed. McGraw-Hill

2. *M&A* verticali: l'impresa acquisita opera nella filiera produttiva della società acquirente e l'operazione può essere fatta seguendo la logica dell'integrazione a monte o a valle.
3. *M&A* conglomerati: le imprese coinvolte operano in settori e mercati differenti.

1.2 - Motivazioni, sinergie e creazione di valore nelle operazioni di *M&A*

L'obiettivo di un'operazione di fusione o acquisizione è ottenere un vantaggio competitivo tramite la creazione di valore derivante dal raggiungimento di sinergie, e questo obiettivo può essere supportato da motivazioni ragionevoli e oggettive, oppure da motivazioni discutibili frutto di obiettivi individuali del *management* o peggio di convinzioni errate⁷. Nella Figura 1 si schematizzano le principali motivazioni delle operazioni di *M&A*.

Figura 1: Motivazioni delle operazioni di *M&A*.



Fonte: Elaborazione dell'autore.

In questa sezione verranno illustrate le motivazioni alla base delle decisioni di *M&A* e dopo si approfondirà il fondamentale ruolo delle sinergie nella creazione di valore.

1.2.1 Motivazioni ragionevoli

Alcuni principali motivi ragionevoli che stimolano le imprese ad effettuare operazioni di *M&A* sono: le economie di scala e di scopo, le economie di integrazione verticale, le risorse complementari e il consolidamento del settore. Di seguito una spiegazione dettagliata:⁸

1. Economie di scala e di scopo: in questi due casi si ricercano le sinergie di costo, ossia ottenere un risparmio e delle efficienze operative tramite la fusione/acquisizione. Le economie di scala si ottengono se, tramite l'aumento del volume di produzione, si ottiene un abbassamento dei costi medi unitari, e di solito nel settore bancario questo si raggiunge ripartendo i costi fissi su un maggior volume di produzione; mentre le economie di scopo permettono sempre la riduzione del costo medio unitario e si ottengono quando più business e linee prodotto utilizzano gli stessi *asset*, come ad esempio impianti, reti distributive e risorse umane.

⁷ Brealey, R. A., et al. (2024). Principi di Finanza Aziendale 9ª ed. McGraw-Hill

⁸ Brealey, R. A., et al. (2024). Principi di Finanza Aziendale 9ª ed. McGraw-Hill

2. Economie di integrazione verticale: in questo caso, come già detto nel paragrafo 1.1, l'impresa acquisita opera nella filiera produttiva dell'impresa acquirente, e l'obiettivo finale è quello di abbassare i costi di intermediazione e di avere un controllo più diretto del processo produttivo.
3. Combinazione di risorse complementari: in questo caso le due imprese hanno delle risorse isolate che se unite possono generare un valore aggiunto. Ad esempio, nel caso Intesa Sanpaolo-UBI Banca, Intesa ha potuto sfruttare la rete territoriale di UBI per diffondere i propri servizi a clienti difficilmente raggiungibili precedentemente.
4. Consolidamento di settori frammentati: se si opera in un settore con tanti *competitor* che raggiungono una capacità produttiva superiore in confronto alla domanda della clientela, per un'impresa può essere conveniente acquisirne un'altra al fine di ridurre la frammentazione dell'offerta. Inoltre, spesso accade che vi siano dei capitali impiegati in attività improduttive. Nel settore bancario in passato erano presenti moltissime piccole banche a livello locale, ma col passare degli anni, l'aumento delle regolamentazioni e l'apertura dei mercati si è fatta viva la necessità di creare gruppi bancari solidi.

In realtà esistono ulteriori motivazioni ragionevoli che spingono le operazioni di fusioni e acquisizioni. Tutte le ulteriori motivazioni hanno un comune denominatore: la concreta razionalità economica. Questa razionalità consiste nell'incremento dell'efficienza, l'aumento della quota di mercato, la crescita e la solidità finanziaria col fine di creare un valore complessivo superiore alla somma dei due *business* separati.

1.2.2 Motivazioni discutibili

Esistono motivazioni aggiuntive per giustificare le operazioni di *M&A*, ma che poggiano su basi meno solide rispetto a quelle precedentemente analizzate, queste spesso sono addirittura fuorvianti e attengono a convinzioni manageriali errate e interessi personali. Di seguito una parziale classificazione:⁹

1. Diversificazione: l'idea alla base è di diversificare le fonti di reddito per ottenere la riduzione del rischio; tuttavia, questo è fuorviante in quanto gli investitori possono ottenerla in maniera più efficiente da soli, costruendo portafogli diversificati;
2. Incremento dell'*earnings per share (EPS)*: si tratta di ricercare un aumento contabile degli utili per azione tramite l'acquisizione dell'altra impresa, ma senza generare un reale vantaggio o aumento di valore delle imprese, è il cosiddetto "*bootstrap effect*". Questo tecnicamente avviene quando l'acquirente compra una società con rapporto prezzo-utili inferiore al proprio. Si ottiene come risultato un *EPS* consolidato incrementato, grazie ad una ripartizione dei nuovi utili su un numero di azioni proporzionalmente inferiore al premio incorporato nel titolo dell'acquirente, ma senza un reale miglioramento dei fondamentali economici. Questo beneficio è solo momentaneo, perché è destinato ad essere riassorbito dal mercato dato che il

⁹ Brealey, R. A., et al. (2024). Principi di Finanza Aziendale 9ª ed. McGraw-Hill

potenziale di crescita dell'acquirente si abbassa. Infatti, acquisire società con *P/E* basso sacrifica la crescita futura a favore degli utili correnti;

3. Diminuzione del costo del debito: il ragionamento che precede questa affermazione è che l'impresa congiunta risultante dall'operazione sarà finanziariamente più solida, potendo accedere di conseguenza a capitali a costi inferiori. Questo meccanismo dipende dalla garanzia reciproca dell'impresa congiunta, infatti, in caso di insolvenza di una delle due imprese facenti parte della nuova impresa congiunta, gli obbligazionisti avrebbero comunque la garanzia dell'altra impresa. Tuttavia, questo ragionamento non funziona, dato che gli azionisti di ciascuna delle due imprese dovranno implicitamente garantire i debiti altrui; quindi, il rischio totale rimane ma viene solo redistribuito;
4. Motivi gestionali: come illustrato dall'*agency theory*, tra *manager* e azionisti si creano situazioni di conflitto di interessi, in quanto i primi sono guidati da obiettivi di carriera che non coincidono con l'interesse dei secondi.¹⁰ Gli azionisti, infatti, sono orientati alla massimizzazione del valore dell'impresa e quindi all'aumento del profitto, i dirigenti invece sono interessati a gestire imprese di dimensioni sempre maggiori per massimizzare il tasso di crescita. Il modo più semplice per aumentare di dimensione è attraverso le acquisizioni esterne.¹¹ Questo comportamento dei *manager* in letteratura è detto *hubris* manageriale¹², ed indica una sopravvalutazione delle proprie capacità che porta a perseguire obiettivi di espansione anche quando le valutazioni oggettive e le evidenze di mercato non lo giustificano.

1.2.3 Le sinergie come fonte primaria della creazione di valore

La sinergia è il frutto del coordinamento tra due imprese, cioè lo sfruttamento dell'interdipendenza operativa o strategica con l'obiettivo di ottenere risparmi di costo o incrementi di ricavo. Tra tutte le motivazioni di cui si è parlato nella sezione precedente, quelle definite ragionevoli mirano all'ottenimento di sinergie positive; queste sinergie si realizzano quando l'unione delle due imprese coinvolte in un'operazione di *M&A* dà vita a un'entità il cui valore complessivo è superiore alla somma dei valori delle due imprese prese singolarmente.

Le operazioni di *M&A*, se ben strutturate, possono sfruttare sinergie operative e sinergie finanziarie; le prime hanno un impatto sui risultati economici e competitivi dell'impresa risultante dall'operazione attraverso un miglioramento dei ricavi o una riduzione dei costi, le seconde permettono di ottenere benefici nella struttura finanziaria, nei costi del capitale e nei flussi di cassa fiscali. Le sinergie operative possono essere:¹³

1. Sinergie di costo: includono le economie di scala e di scopo (paragrafo 1.2.1), il maggiore potere contrattuale dato dall'aumento della quota di mercato, la

¹⁰ Jensen, M.C. e Meckling, W.H. (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics.

¹¹ Robin Marris. (1964) *The Economic Theory of "Managerial" Capitalism*. Londra. Macmillan

¹² Roll, R. (1986). *The hubris hypothesis of corporate takeovers*. Journal of Business

¹³ Damodaran, A. (2005). *The Value of Synergy*. Stern School of Business

maggior efficienza operativa ottenibile attraverso l'eliminazione di duplicati, l'ottimizzazione della capacità produttiva e il miglior utilizzo degli impianti. Tutto ciò genera un vantaggio di costo che si traduce in un aumento dei margini di profitto;

2. Sinergie di ricavo: sono difficili da stimare rispetto a quelle di costo, ma portano sostanzialmente ad un aumento dei ricavi, e derivano dall'unione di linee di prodotto complementari, l'accesso a nuovi mercati, allo sviluppo congiunto di nuovi prodotti, e così via;
3. Sinergie manageriali: possono essere raggiunte quando il *team* della società acquirente entra nella gestione della nuova società acquisita permettendo un miglioramento della gestione che di conseguenza genera un miglioramento delle *performance* aziendali.

Le sinergie finanziarie possono essere costituite sia da benefici fiscali, infatti un'impresa può rivalutare le attività della società acquisita sfruttando le normative oppure può usare le perdite fiscali per compensare il proprio carico fiscale, sia da maggior capacità di indebitamento, infatti grazie all'aumento di dimensione e alla diversificazione un'impresa può diventare finanziariamente più robusta perché i flussi e i guadagni possono diventare più stabili permettendo all'impresa di indebitarsi maggiormente e di ottenere condizioni di finanziamento favorevoli abbassando il costo del debito.

In definitiva, la creazione di valore in un'operazione di *M&A* dipende dallo sfruttamento delle sinergie di cui si è parlato, queste permettono di ripagare i costi dell'operazione e di generare valore aggiunto nel futuro. Se queste sinergie si sfruttano come da previsioni si otterrà un aumento degli utili, altrimenti se queste vengono sovrastimate o addirittura non vengono ottenute l'operazione manifesterà un valore aggregato inferiore a quello delle due parti separate. In effetti, vari studi indicano che molto spesso si tende a sovrastimare le sinergie in diversi modi, tra cui sottovalutando i costi di denaro e le tempistiche necessarie a concludere l'operazione. È per questo che è fondamentale una corretta analisi e valutazione delle sinergie che diano ai *manager* finanziari gli strumenti per effettuare la giusta decisione.

1.2.4 Quando una fusione crea valore

Perché un'operazione di *M&A* possa definirsi riuscita, come illustrato nella sezione precedente, c'è bisogno che nella nuova impresa si sia verificata la creazione di un valore aggiunto rispetto alla mera somma dei valori delle due imprese prese individualmente; questo concetto è matematicamente espresso dalla seguente relazione:

$$V(AB) > V(A) + V(B)$$

Dove

- $V(AB)$ è il valore dell'impresa risultante dalla combinazione di A e B;
- $V(A)$ è valore dell'impresa A che opera in maniera indipendente;

- $V(B)$ è valore dell'impresa B che opera in maniera indipendente.¹⁴

Il valore aggiunto generato è espresso da:

$$V(AB) - V(A) - V(B)$$

Prima di procedere con l'operazione, il *management* e gli analisti finanziari si occupano di valutare che la relazione sia valida: in primis tramite il calcolo dei valori delle aziende valutate singolarmente attraverso l'utilizzo dei flussi di cassa attesi; in secondo luogo, simulano un piano post-fusione che includa anche i risultati delle sinergie attese e calcolano il valore attuale dell'impresa combinata. Nel caso in cui dovesse verificarsi che la differenza sia positiva, allora questa è un'indicazione valida del massimo premio che l'acquirente può essere disposto a pagare per l'acquisizione al fine di non distruggere valore.

Una volta annunciata l'operazione di *M&A*, si verifica la reazione del mercato azionario, infatti, se gli investitori ritengono che la fusione possa creare un valore aggiunto, allora è plausibile un aumento del valore di mercato delle due imprese. Gli studi empirici mostrano che, la quotazione dei titoli della società *target* può aumentare fino a riflettere il premio offerto, mentre invece per la società acquirente si può ottenere un effetto neutro o addirittura negativo nel caso vi fosse la percezione di una sovrastima.

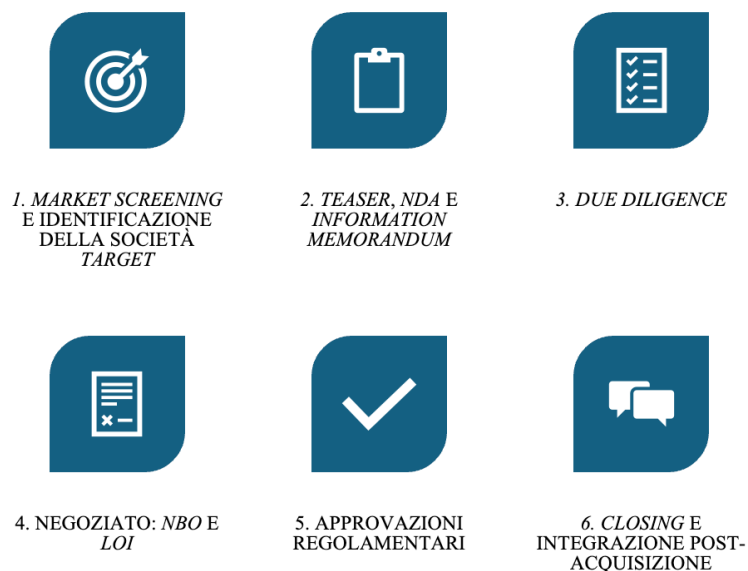
In ultima istanza, passato del tempo dalla conclusione dell'operazione, si effettua la verifica dei risultati finanziari del nuovo gruppo e si confrontano coi risultati attesi e, come detto precedentemente, se la nuova impresa mostra indicatori di *performance* migliorati rispetto alla somma storica delle due imprese, allora l'operazione può essere definita un successo.

¹⁴ Damodaran, A. (2005). The Value of Synergy. Stern School of Business

1.3 - Il processo operativo di un'operazione di M&A

Un'operazione di fusione o acquisizione (M&A) si svolge secondo fasi operative ben definite che vanno dalla scelta strategica iniziale fino all'integrazione post-chiusura, e ognuna di esse prevede attività specifiche e professionisti dedicati, con l'obiettivo comune di finalizzare l'operazione creando valore per gli *stakeholder*. Nella Figura 2 sono schematizzate le fasi principali del processo operativo di un'operazione di M&A.

Figura 2: Il processo operativo di un'operazione di M&A.



Fonte: Elaborazione dell'autore.

In particolare, nel settore bancario questo processo è molto complicato a causa delle numerose regolamentazioni¹⁵ imposte dall'Unione Europea: ad esempio l'articolo 22 della Direttiva 2013/36/UE che stabilisce che nessuna acquisizione rilevante in una banca può essere effettuata senza la preventiva autorizzazione della Banca Centrale Europea (BCE). A ciò si aggiunge la disciplina nazionale contenuta in numerosi documenti legislativi come, ad esempio, il Testo Unico Bancario e il Testo Unico della Finanza.

Di seguito si procede con la descrizione delle fasi operative di un'operazione di M&A.

1.3.1 Market screening e identificazione della società target

Nella prima fase si pianifica la strategia dell'operazione e si individuano i potenziali *target* sulla base di determinati criteri di selezione, come ad esempio il settore, la dimensione e l'area geografica. Questi criteri devono essere coerenti con la strategia di crescita dell'impresa, poiché sulla base di questi si conduce il *market screening*: si utilizzano banche di dati specializzate, analisi di mercato e il *network* di consulenti finanziari (banche di investimento), per mappare le società che soddisfino i requisiti stabiliti. Il *market screening* ha l'obiettivo di formare una *long list* di possibili *target*

¹⁵ BCE, "Guide on the supervisory approach to consolidation in the banking sector", 2021; Regolamento (UE) n. 1024/2013; Direttiva 2013/36/UE (CRD IV); Direttiva (UE) 2019/878 (CRD V); Regolamento (UE) 575/2013 (CRR); Joint EBA Guidelines on qualifying holdings (JC/GL/2016/01)

che sarà poi valutata in maniera approfondita per restringere il campo. L'obiettivo finale di questa valutazione è ottenere una *short list* in cui siano presenti le imprese più interessanti, e perciò vengono considerati i fattori strategici come la posizione competitiva dell'impresa *target*, la crescita storica e attesa, la redditività, la quota di mercato e le possibili sinergie ottenibili. Successivamente, in totale riservatezza, l'impresa acquirente contatta la possibile impresa *target* per sondare l'interesse dei proprietari, e nelle operazioni amichevoli quest'ultima può collaborare fin da subito, mentre in approcci ostili l'acquirente raccoglie informazioni da fonti pubbliche, senza coinvolgere direttamente il *management* dell'impresa *target* nelle fasi iniziali. In ogni caso, per evitare che fuoriescano delle informazioni riservate, è importante sottoscrivere accordi di riservatezza formali.¹⁶

1.3.2 Teaser, NDA e Information Memorandum

Una volta che viene stabilito un interesse reciproco tra acquirente e impresa *target* quest'ultima, tramite un venditore o in maniera diretta, invia al primo un *teaser*. Il *teaser* è un documento anonimo che descrive brevemente il profilo della società *target*: contiene alcuni indicatori economico-finanziari principali e delle informazioni generali sul settore in cui opera. Al suo interno si trovano alcuni indicatori finanziari come ricavi ed *EBITDA* (paragrafo 1.4.3.2), i suoi punti di forza competitivi e le opportunità di crescita. Serve a suscitare interesse senza rivelare l'identità dell'azienda *target* né le informazioni riservate, col fine di invitare l'investitore a manifestare interesse per un approfondimento. Dopodiché, prima di condividere con il potenziale acquirente dettagli riservati, l'impresa *target* fa sottoscrivere a questo un accordo di riservatezza detto *Non-Disclosure Agreement (NDA)*, che lo vincola a utilizzare le informazioni solo per la valutazione dell'operazione e a non divulgarle a terzi. A questo punto viene condiviso il *Confidential Information Memorandum (CIM)*, cioè un documento informativo creato dal venditore che contiene una descrizione dettagliata e approfondita, che include la storia, il profilo societario, la struttura organizzativa, l'analisi del settore e della posizione competitiva, i dati finanziari storici e le proiezioni future. Inoltre, possono esserci dettagli su prodotti e servizi, base clienti, contratti chiave, organigramma e informazioni su potenziali passività o regolamentazioni rilevanti. Tutte le informazioni contenute all'interno del *CIM* servono per permettere agli acquirenti di avere gli elementi necessari per valutare il valore dell'azienda e la fattibilità strategica dell'acquisizione. Tuttavia, è importante sottolineare che il *CIM* tendenzialmente presenta l'azienda in una luce favorevole poiché è redatto dal venditore: perciò è compito dell'acquirente verificare le informazioni tramite la *due diligence*.^{17; 18}

1.3.3 Due diligence

La fase di *due diligence* è quella in cui l'acquirente verifica a fondo l'impresa *target* prima di chiudere l'affare, esaminando tutti gli aspetti rilevanti per verificare le informazioni fornite dal venditore nel *CIM*. In questo modo si possono scoprire gli

¹⁶ DePamphilis D., "Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities", Academic Press, 2018

¹⁷ DePamphilis D., "Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities", Academic Press, 2018

¹⁸ Rosenbaum, J. e Pearl, J. (2009). Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers & Acquisitions. Wiley, Hoboken, NJ

eventuali rischi nascosti e le possibili passività, con l'obiettivo di assicurarsi che non accadano criticità impreviste.

La *due diligence* è un processo che rende necessario l'impiego di molti *team* di esperti e consulenti specializzati dato che coinvolge aree differenti che vanno in parallelo, tra cui:

- *Due diligence* finanziaria: vengono esaminati bilanci, flussi di cassa, situazione patrimoniale e indebitamento allo scopo di rendere il più chiara possibile la situazione patrimoniale della società *target*, in questo modo se si scopriranno delle criticità si potranno fare aggiustamenti alla valutazione;
- *Due diligence* legale: si revisionano i contratti principali per individuare clausole di *change of control* o contenziosi in corso che potrebbero causare dei problemi all'operazione di *M&A*, oltre che verificare la conformità alle normative;
- *Due diligence* fiscale: si esamina attentamente la posizione tributaria dell'azienda che si vuole acquisire; questo per evitare spiacevoli sorprese col fisco;
- *Due diligence* strategica/commerciale: si studiano tutte le componenti strategiche e commerciali dell'azienda *target* per capire se combaciano con le finalità dell'acquirente. Per esempio, si controlla il settore in cui opera, la clientela, la concorrenza, le opportunità e le prospettive di crescita.

In realtà, in base al settore dell'impresa *target*, possono esserci molte altre aree di *due diligence*, per esempio, nel settore bancario si analizza nello specifico la qualità dell'attivo, ad esempio il portafoglio crediti, il livello di *Non Performing Loans* e gli indicatori patrimoniali regolamentari come il *CET1* (paragrafo 1.4.3.1). La durata e il livello di approfondimento a cui si può arrivare con la *due diligence* dipendono dal contesto dell'operazione, ad esempio in negoziazioni esclusive l'acquirente può metterci mesi, mentre in vendite all'asta con più offerenti i tempi spesso sono inferiori. Se il risultato della *due diligence* sarà soddisfacente, l'acquirente confermerà l'offerta e preparerà i documenti definitivi; mentre nel caso in cui ci fossero problemi rilevanti, l'acquirente potrebbe rinegoziare il prezzo o, nel peggiore dei casi, ritirarsi dall'operazione.^{19; 20}

1.3.4 Negoziato: *NBO* e *LOI*

Durante o subito dopo la fase di *due diligence*, l'acquirente presenta al venditore un documento di "Offerta Non Vincolante" (*Non-Binding Offer, NBO*), che contiene una valutazione provvisoria della società *target* (di solito un *range* di prezzo), e al suo interno sono indicate anche le ipotetiche condizioni per l'operazione. Essendo non vincolante, gli impegni definitivi dipendono dai risultati della *due diligence* e dalla negoziazione dei contratti finali, perciò, la *NBO* permette di dimostrarsi interessati all'acquisto, senza però precludere la possibilità di ritirarsi o di modificare i termini.

¹⁹ DePamphilis D., "Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities", Academic Press, 2018

²⁰ KPMG & ICAEW. Commercial Due Diligence (CDD). Guideline, 2018

Tuttavia, questo non danneggia il venditore, perché potrà confrontare più proposte e prendere in considerazione più candidati.

Se acquirente e venditore si trovano d'accordo sui punti principali, allora viene sottoscritta una "Lettera d'Intenti" (*Letter of Intent, LOI*) in cui sono riassunti i termini dell'offerta, tra cui il prezzo, la struttura dell'operazione (ad esempio se si tratta di acquisizione di azioni o fusione) e altre clausole rilevanti come le tempistiche. La *LOI* di solito include anche obblighi di riservatezza aggiuntivi o penali che tutelano le parti in caso di recesso ingiustificato. Anche se la *LOI* è più dettagliata dell'*NBO*, neanche essa è vincolante, però rappresenta un impegno morale che incentiva a chiudere l'affare nei termini stabiliti.

Sulla base della *LOI*, i legali delle parti formulano il contratto definitivo vincolante di acquisizione, che formalizza quanto già anticipato dalla *LOI*, e che contiene tutte le dichiarazioni, le garanzie, le condizioni sospensive e i dettagli legali dell'operazione. Il contratto può essere, ad esempio, un *Sale and Purchase Agreement* nel caso di una compravendita azionaria, oppure un *Merger Agreement* nel caso di una fusione.²¹

1.3.5 Approvazioni regolamentari

Le operazioni di *M&A* di grande entità sono di interesse pubblico dato che possono influire sulla stabilità finanziaria, la concorrenza di mercato e la tutela degli azionisti di minoranza; di conseguenza sono sottoposte al controllo delle autorità competenti. Perciò, in molti casi, prima di poter procedere con l'operazione si devono soddisfare molteplici obblighi di legge e avere l'autorizzazione delle autorità di vigilanza.

Un primo ambito riguarda le autorizzazioni di settore: ci sono dei settori regolamentati come quello bancario, assicurativo e delle telecomunicazioni dove, per l'acquisizione di partecipazioni rilevanti in un ente vigilato, serve il nulla osta dell'autorità di controllo. Nel settore bancario, ad esempio, per acquisire una quota di controllo in una banca dell'Unione Europea (UE), serve l'autorizzazione della BCE, che deve verificare la solidità finanziaria e la sostenibilità del piano dell'acquirente.²² Inoltre, in generale, nei vari settori posti sotto controllo sono necessari requisiti di onorabilità, solidità patrimoniale e adeguata competenze gestionale.

Un secondo ambito riguarda invece il controllo dell'autorità *antitrust*, che è fondamentale perché, secondo le norme sulla concorrenza, ci sono delle soglie limite oltre cui si devono notificare fusioni e acquisizioni alle autorità *antitrust* nazionali o comunitarie, per fare in modo che queste possano valutare l'impatto sul mercato. Nel caso in cui l'operazione rischiasse di porre l'impresa acquirente in una posizione dominante col rischio di danneggiare la concorrenza, l'autorità potrebbe costringere a cedere *asset* o addirittura potrebbe vietare l'operazione, ed è per questo che nel calendario dell'operazione vanno inseriti i tempi e le possibili condizioni legate al via libera dell'*antitrust*. Ad esempio, per evitare blocchi da parte delle autorità di *antitrust*, nel documento ufficiale di Offerta Pubblica di Scambio (OPS) verso UBI Banca, Intesa

²¹ DePamphilis D., "Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities", Academic Press, 2018

²² BCE, "Guide on the supervisory approach to consolidation in the banking sector", 2021; Regolamento (UE) n. 1024/2013; Direttiva 2013/36/UE (CRD IV); Direttiva (UE) 2019/878 (CRD V); Regolamento (UE) 575/2013 (CRR); Joint EBA Guidelines on qualifying holdings (JC/GL/2016/01)

Sanpaolo si era già impegnata a cedere a BPER Banca un ramo d'azienda stimato tra le 400 e le 500 filiali.²³

Molti paesi prevedono inoltre poteri speciali dello Stato per proteggere gli *asset* strategici nazionali: in Italia, ad esempio, il Governo, qualora ritenga che un'operazione di *M&A* possa pregiudicare interessi nazionali, può esercitare il *golden power* per porre condizioni o opporsi ad operazioni che possono influenzare settori strategici come infrastrutture critiche, difesa e alta tecnologica.²⁴

Infine, se la società *target* è quotata, devono essere rispettate le norme sulle offerte pubbliche di acquisto. In Italia, se un'operazione di *M&A* porta al superamento della soglia del 30% del capitale di una società quotata, scatta l'obbligo di lanciare un'Offerta Pubblica di Acquisto (OPA) totalitaria sulle restanti azioni,²⁵ al fine di tutelare gli azionisti di minoranza, per consentire loro di uscire alle stesse condizioni offerte al venditore di controllo. Si deve inoltre, secondo la disciplina, pubblicare un annuncio ufficiale e un documento d'offerta approvato dalla Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB).²⁶

In sintesi, le approvazioni regolamentari possono incidere in modo rilevante sulle tempistiche del *closing*, perciò si devono coordinare le tempistiche negoziali con quelle dei regolatori.

1.3.6 *Closing* e integrazione post-acquisizione

Dopo la negoziazione, e dopo aver ottenuto le autorizzazioni, arriva la fase di *closing* dell'operazione, in cui le parti, se non è stato già fatto con un *signing* anticipato, firmano il contratto definitivo. Così viene trasferita formalmente la proprietà e vengono eseguite le obbligazioni pattuite; quindi, l'acquirente paga il prezzo stabilito e le azioni o gli *asset* vengono ceduti. In alcuni casi la firma del contratto e il *closing* non avvengono in contemporanea, poiché dal contratto può essere stabilito che debbano avverarsi specifiche condizioni sospensive prima dello scambio finale. Quando le condizioni si avverano, allora si completano le registrazioni societarie e si comunica al mercato l'esito dell'operazione, ufficializzando il passaggio del controllo dell'azienda *target* all'acquirente.

L'ultimo step dopo la chiusura del *deal* è la fase di post-acquisizione, che serve per fare in modo che l'operazione di *M&A* abbia successo nel lungo termine, ed è per questo che dev'essere pianificata fin dall'inizio: si stima infatti che il 70% delle fusioni e acquisizioni non generi il valore atteso per gli azionisti, e questo spesso avviene proprio a causa di problemi insorti in questa fase successiva al *deal*.²⁷

Operativamente, dopo che è avvenuta l'operazione, si devono realizzare le sinergie di costo e di ricavo.²⁸ Per quanto riguarda le prime si possono, ad esempio, unificare le

²³ Intesa Sanpaolo S.p.A., Offerta pubblica di scambio volontaria sulla totalità delle azioni di Unione di Banche Italiane S.p.A. - Comunicazione ai sensi dell'art. 102, comma 1, D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF), 17 febbraio 2020

²⁴ Italia, Decreto-legge 15 marzo 2012, n. 21, convertito con modificazioni dalla legge 11 maggio 2012, n. 56

²⁵ Italia, Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (Testo Unico della Finanza, "TUF"), art. 106

²⁶ Italia, Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (Testo Unico della Finanza, "TUF"), art. 102

²⁷ McKinsey & Co. (2010), McLetchie, J. & West, A. Perspectives on Merger Integration: Creating transformational value from mergers

²⁸ Damodaran, A. (2005). The Value of Synergy. Stern School of Business

strutture e i sistemi integrando le piattaforme *IT*, armonizzando i processi, riorganizzando le unità operative e di supporto, eliminando così le ridondanze. Per sfruttare le sinergie di ricavo si può fare uso della rete commerciale acquisita per fare *cross-selling* verso i clienti, oppure si possono combinare le competenze per offrire nuovi prodotti. Inoltre, c'è un aspetto cruciale che spesso viene sottovalutato, e cioè la necessità e la difficoltà di fondere due culture aziendali differenti. Questa è una vera e propria sfida che richiede grandi abilità di gestione della comunicazione interna e dei rapporti coi dipendenti chiave in modo da non far fuggire il personale e per evitare un calo della motivazione.²⁹ Un modo per realizzare quanto detto finora è far creare piani d'azione dettagliati da team di integrazione dedicati.³⁰

La fase di integrazione causa dei costi straordinari, dato che appunto sono necessarie ristrutturazioni e razionalizzazioni organizzative, ed è per questo che nei trimestri successivi al *closing*, *management* e analisti monitorano flussi di cassa, *EBITDA* combinato e avanzamento delle sinergie per verificare che ci sia coerenza tra i risultati ottenuti e il valore stimato in precedenza. In effetti, se la fase di integrazione non riesce nel migliore dei modi, possono nascere enormi costi, finendo per distruggere valore invece di crearne. È per questo che il successo di un'operazione di *M&A* dipende anche e soprattutto da una giusta valutazione economico-finanziaria dell'azienda *target*, dato che il prezzo offerto dev'essere sostenibile rispetto all'ipotetico valore che si può creare. Nel prossimo paragrafo vengono approfonditi perciò i principali metodi di valutazione utilizzati.

1.4 - Metodi di valutazione della società *target*

Per decidere se effettuare un'operazione di *M&A*, si deve stimare il valore della società *target* per poter fissare un tetto massimo al prezzo di acquisto, oltre il quale non si ha convenienza economica nel compiere l'operazione. Il valore di un'impresa può essere stimato a partire dal suo "interno", calcolando il valore intrinseco (*stand-alone*), oppure a partire dall'esterno, facendo uso dei multipli di mercato per confrontare aziende e operazioni simili (*market-based evaluation*).

Figura 3: Metodi di valutazione della società *target*.



Fonte: Elaborazione dell'autore.

Al valore ottenuto tramite uno dei due metodi (Figura 3), si sommerà il valore derivante dalle sinergie ottenibili attraverso la combinazione delle due imprese e il

²⁹ DePamphilis D., "Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities", Academic Press, 2018

³⁰ McKinsey & Co. (2010), McLetchie, J. & West, A. Perspectives on Merger Integration: Creating transformational value from mergers

premio di controllo, ottenendo il tetto massimo del prezzo pagabile affinché l'operazione sia considerevole conveniente.^{31; 32}

1.4.1 Metodo del *Discounted Cash Flow* (DCF)

Tramite il metodo del *Discounted Cash Flow* (DCF) si fa la stima del valore intrinseco (*stand-alone*) della società *target* usando il valore attuale dei flussi di cassa futuri attesi. I passaggi di un'analisi DCF sono:³³

1. Proiezione dei flussi di cassa liberi (*Free Cash Flow, FCF*): i flussi di cassa liberi sono la cassa generata dell'azienda disponibile per remunerare tutti i finanziatori dopo aver coperto i costi operativi, pagato le imposte, sostenuto gli investimenti in capitale fisso (*CapEx*) e gli investimenti nel capitale circolante netto (CCN). Di solito si proiettano per un periodo di 5-10 anni. Per il calcolo, si parte dal risultato operativo al netto delle imposte (*Net Operating Profit After Taxes, NOPAT*), che si calcola moltiplicando il risultato operativo (*Earnings Before Interest and Taxes, EBIT*) per il fattore $1 - t$ (dove t è l'aliquota fiscale):

$$NOPAT = EBIT \times (1 - t)$$

dopodiché si aggiungono gli ammortamenti, si sottraggono gli investimenti in capitale fisso e la variazione del capitale circolante netto:

$$FCF = NOPAT + Ammortamenti - CapEx - \Delta CCN$$

2. Calcolo del *Terminal Value* (TV): questo è il valore residuo dell'impresa calcolato oltre l'ultimo anno di previsione esplicita (quei 5-10 anni citati nel calcolo dei *FCF*), e rappresenta la parte più elevata del valore totale; per il suo calcolo si può usare un metodo basato sul modello di crescita perpetua di Gordon: si prende l'ultimo flusso di cassa libero proiettato e si stabilisce un tasso di crescita perpetuo (g) al quale questo *FCF* crescerà. La formula è quella di una rendita perpetua crescente:

$$TV_N = \frac{FCF_{N+1}}{WACC - g}$$

dove FCF_{N+1} è il flusso di cassa libero dell'anno successivo all'ultima proiezione, che non è altro che FCF_N incrementato del tasso di crescita g , mentre $WACC$ è il tasso di attualizzazione (o di sconto). Un esempio numerico: se il flusso di cassa libero dell'ultimo anno è di 50 milioni di euro, si ipotizza un tasso di crescita perpetuo del 2% e un tasso di sconto dell'8%, allora $FCF_{N+1} = 50.000.000 \times (1 + 0,02) = 51.000.000$. Quindi si calcola il *terminal value*, $TV_N = 51.000.000 / (0,08 - 0,02) = 850.000.000$

³¹ Koller et al. (2010). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (McKinsey & Company, 5th ed.). John Wiley & Sons

³² Brealey, R. A., et al. (2024). *Principi di Finanza Aziendale* 9ª ed. McGraw-Hill

³³ Rosenbaum, J. e Pearl, J. (2009). *Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers & Acquisitions*. Wiley, Hoboken, NJ

Quando si usa questo metodo di calcolo del *Terminal Value* è importante stimare in maniera corretta il tasso di crescita g , poiché, oltre che dal $WACC$ (che verrà trattato nel punto 3), è da questo che dipende maggiormente il valore finale. Come tasso di crescita (g) si può usare una *proxy*, come ad esempio il tasso di crescita del settore, oppure si può usare un metodo più analitico che si basa sul prodotto tra il tasso di reinvestimento sul $NOPAT$ e il rendimento percentuale che l'azienda genera sul capitale operativo investito (*Return on Invested Capital, ROIC*) al netto delle imposte:³⁴

$$g = \text{Tasso di reinvestimento su NOPAT} \times ROIC$$

$$g = \frac{(CapEx - \text{Ammortamenti} + \Delta CCN)}{NOPAT} \times \frac{NOPAT}{\text{Capitale operativo investito netto}}$$

3. Determinazione del tasso di sconto appropriato per attualizzare i flussi: per il DCF , come tasso di sconto, si usa il costo medio ponderato del capitale al netto delle imposte (*Weighted Average Cost of Capital, WACC*), che rappresenta il rendimento atteso dai finanziatori dell'impresa in un dato momento. È importante specificare che il $WACC$ è calcolato su delle grandezze dell'impresa stimabili nel presente (struttura del capitale, costo del debito, costo del capitale proprio e aliquota fiscale), e di conseguenza, applicare lo stesso $WACC$ per scontare dei flussi di cassa futuri, porta a una stima imprecisa del valore attuale, a meno che questi valori non vengano mantenuti costanti nel tempo. Si può calcolare così:³⁵

$$WACC = \frac{E}{D + E} \times R_e + \frac{D}{D + E} \times R_d \times (1 - T_c)$$

dove E è il valore di mercato del capitale proprio (*equity*), D è il valore di mercato del debito finanziario d'impresa, R_e è il costo del capitale proprio, R_d è il costo del debito e T_c è l'aliquota fiscale (si noti dalla formula che l'aliquota fiscale viene dedotta dal costo del debito). La stima del costo del capitale proprio R_e viene fatta tramite la formula del *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*:

$$R_e = R_f + \beta_e \times (R_m - R_f)$$

dove R_f è il rendimento di un investimento cosiddetto *risk-free* (nel caso del mercato italiano, si utilizza come riferimento il rendimento dei titoli di Stato a lungo termine), β_e misura il rischio sistematico del titolo della società *target* rispetto al mercato, $R_m - R_f$ è il premio per il rischio di mercato, dove R_m è il rendimento atteso del portafoglio di mercato; nel caso in cui la società non sia quotata, il calcolo del $WACC$ si può solo stimare usando società comparabili quotate.

È importante sottolineare che nella pratica spesso si effettuano più misurazioni del DCF usando di volta in volta $WACC$ e g differenti, questo per creare un

³⁴ Koller et al. (2010). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (McKinsey & Company, 5th ed.). John Wiley & Sons

³⁵ Brealey, R. A., et al. (2024). *Principi di Finanza Aziendale* 9ª ed. McGraw-Hill

intervallo di valutazione, dato che comunque i tassi appena citati impattano notevolmente sul risultato finale.

4. Attualizzare i flussi di cassa e calcolare l'*Enterprise Value*: una volta che si hanno i *FCF* e il *Terminal Value* calcolato alla fine del periodo, bisogna scontare tutto ad oggi usando come tasso di sconto il *WACC* calcolato in precedenza, al fine di ottenere l'*Enterprise Value*. Quest'ultimo rappresenta il valore delle attività operative dell'impresa *target*, e stima quanto vale l'azienda nel complesso, cioè considerando debito e capitale proprio. Si ha:

$$Enterprise\ Value = \sum_{t=1}^N \frac{FCF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{TV_N}{(1 + WACC)^N}$$

5. Derivazione del valore dell'*equity*: infine, per ottenere il valore del capitale proprio, dato che nell'*Enterprise Value* è valutata l'intera struttura finanziaria in maniera indistinta, da quest'ultimo si deve sottrarre l'indebitamento finanziario netto (che si calcola decurtando le disponibilità liquide dai debiti finanziari totali) della società *target* e si devono aggiungere eventuali attività non considerate nei flussi (come partecipazioni finanziarie, immobili non utilizzati per le attività operative, ecc.). Ad esempio, se risulta un *EV* di €1000 milioni e la società *target* ha €200 milioni di debiti finanziari e €50 milioni di cassa, il debito netto è di €150 milioni e il valore dell'*equity* sarà di €1000 – €150 = €850 milioni. Infine, se si vuole ottenere il prezzo della singola azione, si divide questo valore per il numero di azioni in circolazione.

Nel modello del *DCF*, in alternativa al tradizionale metodo in cui si fa uso dei flussi di cassa liberi (*FCF*), si possono utilizzare i *Free Cash Flow to Equity (FCFE)* e procedere con la metodologia *Flow-to-Equity (FTE)*: in sostanza, si calcolano i flussi di cassa residui disponibili per gli azionisti e si attualizzano usando il costo del capitale proprio R_e come tasso di sconto, questo porta direttamente ad ottenere il valore dell'*equity*, senza passare per l'*Enterprise Value*.

Per il calcolo del *FCFE*:

$$FCFE = FCF - (1 - t) \times Interessi + \Delta Debito\ netto$$

Dove t , che è l'aliquota fiscale, viene applicata agli interessi passivi perché sono soggetti a deducibilità fiscale, mentre $\Delta Debito\ netto$ è la variazione di indebitamento netto rispetto all'anno precedente.

Successivamente, si procede all'attualizzazione degli *FCFE* e del *Terminal Value* seguendo i passaggi già visti nel punto 4, utilizzando come tasso di sconto il costo del capitale proprio al posto del *WACC*, così si giunge direttamente al valore dell'*equity*. Di seguito alla Tabella 1 si illustra un esempio numerico di applicazione del metodo del *DCF* utilizzando i flussi di cassa liberi.

Tabella 1 - Esempio numerico di applicazione del metodo del *Discounted Cash Flow* utilizzando i flussi di cassa liberi (*FCF*)

Anno	1	2	3	4	5
EBIT	100	110	120	130	140
(-) Imposte 30%	(30)	(33)	(36)	(39)	(42)
NOPAT	70	77	84	91	98
+ Ammortamenti	20	20	22	22	24
(-) CapEx	(25)	(25)	(30)	(30)	(30)
(-) ΔCCN	(10)	(12)	(10)	(8)	(5)
FCF	55	60	66	75	87

Calcolo del *Terminal Value* ipotizzando un *WACC* dell'8% e un tasso di crescita perpetua (*g*) del 2%:

$$TV = \frac{FCF_{anno\ 5} \times (1 + g)}{WACC - g} = \frac{87 \times (1,02)}{0,08 - 0,02} = \frac{88,74}{0,06} = 1479$$

L'attualizzazione dei flussi di cassa è svolta nella Tabella 2:

Tabella 2 - Attualizzazione dei flussi di cassa

Anno	1	2	3	4	5
FCF	55	60	66	75	87
Fattore sconto 8%	0,9259	0,8573	0,7938	0,7350	0,6806
FCF scontato	50,9	51,4	52,4	55,1	59,2

Attualizzazione del *Terminal Value* col fattore di sconto dell'anno 5:

$$TV_0 = \frac{1479}{(1,08)^5} = 1006,8$$

Calcolo dell'*Enterprise Value*:

$$\begin{aligned} Enterprise\ Value &= 50,9 + 51,4 + 52,4 + 55,1 + 59,2 + 1006,8 \\ &= 1275,8\ milioni \end{aligned}$$

Calcolo del valore dell'*equity* supponendo che la società abbia un indebitamento finanziario netto (*Debito netto* = *Debito finanziario totale* – *Cassa*) di €250 milioni:

$$Equity\ Value = EV - Debito\ netto = 1275,8 - 250 = €1025,8\ milioni$$

Dall'analisi si capisce che il valore intrinseco (*stand-alone*) della società *target* è di €1025,8 milioni. Ipotizzando che la società *target* abbia 100 milioni di azioni circolanti, si avrebbe un valore per azione di €10,26; a questo valore si può eventualmente aggiungere il premio di controllo e il valore futuro generabile dalle sinergie.

1.4.2 Dividend Discount Model (DDM)

Il *Dividend Discount Model*³⁶ è una casistica particolare di *DCF* che serve per il calcolo del valore dell'*equity* dell'impresa. Il *DDM* parte dal presupposto secondo cui, il prezzo intrinseco di un'azione, è dato dal valore attuale dei flussi di cassa futuri destinati agli azionisti (dividendi), che dev'essere sommato al prezzo di vendita del titolo stesso. Come tasso di attualizzazione, al posto del *WACC*, si usa direttamente il costo del capitale proprio R_e , questo perché si tratta di un metodo che considera i dividendi e che fa direttamente ottenere l'*equity*. Il costo del capitale proprio, oltre che tramite la formula del *CAPM* (paragrafo 1.4.1), si può ottenere così:

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

Dove P_0 è il prezzo del titolo all'anno 0, Div_1 è il dividendo all'anno 1 e P_1 è il prezzo del titolo all'anno 1. Lo svolgimento di questa formula è composto da due componenti:

- *Dividend yield* ($\frac{Div_1}{P_0}$), ossia il rendimento del dividendo rispetto al prezzo del titolo all'anno 0;
- *Capital gain* ($\frac{P_1 - P_0}{P_0}$), ossia il rendimento del titolo azionario rispetto al prezzo del titolo all'anno 0.

Considerando un orizzonte di valutazione N , l'equazione per ottenere il valore attuale del titolo è:

$$P_0 = \sum_{t=1}^N \frac{Div_t}{(1 + R_e)^t}$$

³⁶ Brealey, R. A., et al. (2024). *Principi di Finanza Aziendale* 9ª ed. McGraw-Hill

Tuttavia, questo modello si basa sull'ipotesi dei dividendi costanti e perciò, trattandosi di un'ipotesi azzardata ed irrealistica, non viene utilizzato. Al suo posto si usa il modello a crescita perpetua di Gordon:

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

Si rimanda al punto 2 del paragrafo 1.4.1 per i dettagli sul modello appena illustrato.

Il *DDM* viene utilizzato in settori dove la distribuzione degli utili è ampiamente utilizzata e avviene in maniera regolare e prevedibile, come per esempio il settore bancario, poiché gran parte degli utili viene distribuito e il tasso di crescita a lungo termine può essere stimato con facilità in quanto è limitato da vincoli di capitale regolamentari. Tuttavia, molto spesso il modello in questione non è utilizzato nemmeno nel settore bancario, infatti si preferisce usare i flussi di cassa liberi (*FCF*) in quanto non dipendono da scelte di distribuzione degli utili e riflettono quindi il vero valore generato dall'impresa.

Per concludere, è importante specificare che nessuno di questi modelli è usato singolarmente, bensì, ai risultati ottenuti tramite gli approcci del *DCF* o del *DDM*, si affiancano valutazioni effettuate tramite il metodo dei multipli di mercato in maniera tale da ottenere una stima più affidabile e robusta.

1.4.3 Valutazione relativa con il metodo dei multipli di mercato

Il metodo dei multipli di mercato prevede che la valutazione dell'azienda *target* venga effettuata facendo riferimento al valore di altre aziende comparabili (*comparables*), quindi, a differenza dell'approccio assoluto dei metodi basati sui flussi di cassa, si tratta di un approccio di tipo relativo. Queste aziende comparabili vanno scelte sulla base della somiglianza con l'impresa *target*: in pratica, si scelgono degli indicatori di mercato da utilizzare (multipli), se ne raccolgono i valori da un campione di imprese comparabili alla società *target* e infine si applicano questi multipli ai dati finanziari di quest'ultima al fine di ottenere una stima del valore.

La validità del metodo dei multipli di mercato dipende dalla qualità della comparabilità, cioè dalla qualità del campione di imprese. Le imprese del campione devono essere comparabili all'impresa *target*, perciò è fondamentale che operino nello stesso settore industriale, poiché da un settore all'altro differiscono le strutture operative, le fonti di ricavo e i profili di rischio. Anche il modello di *business* dev'essere simile: ad esempio, se l'impresa *target* fa *retail banking* in Italia, non è comparabile con una banca che fa *investment banking* globale. Altra caratteristica sono le dimensioni e la redditività, che devono essere simili perché imprese su scala diversa operano con margini, leva operativa e altre variabili non allineate. Inoltre, è necessario che abbiano un tasso di crescita atteso simile, infatti, confrontare un'azienda matura con una *start-up* non è sensato in quanto quest'ultima avrà multipli più alti, o addirittura redditività negativa. Infine, è importante che operino nella stessa area geografica, in quanto mercati differenti hanno livelli di tassazione, rischio paese,

regolamentazioni, livello di sviluppo dei mercati e altre variabili che differiscono totalmente.³⁷

I multipli di mercato sono dei rapporti tra due valori di un'azienda: un valore di mercato (o dell'*equity*) e una grandezza finanziaria interna all'azienda. Esistono due categorie di multipli di mercato: quelli basati sul capitale proprio e quelli basati sul valore dell'impresa.³⁸

1.4.3.1 I multipli *Equity*

I multipli basati sul capitale proprio (*Equity Multiples*) esprimono il rapporto tra valore di mercato dell'*equity* e un altro indicatore economico ascrivibile al capitale proprio:

- *Price to Earnings (P/E)* è il rapporto tra il prezzo di mercato di un'azione dell'impresa e l'utile atteso per azione (*Earnings per Share, EPS*), ed è un indicatore influenzato da fattori quali le aspettative di crescita degli utili, la redditività sul capitale proprio (*Return on Equity, ROE*), il rischio percepito, la leva finanziaria e le politiche di distribuzione dei dividendi.³⁹ È un multiplo molto usato per determinare l'attrattività di un'azione, ma si deve interpretare con cautela; infatti, va tenuto conto dei livelli di debito e dei regimi fiscali, poiché l'utile netto varia molto in funzione di questi fattori. Si calcola come:

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Prezzo per azione}}{\text{Utile per azione}}$$

- *Price to Book Value (P/BV)* mette in rapporto la capitalizzazione di mercato con il patrimonio netto contabile dell'impresa:

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

Il valore risultante è la misura di quanto viene pagato dal mercato ogni euro di valore contabile e si tratta di un indice molto rilevante per le istituzioni finanziarie, poiché per queste il valore di libro di attività e passività ha un significato economico più diretto rispetto ad altri settori dove il patrimonio netto contabile dev'essere interpretato con maggiore cautela.⁴⁰ A titolo di esempio, un *P/BV* maggiore all'unità segnala che il mercato riconosce all'azienda un valore superiore al valore contabile dei mezzi propri, mentre un *P/BV* minore all'unità indica che il mercato valuta l'azienda meno del suo valore contabile, probabilmente a causa di aspettative di scarsa redditività futura o di *asset* sopravvalutati a bilancio.

³⁷ Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. John Wiley & Sons

³⁸ Rosenbaum, J. e Pearl, J. (2009). *Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers & Acquisitions*. Wiley, Hoboken, NJ

³⁹ Brealey, R. A., et al. (2024). *Principi di Finanza Aziendale* 9ª ed. McGraw-Hill

⁴⁰ Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. John Wiley & Sons

- *Price to CET1 (P/CET1)*, è un ulteriore multiplo utilizzato specificamente nel settore bancario, che mette in rapporto la capitalizzazione del mercato e il *Common Equity Tier 1 (CET1)*, ossia il capitale primario di classe 1:

$$\frac{P}{CET1} = \frac{\text{Prezzo di mercato}}{\text{Common Equity Tier 1}}$$

Il *CET1* rappresenta il nucleo del capitale primario di una banca ed è la parte più solida del patrimonio. È composto dal capitale ordinario e dalle riserve, ma il suo ammontare viene ridotto da una serie di rettifiche derivanti dalla normativa che impone l'esclusione di elementi quali avviamento e altre attività immateriali.⁴¹ Il relativo *CET1 ratio*, invece, esprime il rapporto tra questa componente patrimoniale e le attività ponderate per il rischio, e fornisce una misura della capacità dell'istituto di assorbire eventuali perdite derivanti dalle attività più rischiose, come mutui o finanziamenti alle imprese. Nel contesto delle valutazioni di mercato, il multiplo *P/CET1* indica quante volte il mercato prezza un euro di capitale primario. Questo indicatore è molto usato nelle operazioni di *M&A* bancarie, dove viene utilizzato per verificare se il prezzo proposto dall'acquirente riflette in modo ragionevole la solidità patrimoniale della banca *target*.

- Altri multipli *equity*: un indicatore alternativo al *P/BV* è il *Price/Tangible Book Value (P/TBV)* dove al posto del patrimonio netto contabile viene usato il patrimonio netto tangibile (vengono esclusi avviamento e altre attività immateriali dall'*equity* di bilancio), il che risulta molto utile quando le aziende hanno significativi avviamenti derivanti da acquisizioni passate poiché ciò porta ad una sottostima del *P/BV*.

1.4.3.2 I multipli *Enterprise*

I multipli basati sul valore dell'impresa (*Enterprise Value Multiples*) sono rapporti che hanno al numeratore l'*Enterprise Value*, cioè il valore complessivo di debito ed *equity*, mentre al denominatore si trovano delle grandezze di reddito pre-interessi che servono per valutare la redditività operativa dell'azienda indipendentemente dalla sua struttura finanziaria:⁴²

- *EV/EBITDA*: questo multiplo misura di quante volte l'*Enterprise Value* eccede l'*EBITDA*, cioè la generazione di cassa operativa annuale dell'azienda al lordo degli interessi, delle tasse, delle svalutazioni e degli ammortamenti. È totalmente indipendente dalla struttura del capitale (dato che ignora gli interessi) e dai principi contabili (dato che ignora le politiche di ammortamento). Si calcola come segue:

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Enterprise Value}}{\text{Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation \& Amortization}}$$

⁴¹ Regolamento (UE) n. 575/2013

⁴² Rosenbaum, J. e Pearl, J. (2009). *Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers & Acquisitions*. Wiley, Hoboken, NJ

Un *EV/EBITDA* alto rispetto alle imprese *comparables* può essere interpretato in differenti maniere, ad esempio potrebbe significare che il mercato attribuisce all'azienda aspettative di crescita o margini elevati, oppure potrebbe significare che l'azienda è sopravvalutata, e viceversa.

- *EV/EBIT*: questo multiplo è simile al precedente ma usa l'*EBIT*, che è l'utile operativo dopo gli ammortamenti, ed è quindi influenzato da questi ultimi, venendo usato maggiormente in settori dove gli investimenti capitalizzati sono molto alti (dove, di conseguenza, gli ammortamenti sono elevati).
- *EV/Sales*: si calcola come *Enterprise Value* diviso Ricavi ed è un multiplo usato raramente. Più nello specifico viene usato nel caso in cui l'azienda in questione abbia perdite e quindi multipli come *P/E* o *EV/EBITDA* non siano interpretabili, oppure viene usato per confronti in settori come il *retail* o il *tech*, dove le differenze di margini suggeriscono di partire dai ricavi.
- Multipli specifici di settore: in determinati settori si utilizzano indicatori specifici ad hoc che rappresentino meglio il mercato in cui si opera, come ad esempio *EV/numero di utenti* per le società telefoniche, oppure *EV/clienti* nelle *fintech*, e vengono usati come metri di efficienza comparativa.

Per la valutazione delle istituzioni finanziarie l'*Enterprise Value* è meno rilevante poiché il debito non è una scelta di leva finanziaria discrezionale quanto piuttosto parte integrante del modello operativo, e in più *EBITDA* ed *EBIT* non sono misure utili dato che per gli istituti bancari gli interessi passivi e attivi sono elementi operativi.⁴³ È per questi motivi che nell'analisi delle banche si guardano quasi esclusivamente multipli patrimoniali ed economici direttamente collegati alla redditività e alla struttura del capitale. Multipli come il *P/E* e il *P/BV* (e *P/TBV*) sono tra i più usati, e vengono interpretati confrontando i valori sia su base *cross-section*, su diverse banche in un dato momento, sia in serie storica, per capire l'andamento dei multipli di una banca attraverso i cicli economici.

1.4.3.3 Applicazione del metodo dei multipli di mercato

Per applicare il metodo dei multipli si parte scegliendo il campione di *comparables* (aziende simili), poi si raccolgono i multipli di mercato pertinenti e per questi si determina un intervallo o un valore medio/mediano di riferimento. Il valore di riferimento verrà poi applicato ai dati economico-patrimoniali della società oggetto di valutazione: ad esempio, se il *P/E* medio è $12\times$ e il *P/BV* è $0,9\times$, se la società *target* presenta un utile netto atteso di €100 milioni e un patrimonio netto contabile di €800 milioni, applicando i multipli si otterrà un *Equity Value* di €1200 milioni sulla base del *P/E*, e di €720 milioni secondo il *P/BV*.

I risultati ottenuti applicando i due multipli sono molto distanti tra loro, infatti, ci sono degli indicatori che possono causare risultati divergenti, ad esempio, in questo caso la redditività sul capitale proprio (*ROE*) dell'impresa *target* è differente rispetto alla media del campione di *comparables*. In questi casi l'analista deve interpretare in maniera critica le differenze, per valutare quale multiplo risulti più coerente con i

⁴³ Koller et al. (2010). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (McKinsey & Company, 5th ed.). John Wiley & Sons

fondamentali della società, escludendo eventuali *outlier* (estremi) e attribuendo maggiore peso ai multipli più rilevanti.

L'applicazione dei multipli dev'essere fatta con cautela poiché nelle operazioni straordinarie intervengono ulteriori fattori che incidono sul prezzo finale, tra cui il premio di controllo.

1.4.4 Premio di controllo e congruità del prezzo

Il premio di controllo è un sovrapprezzo che viene pagato dall'acquirente in aggiunta al valore di mercato dell'azienda⁴⁴, in maniera tale da ottenere il controllo della società *target*, dato che il controllo di una società ha un valore intrinseco aggiuntivo: consente di gestire l'azienda in modo differente (e idealmente migliore), ad esempio sostituendo un *management* poco efficiente, reindirizzando la strategia, ottimizzando la struttura finanziaria e la politica dei dividendi, o avviando ristrutturazioni operative per liberare potenziale inespresso. In secondo luogo, ottenere il controllo di una società permette di sfruttare le sinergie (di cui si è parlato nel paragrafo 1.2.3), le quali aumentano il valore della società *target* per quello specifico acquirente, di conseguenza è disposto a pagare un premio perché prevede di realizzare un valore superiore a quello incorporato nell'attuale prezzo di mercato.⁴⁵ L'entità concreta del premio dipende dalle caratteristiche specifiche dell'operazione, come ad esempio il valore attuale delle sinergie attese, l'eventuale *undervaluation* dell'impresa *target*, il grado di concorrenza tra potenziali offerenti e le condizioni di mercato e di negoziazione.

I premi di controllo osservati nelle operazioni di *M&A* mostrano una certa variabilità; tuttavia, recenti studi empirici mostrano che il premio di maggioranza sul mercato italiano, nelle operazioni che comportano il trasferimento del controllo su società quotate (OPA totalitarie e OPA obbligatorie) il premio offerto si aggira attorno al 30% rispetto al prezzo di mercato pre-offerta.⁴⁶

Per quanto riguarda il settore bancario, dalla crisi del 2008⁴⁷ fino a oggi⁴⁸, le banche europee hanno spesso registrato valutazioni di mercato inferiori rispetto al valore contabile del patrimonio netto a causa di redditività stagnante o altri fattori strutturali. A causa di ciò, nelle operazioni di consolidamento bancario avvenute, il premio di controllo si è manifestato quasi esclusivamente rispetto al prezzo di mercato pre-offerta, senza tradursi in multipli patrimoniali elevati. Ciò significa che anche dopo un elevato sovrapprezzo rispetto alla quotazione di Borsa, il prezzo offerto è comunque spesso inferiore rispetto al valore contabile della banca *target*. Ad esempio, nel 2020 Intesa Sanpaolo ha lanciato un'OPS su UBI Banca offrendo un corrispettivo in azioni

⁴⁴ Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. John Wiley & Sons

⁴⁵ Koller et al. (2010). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (McKinsey & Company, 5th ed.). John Wiley & Sons

⁴⁶ CONSOB. "Le offerte pubbliche svolte in Italia nel periodo 2020-2023". 2024

⁴⁷ BCE. *Financial Stability Review*. 2019

⁴⁸ EY. "How European banks defied expectations to show resilience and growth". 21 Agosto 2024

pari a circa il 30% in più rispetto al prezzo di mercato,⁴⁹ ma comunque quest'offerta corrispondeva a circa la metà del patrimonio netto contabile di UBI.⁵⁰

È importante sottolineare che il premio di controllo dev'essere commisurato al valore effettivamente creabile dall'operazione, perché c'è il rischio di distruggere valore per l'acquirente anziché generarlo. In special modo nelle operazioni di *public M&A* si deve fare attenzione alla congruità del premio, poiché il prezzo riconosciuto per ottenere il controllo non viene versato soltanto al venditore del pacchetto di maggioranza, ma deve essere esteso a tutti gli azionisti dell'impresa *target* a causa della disciplina sull'OPA obbligatoria.⁵¹ Questo significa che un premio elevato comporta un esborso complessivo molto rilevante per l'acquirente, ed è per questo che la sua sostenibilità deve essere valutata con maggiore prudenza.

Questi concetti illustrati finora saranno visti nella pratica nelle sezioni successive, facendo uso di dati economico-finanziari reali, dato che sarà esaminato il contesto in cui operano le banche italiane e il caso Intesa Sanpaolo-UBI Banca.

⁴⁹ Intesa Sanpaolo S.p.A., Offerta pubblica di scambio volontaria sulla totalità delle azioni di UBI Banca - Comunicazione ai sensi dell'art. 102, comma 1, D. Lgs. 58/1998 (TUF)

⁵⁰ UBI Banca. "Bilancio consolidato al 31 dicembre 2019". 2020

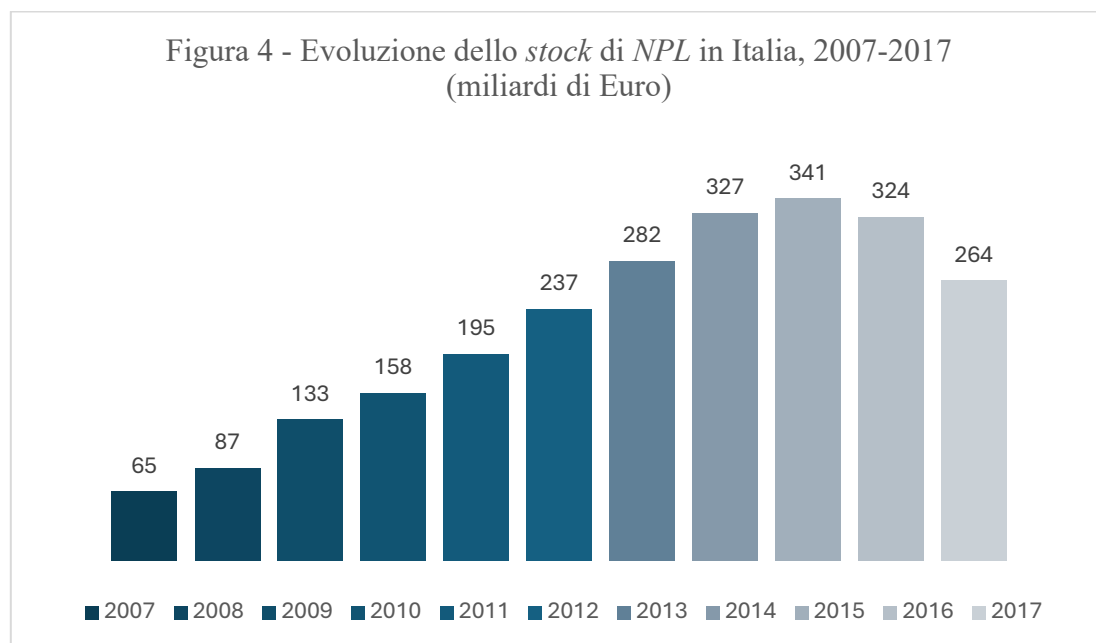
⁵¹ D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF), art. 106

Capitolo 2 - Il contesto bancario e l'operazione Intesa Sanpaolo - UBI Banca

2.1 - Il sistema bancario prima dell'acquisizione

2.1.1 Evoluzione post-crisi 2008 e concentrazione del settore

La struttura del settore bancario italiano ha subito due forti *shock* a pochi anni di distanza: la crisi dei mutui *subprime* e quella dei debiti sovrani. La crisi dei mutui *subprime* del 2007-2008 ha avuto effetti limitati per via della bassa esposizione ai titoli di debito tossici come i *CDO* (*Collateralized Debt Obligations*).⁵² La crisi dei debiti sovrani europei del 2010-2012, invece, data l'elevata esposizione degli istituti bancari italiani ai titoli di Stato domestici, ha avuto un enorme impatto determinando una profonda e duratura svalutazione degli istituti bancari italiani.⁵³ Il peggioramento del quadro macroeconomico e le recessioni del 2009 e del 2012 hanno causato l'incremento dei crediti deteriorati (*Non Performing Loan, NPL*) che sono passati, da circa 65 miliardi di euro lordi nel 2007, a circa 340 miliardi di euro lordi nel 2015 (si veda la Figura 4), con un rapporto tra crediti deteriorati lordi e totale dei crediti (*NPL ratio* lordo) di circa il 17%. Le autorità di vigilanza sono quindi intervenute, sollecitando gli istituti bancari italiani ad implementare piani di *deleveraging* per abbassare il rischio sistemico e per stabilizzare il settore. Il miglioramento della qualità del credito e il riassetto del settore bancario italiano si è avuto a partire dal 2016, quando il volume dei crediti non performanti ha iniziato a diminuire e i tassi di *default* sono scesi attorno all'1-2%.⁵⁴



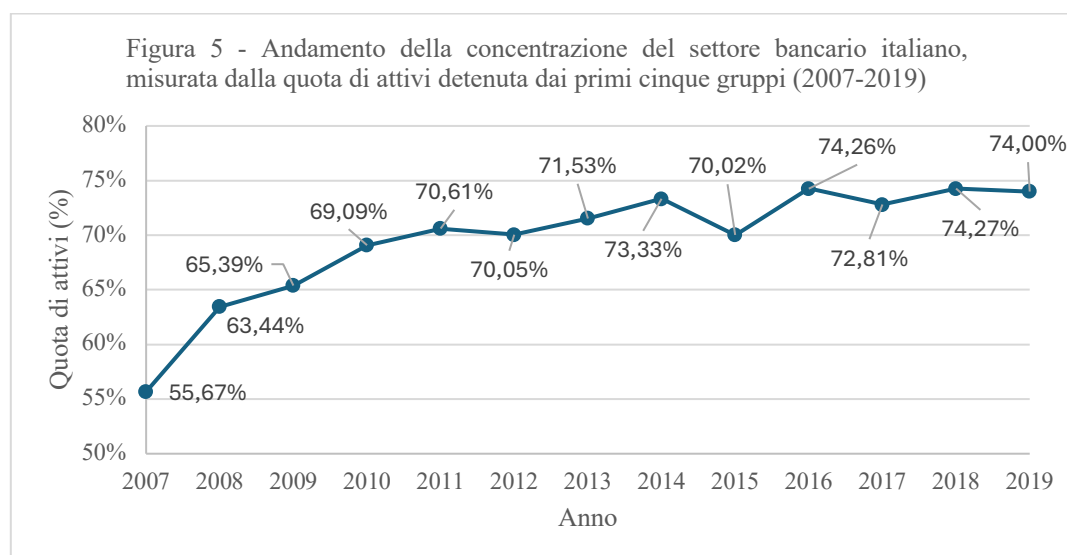
Fonte: Rielaborazione dell'autore su dati Banca d'Italia (2007-2017).

⁵² Banca d'Italia, Bollettino Economico numero 50, Ottobre 2008

⁵³ Banca Centrale Europea, Financial Stability Review, Dicembre 2012

⁵⁴ KPMG, "I Non Performing Loan in Italia: Trend in atto e prospettive future", 2018

Nello stesso periodo, nel settore bancario è iniziato un vero e proprio processo di consolidamento in cui diverse banche si sono aggregate, portando alla nascita di grandi gruppi bancari capaci di concorrere a livello internazionale: è proprio nel 2007-2008 che nasce il gruppo Intesa Sanpaolo dalla fusione tra Banca Intesa e Sanpaolo IMI, e il gruppo UBI Banca dalla fusione tra BPU e Banca Lombarda. Il processo in questione ha colpito specialmente gli istituti bancari di piccole e medie dimensioni, che sono stati indeboliti dalle pressioni regolamentari e dalle crisi, venendo quindi acquisiti dai grossi gruppi. Ad esempio, UBI Banca negli anni successivi alla sua nascita ha incorporato sette banche rete nel progetto “Banca Unica”, e ha acquisito tre banche regionali in difficoltà (Nuova Banca Marche, Banca Etruria e CariChieti).⁵⁵ Inoltre, nel 2017 è nato Banco BPM dall’unione di Banco Popolare e Banco Popolare di Milano. La conseguenza più importante di queste aggregazioni è stato l’aumento del grado di concentrazione del settore bancario, e infatti i primi cinque gruppi bancari italiani hanno aumentato la loro quota di mercato di circa il 19% fino ad arrivare a circa il 74% in termini di attivi, riducendo il peso relativo degli operatori minori.⁵⁶ Nella Figura 5 si può osservare l’andamento della concentrazione del settore bancario italiano, misurata dalla quota degli attivi detenuta dai primi cinque gruppi dal 2007 al 2019.



Fonte: Elaborazione dell’autore su dati World Bank (2007-2019)

Perciò, il processo di consolidamento del settore bancario italiano iniziato nel 2007, ha creato le condizioni che hanno portato Intesa Sanpaolo ad acquisire UBI Banca, operazione che contribuisce ulteriormente all’aumento della concentrazione di mercato del settore bancario italiano.

2.1.2 L’impatto della pandemia COVID-19 sul comparto bancario

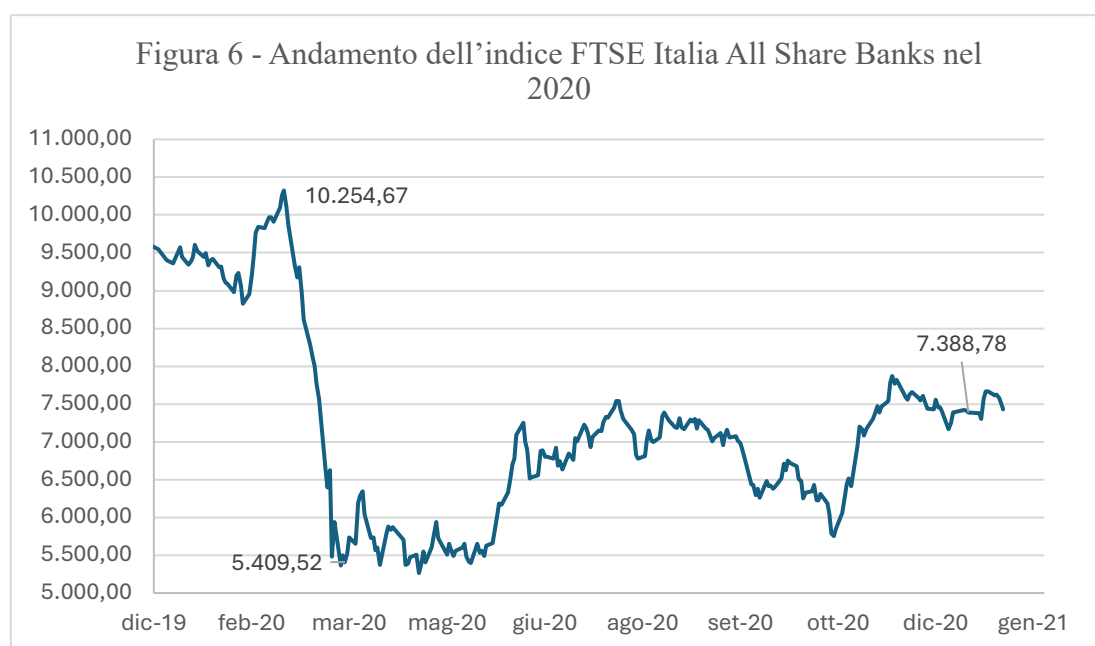
Nel 2020 la pandemia di COVID-19 ha rappresentato la causa scatenante di un ulteriore *shock* per l’economia globale e per il settore bancario, che hanno visto nascere

⁵⁵ UBI Banca: Bilancio consolidato al 31 dicembre 2017

⁵⁶ World Bank, Global Financial Development Database, “5-Bank Asset Concentration for Italy” (DDOI06ITA156NWDB), dati annuali 2007-2019.

una recessione di enormi dimensioni con una rapidità senza precedenti, che in Italia è culminata in una contrazione del prodotto interno lordo (PIL) di circa il -8,9% nell'intero 2020.⁵⁷ Nello specifico, le misure di contenimento adottate dal Governo (tra cui il *lockdown* e la chiusura di moltissime attività economiche) hanno causato la riduzione dei consumi, che ha portato, in primo luogo, a una diminuzione della domanda di credito da parte di imprese e famiglie e, in secondo luogo, al deterioramento dei prestiti già in corso. La Banca d'Italia ha rilevato come la pandemia abbia ridotto la redditività bancaria e causato il peggioramento della qualità degli attivi, nonostante il Governo e le autorità abbiano cercato di sostenere il settore con misure straordinarie, come le moratorie sui crediti e le garanzie pubbliche sui nuovi finanziamenti.⁵⁸

Dal punto di vista dei mercati finanziari, il comparto bancario ha subito pesanti svalutazioni a causa del *sentiment* degli investitori: rispetto alle quotazioni di fine gennaio del 2020, l'indice settoriale FTSE Italia Banche ha avuto un *drawdown* massimo prossimo al 50% a metà marzo del 2020. Successivamente, le quotazioni dell'indice sono migliorate, chiudendo il 2020 con una *performance* del -22%.⁵⁹ Questa risalita si è avuta grazie agli interventi delle autorità, che hanno dato degli stimoli fiscali, ma soprattutto grazie alle politiche monetarie espansive della BCE e alle notizie positive riguardo i vaccini. Nella Figura 6 si può osservare l'andamento dell'indice FTSE Italia All Share Banks (prezzi di chiusura giornalieri nel 2020).



Fonte: Elaborazione dell'autore su dati dell'indice FTSE Italia All Share Banks del 2020

Per stimolare l'economia durante la pandemia, la BCE ha enfatizzato ulteriormente la politica economico-monetaria già in corso, ribassando i tassi fino al raggiungimento

⁵⁷ ISTAT, Conti economici nazionali Anno 2020, settembre 2021

⁵⁸ Banca d'Italia, Rapporto sulla Stabilità Finanziaria 2/2020

⁵⁹ FTSE Italia All Share Banks

dei minimi storici, e immettendo liquidità, causando la compressione dei margini di interesse delle banche.⁶⁰ Inoltre, la pandemia ha anche dato il via ad una spinta verso la digitalizzazione. Le banche hanno reagito con soluzioni di *online banking* avanzate che hanno spinto verso il raggiungimento dell'efficienza operativa riducendo i costi, ottimizzando la rete di filiali (dato il maggior utilizzo dell'*online banking*) e razionalizzando le strutture organizzative. La pressione causata dai fattori di cui si è trattato finora, ha fatto tornare centrale l'aggregazione e il consolidamento come risposta strategica per superare le difficoltà post-Covid: tramite la fusione si possono realizzare sinergie e abbattere ulteriormente i costi. È in questo contesto che Intesa Sanpaolo ha lanciato l'OPS su UBI Banca.

2.1.3 Dinamiche competitive, consolidamento e rischi sistemici

Prima del 2020, il settore bancario italiano si trovava ad affrontare nuove sfide concorrenziali, poiché le banche estere e digitali sono entrate nel mercato italiano offrendo condizioni favorevoli e costi bassi per i correntisti. Le banche tradizionali e domestiche, di conseguenza, hanno allineato i costi dei propri servizi a quelli dei nuovi concorrenti, con una conseguente diminuzione dei margini di profitto. Inoltre, le difficoltà strutturali, come la bassa redditività e la necessità di investimenti, hanno favorito un ricorso sempre maggiore ad operazioni di fusione e acquisizione.⁶¹ La BCE ha espresso un orientamento favorevole al consolidamento del settore, considerato funzionale al miglioramento dell'efficienza operativa, dell'economicità e alla riduzione del rischio sistemico associato agli istituti più fragili, sempre però nel rispetto dei principi di concorrenza e di libero mercato. In questo senso, il consolidamento rappresentava una scelta strategica per ristabilire le condizioni di sostenibilità economica nel medio-lungo periodo.⁶²

Per evitare un'eccessiva concentrazione del potere di mercato, in Italia si era resa cruciale la creazione di un terzo polo bancario in grado di competere con i due principali gruppi del settore, cioè Intesa Sanpaolo e UniCredit. In particolare, gli analisti indicavano UBI Banca come candidata a fondersi con un altro istituto (come, ad esempio, Banco BPM) per dare vita al terzo gruppo bancario più grande d'Italia. Tuttavia, l'operazione di Intesa Sanpaolo, che si è mossa per prima nell'acquisizione di UBI Banca, ha di fatto precluso questa possibilità. Tale dinamica ha generato le preoccupazioni dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (AGCM),⁶³ che nell'operazione Intesa-UBI ha imposto condizioni severe per preservare l'intensità concorrenziale del mercato (si veda il paragrafo 2.3.3).

Il consolidamento del settore tramite operazioni di *M&A* ha ridotto il rischio sistemico causato dai problemi patrimoniali e gestionali che caratterizzavano numerosi istituti bancari di piccole dimensioni. Tuttavia, nell'ipotesi in cui un grande gruppo bancario dovesse trovarsi in difficoltà, le ricadute sul sistema finanziario sarebbero molto più gravi. Per minimizzare l'aumento del rischio sistemico dovuto a ciò, le autorità di vigilanza si assicurano che i nuovi conglomerati risultino ben capitalizzati, diversificati e gestiti con prudenza. L'operazione Intesa-UBI è un esempio lampante

⁶⁰ European Central Bank - ECB, Our response to the coronavirus pandemic, 2020

⁶¹ European Central Bank, Financial Stability Review, November 2019

⁶² European Central Bank, Single Supervisory Mechanism Annual Report, 2017.

⁶³ Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, Provvedimento n. 28289 - C12287, 14 luglio 2020

del *trade-off* tra riduzione del rischio idiosincratico degli intermediari minori e aumento del rischio sistemico associato a istituti di dimensioni sempre più rilevanti.⁶⁴

2.2 - I protagonisti dell'operazione

2.2.1 Profilo di Intesa Sanpaolo: struttura, strategia, obiettivi

Intesa Sanpaolo è il principale gruppo bancario italiano per dimensioni dell'attivo consolidato, e uno dei più grandi dell'Eurozona, ed è nata nel 2007 dalla fusione tra due istituti storici: Banca Intesa e San Paolo IMI. Opera come banca universale in numerosi settori, dal *retail banking* al *corporate e investment banking*, dal risparmio gestito alle assicurazioni. Nel 2019 deteneva una quota di mercato stimata intorno al 17% degli impieghi totali in Italia, grazie a una rete diffusa di sportelli presenti su tutto il territorio nazionale. Quanto al risparmio gestito e amministrato, al 2019 Intesa Sanpaolo gestiva circa €1.000 miliardi di attività finanziarie dei propri clienti, confermandosi punto di riferimento nel *wealth management*, con circa €426 miliardi di raccolta diretta bancaria e €166 miliardi tra riserve assicurative e raccolta vita.⁶⁵ Il gruppo ha una struttura diversificata, che rappresenta a pieno la strategia definita nel Piano d'Impresa 2018-2021. Intesa punta ad essere un vero e proprio *asset manager* bancario, con forte attenzione alle commissioni derivanti dalla gestione del risparmio e dei servizi assicurativi. L'obiettivo è la riduzione della dipendenza dai tradizionali margini di interesse per avere maggiore stabilità dei risultati. C'è da dire però che un orientamento di questo tipo rischia di esporre maggiormente ai rischi di mercato e alla concorrenza nel settore della gestione patrimoniale, col rischio di dipendere dalla variabilità delle masse gestite e dai cicli dei mercati finanziari.⁶⁶

Sul piano organizzativo Intesa Sanpaolo si strutturava in divisioni di *business* integrate, che ancora oggi sono le stesse: la Divisione Banca dei Territori presidia la clientela *retail, exclusive* e le PMI sul territorio italiano, la Divisione IMI *Corporate & Investment Banking* si rivolge a grandi imprese, agli operatori istituzionali e alla pubblica amministrazione, mentre la Divisione *International Subsidiary Banks* gestisce le controllate estere, presenti in Europa centro-orientale, Medio Oriente e Nord Africa; completano la struttura le Divisioni *Private Banking, Asset Management e Insurance*. A fine 2019 il gruppo contava più di 89 mila dipendenti e circa 4.700 sportelli nel mondo. Inoltre, Intesa nel 2019 aveva una solidità patrimoniale molto rilevante, con un *Common Equity Tier 1 ratio* intorno al 14%, ben al di sopra dei requisiti regolamentari, e nel 2020 il capitale è stato ulteriormente rafforzato nonostante la distribuzione parziale dei dividendi in linea con le raccomandazioni BCE. Anche la qualità del credito era in miglioramento: l'incidenza dei crediti deteriorati lordi era scesa al 7,6% nel 2019 (circa 3,6% netto), grazie a cessioni e gestioni proattive, con l'obiettivo di raggiungere il 6% lordo (e un netto inferiore al 3%) entro il 2021.⁶⁷

Nel 2020 per Intesa Sanpaolo effettuare operazioni di aggregazioni su grande scala, era perfettamente sensato proprio alla luce della sua struttura dimensionale, della

⁶⁴ European Systemic Risk Board, Annual Report, 2018

⁶⁵ Intesa Sanpaolo, Bilancio consolidato, 2019

⁶⁶ Banca d'Italia, Rapporto sulla stabilità finanziaria 1/2019

⁶⁷ Intesa Sanpaolo, Bilancio consolidato, 2019

solidità patrimoniale e della strategia delineata. L'acquisizione di UBI Banca è perfettamente coerente con l'obiettivo di stabilizzare la *leadership* domestica e diventare ancora più competitiva nel mercato europeo. Un'operazione del genere ha permesso al gruppo di aumentare la clientela, la rete distributiva e la massa critica complessiva.

2.2.2 Profilo di UBI Banca: posizionamento e vulnerabilità

UBI Banca (Unione di Banche Italiane S.p.A.), poco prima dell'OPS di Intesa Sanpaolo, era il quarto gruppo bancario commerciale d'Italia per volumi di attività intermediati. Era nata nel 2007 da una fusione tra diverse banche popolari del Nord Italia, processo che aveva lasciato in eredità una struttura organizzativa complessa e costi operativi alti. Aveva una forte presenza in Lombardia, Piemonte, Puglia e Campania con circa 1600 filiali e 4 milioni di clienti, con una quota di mercato di circa il 7% a livello nazionale in termini di numero di sportelli.⁶⁸ Il modello di *business* aveva un *focus* sui servizi bancari tradizionali, con una clientela composta per la maggior parte da famiglie e PMI. Inoltre, era in crescita l'attenzione alla gestione del risparmio e al *bancassurance*, con *partnership* assicurative e una propria società di *asset management* (Pramerica). Intorno al 2016 UBI si è consolidata internamente con diversi obiettivi, tra cui: il rafforzamento della *governance* e il miglioramento dell'efficienza operativa unificando le sue sette banche rete, il miglioramento della solidità patrimoniale tramite aumenti di capitale portando il *CET1 ratio* sopra al 12% nel 2019⁶⁹, e infine la riduzione del rischio di credito portando l'*NPL ratio* al 7,8% (netto circa 4,9%), tra i migliori del settore e secondo solo a quello di Intesa.⁷⁰

Nonostante questi punti di forza UBI Banca aveva delle vulnerabilità strutturali che limitavano la possibilità di competere in un mercato che richiedeva alle banche di poter competere a livello europeo ed extra-europeo. Le dimensioni complessive del gruppo non erano adeguate ad un contesto macroeconomico caratterizzato da tassi bassi e innovazione tecnologica rapida, che aveva generato un mercato dominato da giganti nazionali ed europei; infatti, nel 2019 UBI aveva un attivo totale di bilancio di circa €130 miliardi, mentre Intesa più di €800 miliardi. Il settore era caratterizzato da margini in continua discesa e richiedeva continui investimenti tecnologici: UBI rischiava di trovarsi schiacciata tra grossi concorrenti più efficienti e piccoli operatori digitalizzati di nicchia. La redditività era modesta rispetto ai grandi concorrenti, il margine d'interesse e le commissioni crescevano lievemente e coprivano a fatica alti costi operativi, e infatti nel 2019 il *cost/income ratio* di UBI era circa del 65%, di molto superiore a quello di Intesa che era circa del 51%. Nonostante l'avvio di programmi di riduzione dei costi e delle filiali, la struttura del gruppo restava frammentata, e i costi di integrazione delle banche acquisite nel 2017 continuavano a pesare.^{71; 72}

UBI aveva un forte orientamento al mercato domestico e in particolare aveva un vantaggio competitivo nel Nord Italia, che allo stesso tempo creava un rischio a causa della bassa diversificazione. Una ipotetica crisi economica regionale o in specifici

⁶⁸ Intesa Sanpaolo, Comunicazione ex art. 102 TUF sull'OPS volontaria su UBI Banca, 17/02/2020

⁶⁹ UBI Banca, Piano industriale 2020-2022, 17/02/2020

⁷⁰ UBI Banca, Relazione e Bilancio, 2019

⁷¹ UBI Banca, Relazione e Bilancio, 2019

⁷² Intesa Sanpaolo, Bilancio consolidato, 2019

settori produttivi avrebbe potuto incidere molto sul portafoglio crediti. Inoltre, per scelta strategica, UBI Banca non aveva una rilevante presenza internazionale, non aveva attività di *investment banking* significative e quindi le fonti di ricavo erano sostanzialmente limitate all'attività di banca commerciale. Per quanto riguarda la *governance*, a causa dell'azionariato molto frammentato⁷³ tra piccoli azionisti *retail* e fondazioni dovuto al suo passato cooperativo, rendeva complessa la messa in atto di progetti di crescita ambiziosi o di aumenti di capitale.

Complessivamente al momento dell'offerta UBI si presentava come una banca solida e ben gestita, con una posizione di tutto rispetto nel settore bancario italiano, ma con limiti strutturali che la mettevano in una posizione ideale per essere acquisita da un gruppo come Intesa: era abbastanza robusta e compatibile per essere integrata senza traumi, e allo stesso tempo aveva bisogno di investimenti. Il posizionamento, le vulnerabilità (scala, costi, necessità di innovazione), e la compatibilità di cultura aziendale, aprivano per Intesa un'area di azione perfetta per generare dei miglioramenti immediati, per esempio tramite economie di scala, tecnologie avanzate e *best practice* di *risk management*.

2.2.3 Complementarità strategica tra i due gruppi

Intesa e UBI Banca avevano un'elevata complementarità strategica perché erano entrambe delle banche universali, specializzate principalmente nel *commercial* e *retail banking*. Si rivolgevano entrambe ad una clientela molto simile, cioè imprese e famiglie, e inoltre condividevano valori e missioni: sostegno dell'economia italiana, crescita sostenibile e relazioni con la comunità locale. In un'operazione di *M&A*, l'omogeneità culturale è molto importante per minimizzare il rischio che il processo di integrazione incontri delle difficoltà o, addirittura, che non si realizzi. Nel caso in cui non vi fosse compatibilità, potrebbero presentarsi contrasti organizzativi o sovrapposizioni inconciliabili.

In aggiunta, c'erano delle complementarità specifiche in alcune aree di *business*, nelle quali una delle due poteva apportare miglioramenti all'altra, come nel settore del credito al consumo, dove UBI operava tramite la controllata Prestitalia, e nel *direct banking*, dove UBI operava tramite IW Bank. In questi segmenti UBI Banca non sfruttava del tutto le potenzialità di *cross-selling*, e così Intesa ha individuato l'opportunità per fare *cross-selling* e *up-selling* ai clienti UBI, offrendo i suoi numerosi prodotti (come fondi comuni, polizze, prodotti di finanziamento speciali), con la promessa di elevare la redditività della clientela UBI ai livelli di Intesa.⁷⁴

Inoltre, i due istituti erano geograficamente complementari, in quanto UBI aveva una presenza più radicata in diverse province della Lombardia e del Piemonte, il che avrebbe permesso a Intesa di quasi raddoppiare la propria quota in quelle aree, grazie agli sportelli UBI. Nel Sud Italia, Intesa era molto radicata in Puglia, mentre UBI aveva numerose filiali in Campania e in Calabria.

Intesa riconosceva la qualità del personale e del *management* di UBI, che avrebbe integrato nelle prime linee di comando del nuovo gruppo per valorizzarli tramite

⁷³ Intesa Sanpaolo, Comunicazione ex art. 102 TUF sull'OPS volontaria su UBI Banca, 17/02/2020

⁷⁴ UBI Banca, Relazione e Bilancio, 2019

opportunità di crescita professionale; così i dipendenti UBI avrebbero potuto assumere ruoli di responsabilità, portando esperienza e nuove idee. Tuttavia, la sola complementarità strategica non è una condizione sufficiente poiché, per far riuscire al meglio un'operazione di *M&A* e ottenere le sinergie attese, il gruppo acquirente dev'essere in grado di gestire in modo efficace tutti i processi di integrazione operativa e commerciale.

2.3 - La cronologia dell'operazione e le sue fasi principali

2.3.1 La prima offerta e le sue caratteristiche

Il 17 febbraio 2020 inizia ufficialmente l'operazione Intesa-UBI, quando, a mercati chiusi, il consiglio di amministrazione di Intesa Sanpaolo lancia un'Offerta Pubblica di Scambio (OPS) volontaria e totalitaria sulle azioni ordinarie di UBI Banca. Il corrispettivo previsto dall'OPS era totalmente azionario, con un concambio di 17 azioni Intesa di nuova emissione per ogni 10 azioni UBI portate in adesione, che, sulla base delle quotazioni di Intesa Sanpaolo al 14 febbraio 2020 (€2,5), valorizzava ogni azione UBI a circa €4,25. In base alle quotazioni di UBI Banca alla medesima data, il premio sul prezzo preannuncio era pari al 27,6%. Il valore complessivo dell'OPS ammontava a circa €4,9 miliardi.⁷⁵

L'OPS non era concordata con il consiglio di amministrazione di UBI, di conseguenza è classificabile come *takeover* ostile non sollecitato, nonostante Intesa l'abbia presentata come un progetto industriale logico e amichevole nei confronti del mercato. Intesa motivava l'operazione sostenendo che, unendo due gruppi solidi e complementari come Intesa e UBI, sarebbe nato un gruppo bancario nazionale che avrebbe potuto competere a livello europeo.

Intesa aveva fissato delle condizioni da cui dipendeva l'OPS: era prevista una soglia minima di adesioni pari al 66,67% del capitale sociale UBI, anche se Intesa si era comunque riservata di poterla abbassare fino ad un minimo del 50% del capitale sociale più 1 azione ordinaria. Inoltre, il perfezionamento era vincolato alle autorizzazioni regolamentari dei vari enti regolatori (approfondite nel paragrafo 2.3.3). Già il 17 febbraio 2020, per evitare che gli enti regolatori bloccassero l'operazione, Intesa aveva stipulato un accordo vincolante con BPER Banca per cederli un ramo d'azienda composto da sportelli bancari. In pratica, se l'operazione Intesa-UBI fosse andata a buon fine, il nuovo gruppo risultante avrebbe venduto a BPER tra le 400 e le 500 filiali, al fine di evitare eccessive concentrazioni di mercato a livello locale.⁷⁶ Il prezzo che era stato concordato per la cessione era pari a 0,55 volte il *CET1* allocato alle attività cedute.⁷⁷ Tale valutazione era stata definita in primis per soddisfare le esigenze regolamentari e, in secondo luogo, permetteva a Intesa di ridurre le attività ponderate per il rischio senza effetti negativi sui propri coefficienti patrimoniali.

⁷⁵ Intesa Sanpaolo, Comunicazione ex art. 102 TUF sull'OPS volontaria su UBI Banca, 17/02/2020

⁷⁶ Intesa Sanpaolo, Comunicazione ex art. 102 TUF sull'OPS volontaria su UBI Banca, 17/02/2020

⁷⁷ Intesa Sanpaolo, Presentazione agli investitori sull'OPS volontaria su UBI Banca S.p.A, 18 febbraio 2020

L'annuncio dell'OPS causò la reazione di UBI Banca, anche alla luce delle modalità con cui era stata strutturata. Così si aprì una fase di confronto che sfociò poi nel rilancio dell'offerta.

2.3.2 La risposta di UBI Banca e il rilancio dell'OPS

In una significativa coincidenza temporale, l'annuncio dell'OPS avvenne poche ore dopo la presentazione ufficiale, da parte di UBI Banca, di un nuovo Piano Industriale 2022. Secondo questo piano, il Consiglio di Amministrazione (CdA) di UBI aveva l'obiettivo di mantenere un *CET1 ratio* del 12,5% e puntava a raggiungere i €665 milioni di utile con un *pay-out* medio del 40%, sottolineando la capacità di UBI di proseguire in maniera indipendente grazie a una struttura patrimoniale robusta e a forti prospettive di crescita.⁷⁸

Poche settimane dopo, a marzo 2020, scoppiò la pandemia di COVID-19 (con il *lockdown* e tutte le sue conseguenze sull'economia), ma UBI reagì mostrando resilienza. Il 3 luglio 2020 il CdA di UBI Banca presentò un aggiornamento del Piano Industriale 2022, che confermava la strategia delineata nel piano originale (tranne alcune iniziative), inserendo però gli impatti della pandemia e dell'OPS in corso: UBI stimò una riduzione dell'utile netto atteso al 2022, che passò a €562 milioni, ma in ogni caso, nonostante la recessione in corso e il conseguente ridimensionamento degli utili, il piano dimostrava di essere solido.⁷⁹

Nello stesso giorno della presentazione del piano aggiornato, il CdA di UBI pubblicò un comunicato nel quale espresse formalmente la propria contrarietà all'OPS di Intesa, elencando sei motivi, di cui i più rilevanti riguardavano il corrispettivo che gli azionisti avrebbero ricevuto in cambio della cessione delle proprie partecipazioni. Il corrispettivo era ritenuto inadeguato nella forma, poiché non era prevista una parte in contanti, con la conseguenza che gli azionisti UBI avrebbero sopportato tutto il rischio derivante dall'integrazione. In aggiunta, il corrispettivo era ritenuto inferiore rispetto al valore *stand-alone* di UBI Banca, e anche rispetto al contributo alla creazione di valore che avrebbe apportato il gruppo UBI. In sostanza, il CdA di UBI rivendicava una posizione di solidità patrimoniale e autonomia strategica che rendeva poco coerente, sotto il profilo economico-finanziario, un'operazione di fusione per incorporazione alle condizioni proposte da Intesa.⁸⁰

Il 17 luglio 2020 il CdA di Intesa rilanciò l'offerta aggiungendo una parte in denaro per superare le resistenze, così l'operazione diventò una Offerta Pubblica di Acquisto e Scambio (OPAS). La nuova offerta prevedeva che gli azionisti, per ogni azione di UBI ceduta, ricevessero 1,7 azioni di Intesa più €0,57 in contanti. In base ai prezzi del 14 febbraio 2020, il nuovo corrispettivo complessivo era pari a €4,824 per azione UBI, incorporando un premio del 44,7% rispetto al prezzo UBI prima dell'offerta.⁸¹ Anche a causa del pessimo contesto macroeconomico, l'offerta diventò molto allettante per

⁷⁸ UBI Banca, Piano industriale 2020-2022, 17/02/2020

⁷⁹ UBI Banca, Aggiornamento del Piano industriale 2020-2022

⁸⁰ UBI Banca, Comunicato dell'emittente ex art. 103 TUF sull'OPS volontaria promossa da Intesa Sanpaolo, 3 luglio 2020

⁸¹ Intesa Sanpaolo S.p.A., Comunicato stampa sull'aumento del corrispettivo dell'Offerta Pubblica di Scambio su Unione di Banche Italiane S.p.A., 17 luglio 2020

molti investitori ed ebbe successo, concludendosi a fine luglio 2020 con un'adesione del 90,2% del capitale UBI.⁸²

2.3.3 L'iter autorizzativo e le condizioni poste da BCE e AGCM

L'operazione Intesa-UBI, contemporaneamente alle vicende di mercato, ha attraversato un iter autorizzativo molto complicato, che era necessario per il *closing* dell'operazione. Le approvazioni degli enti regolatori nazionali e internazionali che servivano erano già state elencate nel comunicato di Intesa del 17 febbraio 2020 e nella primavera 2020 i nulla osta sono stati progressivamente ottenuti.

Intesa ha presentato istanza formale alla Banca Centrale Europea e alla Banca d'Italia (autorità competenti per autorizzare l'acquisizione di partecipazioni qualificate in banche) per avere il via libera ad acquisire il controllo del gruppo UBI, ricevendo infine l'autorizzazione.⁸³ Inoltre, l'autorizzazione relativa all'aumento di capitale è stata rilasciata a inizio giugno 2020, stesso periodo in cui sono state rilasciate anche le autorizzazioni all'acquisizione di controllo su UBI. Anche l'IVASS (Istituto di Vigilanza sulle Assicurazioni) ha dato il via libera al passaggio sotto Intesa delle partecipazioni di UBI nelle *joint venture* assicurative (BancAssurance Popolari, Lombardia Vita, Aviva Vita).⁸⁴

Il via libera più delicato è stato quello *antitrust* dell'AGCM, dato che l'operazione riguardava una concentrazione tra due grandi banche domestiche. Tuttavia, per anticipare le richieste dell'autorità *antitrust*, Intesa aveva preventivamente fatto l'accordo per la cessione di 400-500 filiali a BPER, infatti dopo la fase di istruttoria, il 14 luglio 2020 l'AGCM ha autorizzato l'operazione⁸⁵ imponendo alcune ulteriori condizioni. Intesa è stata costretta alla cessione di altre filiali proprie in alcune aree del nord Italia, e di altre filiali UBI in alcune aree del Centro-Sud a un operatore terzo (che poi è stata Banca Popolare di Puglia e Basilicata), per evitare posizioni quasi monopolistiche a livello locale.⁸⁶

Le autorizzazioni aggiuntive che dovevano rilasciare le autorità dei paesi esteri dove operava UBI sono state ottenute senza problemi. Infine, il 25 giugno 2020 anche la CONSOB ha approvato il prospetto per l'ammissione a quotazione delle nuove azioni Intesa.⁸⁷ Entro metà luglio 2020 le approvazioni chiave sono state ottenute, rimuovendo gli ostacoli formali e incoraggiando gli investitori ancora indecisi.

L'aggregazione è stata valutata positivamente dalle autorità di vigilanza, e in particolare dalla Banca d'Italia e dalla BCE, poiché è stata considerata parte del processo di rafforzamento del sistema bancario. Successivamente, nonostante le restrizioni generali alla distribuzione dei dividendi (causa COVID-19), la BCE ha

⁸² Intesa Sanpaolo S.p.A., Comunicato stampa sui risultati definitivi dell'Offerta Pubblica di Acquisto e Scambio su UBI Banca S.p.A., 3 agosto 2020

⁸³ Intesa Sanpaolo S.p.A., Comunicato stampa sull'autorizzazione preventiva della BCE all'acquisizione del controllo di UBI Banca, 5 giugno 2020

⁸⁴ Intesa Sanpaolo S.p.A., Comunicato stampa sull'autorizzazione IVASS all'acquisizione indiretta di partecipazioni assicurative del gruppo UBI, 17 giugno 2020.

⁸⁵ AGCM, Provvedimento n. 28289, 14 luglio 2020

⁸⁶ AGCM, Provvedimento n. 28327, 4 agosto 2020

⁸⁷ Consob, Delibera n. 21422 di approvazione del prospetto relativo all'Offerta Pubblica di Scambio promossa da Intesa Sanpaolo su UBI Banca, 25 giugno 2020.

autorizzato anche la distribuzione di strumenti di capitale *Additional Tier 1* legati alla fusione. In ogni caso, BCE e Banca d'Italia hanno posto attenzione all'aspetto prudenziale, verificando che l'aumento di capitale finalizzato al concambio non intaccasse la solidità patrimoniale del gruppo.

Intesa ha poi onorato tutti i vincoli imposti dai vari enti regolatori, cioè le cessioni delle filiali, l'integrazione delle attività assicurative e la tutela occupazionale nelle cessioni (al 22 febbraio 2021 la cessione del ramo BPER era efficace e al 21 giugno 2021 è stato completato il trasferimento degli sportelli Intesa a BPER).

2.3.4 Il *closing* e l'inizio dell'integrazione operativa

Dopo che si è conclusa positivamente l'OPAS a fine luglio 2020, l'operazione è passata alla fase di *closing* e di integrazione effettiva di UBI Banca all'interno di Intesa Sanpaolo. Il 5 agosto 2020 Intesa Sanpaolo, dopo aver ricevuto il trasferimento della proprietà delle azioni UBI portate in adesione, ha emesso ed assegnato un totale di 1.754.328.645 nuove azioni (secondo il concambio 1,7×), che corrispondevano al 9,1% del capitale sociale post-operazione di Intesa. Dopo pochi giorni, il 19 agosto 2020, Intesa ha versato agli aderenti anche il corrispettivo in denaro, per un totale di €588 milioni.⁸⁸

Siccome Intesa aveva superato la soglia del 90% del capitale sociale, ma non il 95%, scattò l'obbligo di acquisto residuale previsto dall'art. 108 TUF comma 2. Così dal 24 agosto all'11 settembre si svolse la procedura tramite cui gli azionisti UBI rimasti (circa il 9,8% del capitale) avrebbero potuto richiedere a Intesa l'acquisto delle loro azioni residue. Quasi l'80% dei detentori delle azioni residuali aderì, per la quasi totalità con le stesse condizioni previste dall'OPAS. Quindi Intesa effettuò l'emissione di ulteriori 149.351.114 nuove azioni e il pagamento di €0,57 per ogni azione UBI. In questo modo Intesa venne a detenere il 98,9% del capitale UBI, dopodiché, essendo rimasto meno dell'1,1% di azioni UBI sul mercato, Intesa ha esercitato il diritto di acquisto sulle restanti azioni residue tra il 18 e il 29 settembre 2020. Il 5 ottobre 2020, data in cui Intesa emette le ultime 17.055.121 azioni, aveva il 100% del capitale di UBI Banca (con conseguente *delisting* da Borsa Italiana).⁸⁹

Una volta raggiunto il 100% del capitale, iniziò la fase di integrazione societaria formale, con il deposito del progetto di fusione per incorporazione di UBI Banca S.p.A. in Intesa Sanpaolo S.p.A. L'operazione venne approvata dal CdA di Intesa il 2 marzo 2021 e si completò nei mesi successivi, con efficacia civilistica a partire dal 12 aprile 2021. In seguito alla fusione legale, l'operazione entrò nella fase di integrazione operativa, che in realtà era già cominciata da settembre 2020, poiché Intesa aveva lanciato un Programma di Integrazione ISP-UBI coinvolgendo oltre 400 *manager* di entrambi i gruppi e predisponendo una *governance* interna dedicata.

Tra settembre 2020 e giugno 2021 vennero realizzati i principali interventi per trasformare due gruppi distinti in un'unica entità bancaria, così in questo periodo si concentra la fase più delicata e operativa dell'integrazione. La migrazione dei sistemi *IT* di UBI sulle piattaforme di Intesa Sanpaolo, costituiva uno dei rischi esecutivi

⁸⁸ Intesa Sanpaolo, Bilancio, 2020

⁸⁹ Intesa Sanpaolo, Bilancio, 2020

maggiori, e avvenne tra il 9 e il 12 aprile 2021⁹⁰, svolgendosi senza interruzioni di operatività per la clientela, ad eccezione delle modifiche tecniche. Parallelamente, Intesa eseguì le cessioni concordate con l'autorità *antitrust* e riorganizzò la rete territoriale, e in particolare il 22 febbraio 2021 cedette definitivamente a BPER Banca 587 unità di provenienza UBI (di cui 455 filiali e 132 punti operativi)⁹¹, 31 filiali e 2 punti operativi Intesa⁹². Questa cessione portò con sé anche il transito dentro BPER Banca degli oltre 5.000 dipendenti che lavoravano in quelle filiali e nei punti operativi.⁹³

L'integrazione del personale è stato un ambito particolarmente sensibile dell'operazione, poiché Intesa si impegnò a realizzare la fusione senza impatti sociali, impegnandosi a usare solo strumenti volontari: a fine settembre 2020 fu firmato un accordo sindacale che prevedeva fino a 5.000 uscite incentivate e 2.500 nuove assunzioni di giovani in un arco di tempo pluriennale.⁹⁴ L'obiettivo era ottenere un ricambio generazionale e, grazie alla riduzione strutturale dell'organico dovuta ai pensionamenti anticipati, doveva contribuire alle sinergie di costo attese. Inoltre, sempre riguardo il personale, ad aprile 2021 Intesa sottoscrisse un accordo di armonizzazione contrattuale che uniformò le condizioni del personale ex UBI a quelle del gruppo Intesa Sanpaolo, riducendo potenziali frizioni post-fusione.⁹⁵

Sul piano organizzativo, per integrare le attività ex UBI, vennero revisionate le strutture. Le filiali ex UBI confluirono nelle Direzioni Regionali di Intesa Sanpaolo, mentre le società prodotto di gestione del risparmio confluirono in Eurizon, e le *joint venture* assicurative che vennero assorbite in Intesa Vita.

A chiusura di questo processo, il marchio UBI Banca venne totalmente dismesso tramite la sostituzione delle insegne ex UBI Banca con l'insegna Intesa Sanpaolo.

2.4 - Obiettivi dichiarati e piano industriale post-acquisizione

2.4.1 Le sinergie previste da Intesa

Intesa Sanpaolo, nel documento di OPS, ha evidenziato che le sinergie attese dall'integrazione con UBI Banca erano considerate fondamentali per generare il valore aggiunto per gli azionisti e gli *stakeholder*, stimandole per un totale di €730 milioni annui ante imposte, di cui circa €510 milioni annui di sinergie di costo che Intesa prevedeva di ottenere dalle economie di scala e dalla razionalizzazione delle strutture operative. Degli esempi sono la riduzione dei costi duplicati amministrativi e del personale, ottenibile tramite la chiusura delle filiali Intesa/UBI sovrapposte nello stesso territorio e semplificando la struttura societaria eliminando gli enti duplicati (sedi legali e direzioni generali). Una grossa fetta delle sinergie di costo stimate derivava dai 5.000 prepensionamenti incentivati, che era previsto fossero rimpiazzati solo in parte da nuove assunzioni, con un risparmio stimato in €300 milioni annui sui

⁹⁰ Intesa Sanpaolo S.p.A., Presentazione dei risultati dei primi nove mesi del 2021 (9M21), 2021

⁹¹ BPER Banca S.p.A., Allegato 1 - Filiali e punti operativi UBI, rev. 2, 2020

⁹² BPER Banca S.p.A., Allegato 2 - Filiali e punti operativi Intesa Sanpaolo, 2020

⁹³ BPER Banca S.p.A., Comunicato stampa: Accordo integrativo per l'acquisizione di un ramo di azienda dal Gruppo Intesa Sanpaolo, 12 novembre 2020

⁹⁴ UILCA, Comunicato stampa sull'accordo sindacale per l'integrazione del Gruppo UBI in Intesa Sanpaolo, 30 settembre 2020

⁹⁵ FISAC-CGIL, Accordo del 14 aprile 2021 per l'integrazione del Gruppo UBI nel Gruppo Intesa Sanpaolo.

costi del personale. Inoltre, Intesa, grazie alla maggiore dimensione del gruppo, ha stimato di poter destinare più risorse in investimenti nella tecnologia indispensabile come l'intelligenza artificiale, il *machine learning* e l'*advanced analytics* per migliorare prodotti ed efficienza.⁹⁶

Per quanto riguarda le sinergie di ricavo, sono state stimate per circa €220 milioni annui ante imposte, che derivano dall'aumento della produttività per cliente e per filiale ex UBI (portandole ai livelli di Intesa), oltre che dall'aumento dell'offerta di prodotti ai clienti ex UBI. È stato stimato che, proponendo i prodotti del catalogo Intesa, come ad esempio le gestioni patrimoniali, le polizze e i prodotti di investimento, e applicando le strategie commerciali di Intesa, si sarebbero potute generare commissioni più alte e incrementare i margini. In aggiunta, era previsto un aumento delle quote di mercato nei business complementari tra i due gruppi, come il credito al consumo e il *direct banking*, sfruttando le piattaforme specialistiche e la rete unificata, generando ulteriori ricavi. Un altro esempio di ricavo sinergico atteso è la collocazione dei prodotti delle fabbriche prodotto Intesa, come Eurizon, Fideuram e Intesa Vita, presso i clienti ex UBI.⁹⁷

Queste sinergie totali annue sono state stimate a regime, cioè a partire dal 2022-2023 in avanti, una volta completata l'integrazione, anche se Intesa ha stimato che la maggior parte delle sinergie di costo si sarebbe materializzata già entro il 2021 grazie alle uscite di personale e alle chiusure delle filiali che secondo il piano industriale sarebbero avvenute entro i primi 12-18 mesi post-fusione. A differenza di quelle di costo, le sinergie di ricavo invece secondo le stime avrebbero richiesto più tempo per esprimersi, poiché erano legate al riallineamento graduale della produttività commerciale e al passaggio della clientela ex UBI ai nuovi prodotti Intesa.

I costi di integrazione *one-off* stimati da Intesa per ottenere queste sinergie erano pari a circa €1.270 milioni ante imposte, e questi includono gli oneri per gli incentivi ai prepensionamenti del personale, costi di ristrutturazione delle filiali (chiusure, fusioni e migrazioni IT), consulenze e spese legali per l'operazione, e altri accantonamenti per i rischi collegati alla fusione. Secondo Intesa questi oneri sarebbero stati temporanei e sarebbero stati assorbiti dalla robusta posizione patrimoniale di Intesa, oltre che essere in parte compensati dall'iscrizione a bilancio di un *badwill* derivante dall'acquisizione a sconto di UBI rispetto al suo patrimonio netto contabile.⁹⁸

L'obiettivo finale di Intesa Sanpaolo era di raggiungere oltre i €6 miliardi di utili consolidati a partire dal 2022, che avrebbe rappresentato un aumento di circa il 33% sulla somma degli utili pre-fusione del 2019 di Intesa e UBI, che erano circa €4,2 miliardi per la prima e €300 milioni per la seconda.⁹⁹ Questo incremento di utili avrebbe sostenuto l'aumento della distribuzione dei dividendi, che era una delle argomentazioni principali che erano state presentate agli investitori a sostegno dell'operazione. L'idea di fondo era che la fusione dei gruppi avrebbe permesso di creare un valore superiore rispetto alla somma del valore generabile dai due gruppi

⁹⁶ Intesa Sanpaolo S.p.A., Presentazione agli investitori sull'OPS volontaria su UBI Banca S.p.A., 18 febbraio 2020

⁹⁷ Intesa Sanpaolo S.p.A., Presentazione agli investitori sull'OPS volontaria su UBI Banca S.p.A., 18 febbraio 2020

⁹⁸ Intesa Sanpaolo S.p.A., Presentazione agli investitori sull'OPS volontaria su UBI Banca S.p.A., 18 febbraio 2020

⁹⁹ Bilancio 2019 di Intesa Sanpaolo e Bilancio 2019 di UBI Banca

separati, rientrando perfettamente nel concetto illustrato nel paragrafo 1.2.4. Nella Tabella 3 si può osservare la schematizzazione delle sinergie stimate.

Tabella 3 - Sinergie stimate post-fusione Intesa-UBI

Categoria	Voce	Importo stimato (€/milioni annui)	Tempistica
Sinergie di costo	Razionalizzazione costi operativi e strutture	210	A regime (2022-2023)
	Riduzione costi del personale	300	In gran part entro 2021
Sinergie di ricavo	Incremento produttività commerciale	220	Graduale, post-integrazione
Costi one-off	Costi di integrazione	1270	Una tantum

Fonte: Intesa Sanpaolo, Presentazione agli investitori sull'OPS volontaria su UBI Banca, 18 febbraio 2020; elaborazione dell'autore

Le sinergie stimate erano anche qualitative, come ad esempio il rafforzamento della leadership nella *Corporate Social Responsibility* e il miglioramento della capacità di attrarre nuovi talenti e competenze, che sono aspetti fondamentali perché l'operazione abbia successo a lungo termine, anche se sono difficili da quantificare specialmente nel breve termine.

Le sinergie previste sono il cuore di un'operazione di *M&A*, e in particolare del piano post-acquisizione, ed erano la leva attraverso cui Intesa puntava a trasformare i costi dell'integrazione in benefici, migliorando l'efficienza (*cost/income* atteso), rafforzando la redditività (*ROE* atteso) e generando valore per gli azionisti. I risultati effettivamente raggiunti saranno discussi nel capitolo 3.

2.4.2 Il piano di riorganizzazione (IT, HR, filiali)

Perché si potessero ottenere dei benefici tangibili in termini di efficienza e redditività dall'integrazione, la realizzazione delle sinergie era considerata fondamentale, perciò la fusione tra Intesa e UBI prevedeva un piano di riorganizzazione interna che aveva il fine di realizzare le sinergie previste e ottimizzare il funzionamento del nuovo gruppo. Questo piano è stato avviato subito dopo il *closing* dell'operazione nel 2020, e riguardava i sistemi informativi, le risorse umane e la rete territoriale di filiali.

Per quanto riguarda i sistemi informativi (*IT*), la priorità era unificare le piattaforme tecnologiche, di conseguenza, tutte le attività di UBI sono state rapidamente spostate

sui sistemi informatici di Intesa entro aprile 2021¹⁰⁰, così milioni di dati e rapporti con la clientela di UBI sono confluiti nei *database* di Intesa. Il gruppo Intesa ora ha un unico sistema informativo, che è più efficiente poiché sono state eliminate le duplicazioni ed offre a tutta la clientela le medesime funzionalità. Anche i canali digitali sono stati uniformati per evitare dispersioni di risorse su sistemi duplicati, così i clienti ex UBI hanno iniziato a utilizzare l'app e il portale Intesa.

Le risorse umane sono state riorganizzate riducendo le ridondanze e integrandole contrattualmente e culturalmente. In questo processo è stato fondamentale l'accordo sindacale siglato a settembre 2020, che prevedeva l'uscita volontaria di 5.000 dipendenti prossimi alla pensione, e un contestuale inserimento di 2.500 nuove risorse più giovani. Gli obiettivi principali di questo accordo di uscita dei dipendenti *senior*, unita all'entrata di giovani e di competenze digitali, era il miglioramento della struttura dei costi e dell'innovatività del gruppo. Un ulteriore accordo che è stato raggiunto ad aprile 2021 riguardava i contratti, che sono stati uniformati dal punto di vista dei trattamenti economici e normativi del personale ex UBI a quelli di Intesa, per favorire un clima aziendale unitario. Anche i dirigenti ex UBI sono stati inclusi nella gestione aziendale e sono stati inseriti in posizioni chiave del nuovo gruppo, per rispettare gli impegni presi dal *management* Intesa. Per quanto riguarda l'aspetto della cultura aziendale, nel programma di integrazione sono stati definiti valori culturali comuni per il nuovo gruppo per preservare i punti di forza storici di UBI, come il radicamento territoriale e la vicinanza al cliente, integrandoli coi valori di innovazione e sostenibilità di Intesa.

Infine, la fusione ha causato l'incremento della rete territoriale di Intesa con circa 1.500 sportelli ex UBI, di cui però una grossa parte era sovrapposta a quelli di Intesa nelle stesse aree. Intesa aveva previsto di eliminare le duplicazioni, chiudendo o cedendo le filiali ridondanti, generando importanti sinergie di costo.

2.4.3 Il nuovo assetto di *governance* e controllo

L'assetto di *governance* del gruppo Intesa Sanpaolo è stato adeguato all'incorporazione di UBI Banca, nonostante abbia comunque mantenuto i suoi elementi fondamentali, rimanendo una società per azioni con modello monistico, che prevede la presenza del Consiglio di Amministrazione e del Comitato Controllo-Gestione interno. Ad aprile 2020 l'assemblea dei soci di Intesa aveva rinnovato gli organi sociali e confermato il *management*, con Gian Maria Gros-Pietro come Presidente e Carlo Messina come Consigliere Delegato e Amministratore Delegato, che hanno guidato l'integrazione e sono rimasti al timone anche dopo la fusione.¹⁰¹ La composizione della proprietà è cambiata dopo che sono subentrati i nuovi azionisti ex soci UBI, anche se con partecipazioni piccole. Il nocciolo duro di Intesa (Fondazioni Cariplo, Cariparo, Compagnia di Sanpaolo, BlackRock, ecc.) non ha subito diluizioni importanti, ad esempio, Compagnia di San Paolo è passata dal 6,79% a circa il 6%, mantenendo comunque il ruolo di primo socio. Il patto di consultazione CAR, che

¹⁰⁰ Intesa Sanpaolo S.p.A., Presentazione dei risultati dei primi nove mesi del 2021 (9M21), 2021

¹⁰¹ Intesa Sanpaolo, Assemblea degli azionisti, 27 aprile 2020

possedeva il 17% di UBI, invece si è sciolto e alcuni membri hanno venduto sul mercato le azioni Intesa ricevute.¹⁰²

Nei mesi subito dopo la fusione, per rispettare gli impegni dichiarati di valorizzazione del personale ex UBI, Intesa ha inserito diversi dirigenti ex UBI nei propri organi di *governance* e nel *management*, mentre alcuni dirigenti di seconda linea ex UBI sono stati messi alla guida di direzioni centrali del gruppo Intesa.

Anche il sistema dei controlli interni è stato uniformato sottoponendo tutte le attività ex UBI alle varie procedure e ai presidi di Intesa, quindi gli organi e le funzioni di controllo ex UBI (Collegio Sindacale, *Compliance*, *Risk Management*, *Internal Audit*) sono state unificate a quelle di Intesa. In particolare, la funzione di *Chief Risk Officer* di Intesa ha assorbito la gestione dei rischi del portafoglio ex UBI. Sono stati estesi alla clientela creditizia le metodologie interne di Intesa, come ad esempio i modelli interni di *rating* creditizio, poiché allineare le politiche creditizie e di *risk management* di Intesa, dato che gli *standard* ex UBI erano meno rigorosi, era un obiettivo esplicito dell'integrazione.¹⁰³ Sono state uniformate anche le procedure di *Compliance* antiriciclaggio e trasparenza. In generale questo allineamento ha ridotto i profili di rischio e ha garantito l'omogeneità nel monitoraggio del nuovo gruppo bancario.

Anche le relazioni coi territori storici di UBI sono state oggetto di attenzione per evitare che potesse essere percepito un distacco da parte degli *stakeholder* locali, e di conseguenza sono stati mantenuti e integrati i comitati territoriali ex UBI nel modello di *governance* zonale di Intesa. L'obiettivo era anche quello di far continuare il dialogo con le comunità locali; perciò, il gruppo ha destinato risorse anche a progetti filantropici nelle aree d'origine di UBI.

Quindi il nuovo assetto di *governance* e controllo post-acquisizione è stato strutturato per dare continuità nella leadership e nelle prassi aziendali di Intesa Sanpaolo, innestando però alcuni aspetti provenienti da UBI per rafforzare competenze e legami col territorio. Tutto il processo di integrazione è stato supervisionato dalle autorità di vigilanza, tra cui la BCE, che tra la fine del 2020 e l'inizio del 2021 ha esaminato l'integrazione; in particolare, la BCE si è focalizzata sulla *governance* del credito e sui modelli di rischio, senza riscontrare criticità.

¹⁰² Intesa Sanpaolo, Relazione sul governo societario, 2021

¹⁰³ Intesa Sanpaolo, "Risultati: Redditività resiliente e Stato Patrimoniale ulteriormente rafforzato attraverso una riduzione significativa dei crediti deteriorati. La combinazione con UBI Banca porta ulteriore creazione di valore", 2020

Capitolo 3 - Analisi economico-finanziaria dei risultati dell'operazione

3.1 - Valutazione di UBI Banca prima dell'acquisizione

Poco prima dell'annuncio dell'OPS fatto da Intesa Sanpaolo, il mercato valutava UBI Banca a sconto rispetto ai valori patrimoniali contabili, in un contesto di fondamentali economici caratterizzati da redditività strutturalmente contenuta. In questa sezione si analizzano i principali multipli di mercato di UBI Banca prima dell'operazione, l'andamento del titolo in Borsa e la capitalizzazione di mercato nel periodo immediatamente precedente all'offerta, nonché il confronto con un campione di banche comparabili nel contesto settoriale di riferimento, caratterizzato da basse valutazioni generalizzate per il settore bancario italiano.

3.1.1 Analisi dei multipli di mercato (P/BV , P/E)

Un primo indicatore della valutazione di UBI Banca preacquisizione è dato dal *Price to Book Value* (paragrafo 1.4.3.1). Dai dati di bilancio al 31 dicembre 2019, il Gruppo UBI Banca presentava un patrimonio netto contabile consolidato di circa €9,49 miliardi (incluso l'utile di periodo) a fronte di attività immateriali per circa €1,74 miliardi.¹⁰⁴ Il patrimonio netto tangibile (patrimonio netto al netto delle attività immateriali) era nell'ordine di €7,7 miliardi. Sul fronte della valutazione di mercato, il prezzo di Borsa di UBI Banca a fine 2019 era pari a €2,91 per azione¹⁰⁵, corrispondente a una capitalizzazione di circa €3,3 miliardi. Il multiplo P/BV di UBI Banca risultava dunque approssimativamente $0,35\times$ sui valori di fine 2019, indicando che il mercato attribuiva alla banca un valore di circa un terzo del patrimonio contabile e, anche considerando il patrimonio netto tangibile, il rapporto prezzo/valore contabile tangibile di UBI si collocava attorno a $0,43\times$. Nella Tabella 4 vengono riassunti i principali multipli di mercato di UBI Banca S.p.A. a fine 2019.

Tabella 4 - Principali multipli di mercato di UBI Banca a fine 2019 (pre-offerta).

Multiplo	Valore
P/BV contabile	$\sim 0,35\times$
P/TBV (tangibile)	$\sim 0,43\times$
P/E trailing (<i>reported</i>)	$\sim 26\times$
P/E adjusted (normalizzato)	$\sim 9-10\times$

Fonte: elaborazione dell'autore su dati di bilancio e dati di mercato UBI Banca 2019.

¹⁰⁴ UBI Banca, Relazione e Bilancio, 2019

¹⁰⁵ Serie storica dei prezzi azionari giornalieri del periodo 2019-2020 di UBI Banca, dati scaricati da investing.com

Un secondo indicatore rilevante è il *Price to Earnings (P/E)*. UBI Banca ha chiuso l'esercizio 2019 con un utile netto consolidato di pertinenza della capogruppo attribuibile agli azionisti di circa €124,4 milioni. Considerando un numero medio ponderato di azioni ordinarie in circolazione pari a circa 1,143 miliardi, l'*EPS reported* (utile per azione contabile) del 2019 di UBI si attestava intorno a €0,11; rapportando il prezzo di fine 2019 (€2,91) all'*EPS reported*, si ottiene un *P/E trailing* di circa 26×. Dato che quest'ultimo è distorto da componenti non ricorrenti negative che hanno inciso sull'utile d'esercizio, si considera l'utile normalizzato (€352,9 milioni, corrispondente a un *EPS* normalizzato di circa €0,31) per ottenere il *P/E adjusted* di UBI, pari a circa 9-10×, valore più contenuto e maggiormente indicativo della redditività tendenziale della banca. Questi multipli evidenziano come il titolo UBI Banca trattasse su livelli di valutazione moderati in termini di *P/E* normalizzato (intorno a 10 volte gli utili normalizzati, quindi con un *earning yield* implicito di circa il 10%), ma soprattutto depressi in termini di *P/BV*, con uno sconto di circa il 60% sul valore di libro del patrimonio netto tangibile.¹⁰⁶

Un *P/BV* inferiore all'unità non vuol dire però che ci si trovi di fronte ad una sottovalutazione. Soprattutto nel settore bancario si tratta più che altro del riflesso di una redditività sul capitale investito (*ROE*) insufficiente rispetto al costo del capitale proprio (*COE*), e infatti UBI Banca aveva un *ROE adjusted* (indicatore che misura la redditività del capitale proprio togliendo dall'utile netto gli effetti delle componenti non ricorrenti) stimato sui dati del bilancio 2019 leggermente inferiore al 4%, inferiore al *COE* medio del settore bancario nel 2019, come emerge dalle analisi della Banca d'Italia sul divario tra redditività attesa e costo del capitale.¹⁰⁷ Tali livelli di *P/BV* inferiori all'unità erano emblematici delle difficoltà strutturali del settore bancario italiano in quegli anni, caratterizzato da bassa redditività mediamente registrata dagli istituti (*ROE* contenuti), persistente rischio sul credito e sullo *stock* di *NPL* ereditati dalla crisi precedente (paragrafo 2.1), nonché scarsa fiducia del mercato sulla capacità di generare rendimenti superiori al costo del capitale. Nel caso di UBI, nonostante la banca evidenziasse indicatori di solidità patrimoniale e qualità del credito migliori della media di sistema (come si vedrà nel confronto con i *comparables*), il mercato continuava ad assegnare multipli contenuti, segnalando aspettative prudenti sulla crescita degli utili futuri e sul potenziale di creazione di valore autonomo della banca.

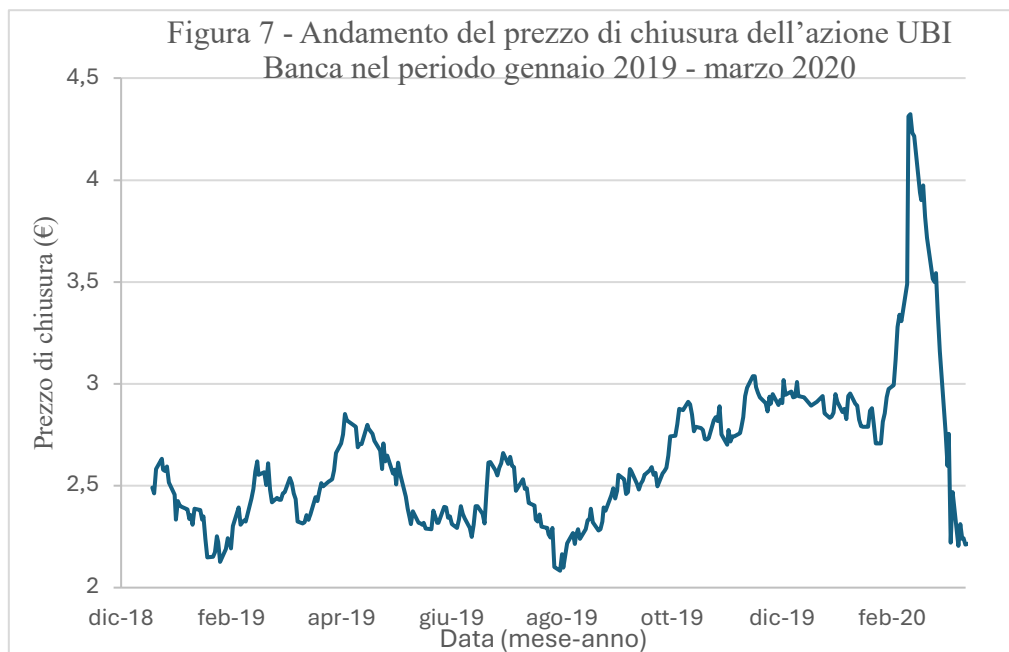
3.1.2 Andamento del titolo e capitalizzazione pre-offerta

Nel corso del 2019 il titolo UBI Banca ha registrato una *performance* positiva, in linea con il recupero generale dei mercati azionari e del settore bancario rispetto ai minimi toccati a fine 2018. Partito da quotazioni intorno ai €2,5 per azione a inizio 2019, il prezzo dell'azione UBI ha mostrato un progressivo rafforzamento nel corso dell'anno, riflettendo sia il miglioramento del contesto di mercato (riduzione dello *spread* sui titoli di Stato italiani, aspettative di politiche monetarie accomodanti) sia i segnali di avanzamento del piano di *de-risking* e ristrutturazione interna della banca. A fine 2019, come detto, il titolo quotava €2,91. La capitalizzazione di mercato a fine 2019 si attestava attorno ai €3,3 miliardi. Nel primo trimestre del 2020, prima dell'annuncio dell'offerta di Intesa, UBI Banca ha proseguito il *trend* positivo e il titolo è salito oltre

¹⁰⁶ UBI Banca, Relazione e Bilancio, 2019

¹⁰⁷ Banca d'Italia, Relazione sulla stabilità finanziaria 2, 2019

la soglia di €3 per azione, beneficiando anche della presentazione dei risultati annuali 2019 e delle aspettative sul nuovo piano industriale, chiudendo a €3,31 il venerdì 14 febbraio 2020¹⁰⁸, sovraperformando leggermente l'indice settoriale italiano FTSE Italia Banche, segnale di un moderato interesse speculativo sul titolo in un contesto di possibili operazioni straordinarie nel settore, anche se, trattandosi di una sovra *performance* quantitativamente contenuta, non era sufficiente a indicare una revisione strutturale delle aspettative del mercato sulla capacità di creazione di valore *stand-alone* della banca. Nella Figura 7 si può osservare l'andamento dei prezzi di chiusura giornalieri del titolo UBI Banca S.p.A. (ticker UBI) da gennaio 2019 a marzo 2020.



Fonte: elaborazione dell'autore su dati storici UBI Banca (prezzi di chiusura giornalieri da gennaio 2019 a marzo del 2020)

Il 17 febbraio 2020, successivamente alla presentazione del nuovo Piano Industriale, UBI Banca chiude con una quotazione di €3,49, con un incremento di oltre il 5% rispetto alla chiusura di venerdì 14 febbraio. Il giorno stesso, a mercati chiusi, Intesa Sanpaolo ha annunciato a sorpresa un'Offerta Pubblica di Scambio volontaria sulla totalità delle azioni UBI Banca (paragrafo 2.3.1). La notizia ha innescato una immediata reazione del mercato: il giorno successivo (18 febbraio 2020) il titolo UBI Banca è balzato di oltre il 20%, aprendo in forte rialzo e chiudendo intorno a €4,31 per azione, avvicinandosi rapidamente al valore implicito offerto da Intesa Sanpaolo. La seduta del 18 febbraio ha visto volumi di scambio eccezionalmente elevati (oltre 100 milioni di azioni trattate, pari a circa il 9% del capitale UBI), segno dell'ampia rivalutazione effettuata dal mercato sul nuovo prezzo obiettivo determinato dall'offerta. Nei giorni successivi, il titolo UBI si è stabilizzato appena al di sotto del prezzo implicito dell'offerta iniziale, evidenziando la convinzione degli investitori che l'operazione avesse buone probabilità di successo e limitando il potenziale *upside* ulteriore del corso azionario *stand-alone*. C'è da dire però che dopo pochissimi giorni il prezzo ha subito un crollo, ma non per ragioni di *M&A*, bensì per l'inizio dello *shock*

¹⁰⁸ Serie storica dei prezzi azionari giornalieri del periodo 2019-2020 di UBI Banca, dati scaricati da [investing.com](https://www.investing.com)

COVID sul mercato italiano. Dunque, immediatamente dopo l'annuncio, la capitalizzazione si è allineata al nuovo valore implicito offerto, salendo nell'ordine dei €4,8-5 miliardi.¹⁰⁹ È importante notare che l'annuncio dell'OPS è avvenuto contestualmente alla presentazione del nuovo piano industriale di UBI, evento che ha avuto solo parziale riscontro nelle quotazioni (circa +5% solo il 17 febbraio), e che in assenza di offerta avrebbe potuto produrre una rivalutazione del titolo, anche se non è possibile stabilire con certezza se e in quale misura tali informazioni sarebbero state incorporate nei prezzi di mercato in assenza dell'OPS, anche alla luce del contesto macroeconomico incerto. Di fatto, la dinamica di mercato pre-offerta di UBI Banca era già moderatamente positiva, ma l'OPS di Intesa ha bruscamente riallineato il prezzo alle attese di valorizzazione da scenario *M&A*, incorporando di colpo quel premio di controllo che altrimenti si sarebbe eventualmente manifestato solo nell'ipotesi di aggregazioni future. Nel complesso, fino all'ultima quotazione “non influenzata” dall'OPS, il titolo UBI aveva recuperato circa +50% in un anno (14 febbraio 2019 - 14 febbraio 2020), riflettendo sia il rimbalzo generale del settore sia le specifiche migliorie della banca, ma partendo da livelli di valutazione assoluta storicamente depressi (paragrafo 2.1).¹¹⁰

3.1.3 Confronto con banche comparabili e contesto di mercato

Per contestualizzare la valutazione di UBI Banca prima dell'OPS, è utile confrontare i suoi indicatori di mercato con quelli di altri istituti bancari comparabili per modello di *business* (banca commerciale), area geografica di operatività (Italia), e dimensione (medio-grande). Inoltre, per completezza, il confronto include i principali gruppi bancari nazionali per valutare UBI all'interno del più ampio contesto settoriale. Nel panorama bancario italiano del 2019-2020, quasi tutte le banche quotate presentavano multipli di mercato contenuti, riflettendo le sfide strutturali del settore. In particolare, le banche commerciali di media dimensione (segmento nel quale rientrava UBI insieme a Banco BPM e BPER Banca) trattavano a forti sconti rispetto ai valori di libro. Ad esempio, a fine 2019 Banco BPM presentava un *P/BV* intorno a $0,26\times$ e BPER Banca intorno a $0,4\times$,^{111; 112} valori in linea con quello di UBI e sintomatici di una generalizzata valutazione prudenziale di mercato delle banche italiane. Persino i principali gruppi bancari nazionali, più redditizi e diversificati, scambiavano sotto il valore contabile. Ad esempio, Intesa Sanpaolo¹¹³ quotava¹¹⁴ a circa $0,7\times$ il proprio *book value* a inizio 2020, mentre UniCredit¹¹⁵ era penalizzata dalla maggiore esposizione internazionale e da un profilo di rischio percepito più elevato; quindi, trattava¹¹⁶ su multipli ancora più compressi (circa $0,4-0,5\times$). Il contesto di mercato era quindi caratterizzato da *valuations* basse in termini patrimoniali, con investitori cauti verso il settore bancario europeo continentale, specialmente in Italia, a causa di tassi di interesse estremamente bassi (quando non negativi)¹¹⁷ che erodevano i margini

¹⁰⁹ Elaborazione dell'autore sulla serie storica dei prezzi azionari giornalieri e sul Bilancio 2019 di UBI Banca

¹¹⁰ Serie storica dei prezzi azionari giornalieri del 2019 di UBI Banca, dati scaricati da [investing.com](https://www.investing.com)

¹¹¹ BPER Banca, Bilancio consolidato 2019; Banco BPM, Bilancio consolidato 2019

¹¹² Borsa Italiana, Serie storica dei prezzi azionari di BPER Banca e Banco BPM del periodo 2019-2020

¹¹³ Intesa Sanpaolo, Bilancio, 2019

¹¹⁴ Borsa Italiana, Serie storica dei prezzi azionari di Intesa Sanpaolo del periodo 2019-2020

¹¹⁵ Unicredit, Bilancio, 2019

¹¹⁶ Borsa Italiana, Serie storica dei prezzi azionari di UniCredit del periodo 2019-2020

¹¹⁷ European Central Bank, Financial Stability Review, 2019

d'interesse, della competizione crescente (anche da operatori *fintech*) e dell'eredità di crediti deteriorati che ancora gravava sui bilanci, sebbene in diminuzione. Nella Tabella 5 è osservabile una comparazione del multiplo P/BV tra UBI Banca e le principali banche comparabili italiane.

Tabella 5 - Confronto del P/BV tra UBI Banca e le principali banche comparabili (dati 2019)

Banca	P/BV
UBI Banca	$\sim 0,35\times$
Banco BPM	$\sim 0,26\times$
BPER Banca	$\sim 0,40\times$
Intesa Sanpaolo	$\sim 0,73\times$
UniCredit	$\sim 0,4-0,5\times$

Fonte: Elaborazione dell'autore su dati di bilancio 2019 delle banche indicate e dati di mercato di fine 2019.

Nel confronto tra UBI e i *comparables*, UBI Banca mostrava alcuni punti di forza relativi che tuttavia il mercato pareva non premiare appieno nella valutazione, suggerendo che tali elementi, pur migliorativi in termini relativi, non fossero ritenuti sufficienti dagli investitori a modificare in modo sostanziale le prospettive di redditività strutturale della banca. Ad esempio, sul fronte della qualità dell'attivo UBI esibiva un *NPL ratio* lordo inferiore alla media, infatti al termine del 2019 il peso dei crediti deteriorati lordi di UBI sul totale crediti era attorno al 7,8% (paragrafo 2.2), in diminuzione grazie alle cessioni realizzate, mentre Banco BPM e BPER presentavano rapporti più elevati (rispettivamente circa 9% e 11%).¹¹⁸ Anche i coefficienti patrimoniali regolamentari di UBI erano solidi (*CET1 ratio* circa 12,3% a fine 2019) e comparabili a quelli dei *peer*, denotando un sufficiente livello di capitalizzazione. Sul piano della redditività, la banca aveva faticato negli anni precedenti a conseguire *ROE* elevati, infatti, come indicato precedentemente, il *ROE adjusted* di UBI per il 2019 si collocava leggermente al di sotto del 4%, in linea con Banco BPM e inferiore all'8,8% di Intesa Sanpaolo (che beneficiava di economie di scala e diversificazione maggiori)¹¹⁹. Questi numeri spiegano in parte perché il mercato applicasse multipli P/E modesti ai titoli bancari, infatti con rendimenti del capitale (*ROE*) così bassi, spesso inferiori al costo del capitale, gli investitori tendevano a valutare le banche ben

¹¹⁸ BPER Banca S.p.A., Bilancio consolidato 2019; Banco BPM S.p.A., Bilancio consolidato 2019; Borsa italiana, serie storica dei prezzi azionari giornalieri di BPER Banca S.p.A. del periodo 2019-2020; Borsa italiana, serie storica dei prezzi azionari giornalieri di Banco BPM S.p.A. del periodo 2019-2020

¹¹⁹ Intesa Sanpaolo, Bilancio, 2019

al di sotto del valore di libro, scontando la scarsa capacità di generare profitto incrementale e la necessità di ulteriori razionalizzazioni.

In definitiva, il contesto di mercato pre-OPS era caratterizzato da valutazioni borsistiche penalizzanti per UBI e i suoi comparabili, ma al tempo stesso da pressioni competitive e regolamentari che rendevano plausibile un'aggregazione; il contesto di mercato pre-OPS era caratterizzato da valutazioni borsistiche penalizzanti per UBI e i suoi comparabili, oltre che, come già discusso nello scorso capitolo, da pressioni competitive e regolamentari che rendevano plausibile un'operazione di aggregazione, creando le condizioni di mercato in cui Intesa Sanpaolo ha lanciato la sua offerta, che verrà analizzata nel paragrafo successivo.

3.2 - Analisi della congruità del prezzo offerto da Intesa

Il successo di un'operazione di *M&A* ostile dipende dalla percezione di convenienza da parte degli azionisti della società *target*, così in questa analisi la valutazione della congruità dell'offerta passerà per tre livelli. Si parte dall'analisi del premio implicito rispetto ai prezzi di mercato pre-offerta, passando al confronto con la prassi di mercato. Dopodiché si passa al confronto del corrispettivo con i fondamentali di UBI (valori contabili, redditività, contributo al gruppo e alle sinergie), anche alla luce del giudizio di non congruità espresso dal CdA UBI, e infine si prendono in considerazione le valutazioni esterne, come quelle delle agenzie di *rating*, che contribuiscono a inquadrare la percezione di mercato sull'adeguatezza dell'offerta.

3.2.1 Premio di controllo implicito nell'offerta

La proposta di acquisto di Intesa Sanpaolo su UBI Banca incorporava un premio implicito di controllo sostanzialmente in linea con le consuetudini di mercato. In base ai prezzi di Borsa antecedenti l'annuncio, l'offerta iniziale, formulata interamente in azioni, presentava un sovrapprezzo di circa +27,6%¹²⁰ rispetto alla quotazione pre-operazione di UBI.¹²¹ Successivamente, con l'aggiunta di un conguaglio in contanti nell'estate 2020, Intesa ha elevato tale premio complessivo a circa +44,7%¹²², calcolato sempre sui valori preannuncio. Pur collocandosi nella fascia alta delle operazioni analoghe, un differenziale di questa entità è coerente con la prassi finanziaria in materia di acquisizioni ostili e riflette la ferma volontà dell'offerente di assicurarsi il buon esito dell'operazione.

Per contestualizzare la congruità di questo premio, va considerato il contesto settoriale e la situazione di partenza di UBI Banca, infatti alla vigilia dell'offerta, le valutazioni di mercato delle banche italiane, UBI inclusa, risultavano depresse, complice un clima di incertezza macroeconomica e una redditività modesta del settore creditizio. In questo contesto, Intesa Sanpaolo ha potuto fare un'offerta che, in termini percentuali, appariva elevata, ma che in valore assoluto rimaneva contenuta rispetto ai fondamentali della banca *target*. In altre parole, il premio implicito serviva in parte a

¹²⁰ Intesa Sanpaolo, Comunicazione ex art. 102 TUF sull'OPS volontaria su UBI Banca, 17/02/2020

¹²¹ Serie storica dei prezzi azionari giornalieri del periodo 2019-2020 di UBI Banca, dati scaricati da [investing.com](https://www.investing.com)

¹²² Intesa Sanpaolo S.p.A., Comunicato stampa sull'aumento del corrispettivo dell'Offerta Pubblica di Scambio su Unione di Banche Italiane S.p.A., 17 luglio 2020

ridurre lo sconto di UBI in Borsa, più che rappresentare un sovrapprezzo eccessivo pagato dall'acquirente.

Un premio di controllo elevato trova peraltro giustificazione nella natura ostile dell'offerta. In operazioni non concordate, è necessario offrire agli azionisti della società *target* un incentivo sostanzioso affinché accettino di cedere il controllo, compensandoli per la rinuncia alle potenziali creazioni di valore futuro *stand-alone* e la prassi di mercato mostra infatti che nelle acquisizioni bancarie ostili o competitive i premi di maggioranza tendono a collocarsi su livelli superiori rispetto alle operazioni amichevoli. Nel caso in esame, il *range* che va da +27% nella fase iniziale fino a +45% dopo il rilancio si inserisce proprio in questa logica. Il *management* di UBI aveva giudicato non congruo il corrispettivo, rilevando come il premio dichiarato fosse calcolato su un prezzo di Borsa inficiato dalla contemporanea pubblicazione di un nuovo piano industriale, evento che, in assenza dell'OPS, avrebbe potuto apprezzare il titolo UBI.¹²³ Intesa ha risposto dimostrando flessibilità, tramite l'aumento del premio durante il periodo di adesione con l'aggiunta di una parte in contanti, una mossa non comune, così da allineare l'offerta alle aspettative del mercato pur di far aderire gli azionisti.

È importante sottolineare che un premio percentuale elevato non corrisponde necessariamente a un esborso eccessivo in termini assoluti. Nel caso Intesa-UBI, infatti, il prezzo offerto incorporava multipli di bilancio (paragrafo 3.1.1) tutt'altro che esorbitanti, concetto che verrà illustrato nel paragrafo successivo.

3.2.2 Analisi della congruità secondo i criteri finanziari

Oltre al premio di mercato, la congruità dell'offerta va valutata rispetto ai fondamentali finanziari di UBI, in particolare rispetto al patrimonio netto (circa €9,5 miliardi a fine 2019) e al patrimonio netto tangibile che ammontava a circa €7,7 miliardi a fine 2019.¹²⁴ L'offerta iniziale di Intesa Sanpaolo valorizzava UBI circa €4,86 miliardi¹²⁵, pari a circa il 62-63% del suo patrimonio netto tangibile (*P/TBV* circa di 0,62×),¹²⁶ quindi ben al di sotto del valore contabile. Lo scostamento, senza considerare la cessione del ramo d'azienda a BPER Banca, sarebbe pari a circa €4,6 miliardi, e secondo il CdA di UBI dimostrava l'inadeguatezza dell'offerta¹²⁷ poiché tale differenza avrebbe generato per Intesa un *goodwill* negativo, ossia un provento straordinario derivante dall'acquisto a un prezzo inferiore al valore contabile netto. Anche dopo il rilancio con componente *cash*, l'offerta finale di Intesa Sanpaolo valorizzava UBI circa €5,5 miliardi¹²⁸, ovvero circa il 70% del suo patrimonio netto tangibile. Sebbene un *P/TBV* di circa 0,7× non fosse basso nel contesto del mercato bancario italiano del 2020, era considerato poco generoso dal *management* di UBI alla luce della solidità patrimoniale e delle prospettive di crescita autonoma dichiarate nel piano industriale.

¹²³ UBI Banca, Comunicato dell'emittente ex art. 103 TUF sull'OPS volontaria promossa da Intesa Sanpaolo, 3 luglio 2020

¹²⁴ UBI Banca, Relazione e Bilancio, 2019

¹²⁵ Elaborazione propria su Comunicato ex art. 102 TUF di Intesa Sanpaolo del 17 febbraio 2020 e dati di bilancio 2019 UBI Banca

¹²⁶ Elaborazione propria su dati di bilancio UBI Banca del 2019

¹²⁷ UBI Banca, Comunicato dell'emittente ex art. 103 TUF sull'OPS volontaria promossa da Intesa Sanpaolo, 3 luglio 2020

¹²⁸ Elaborazione propria su Comunicato di aumento offerta di Intesa Sanpaolo del 17 luglio 2020

Un secondo aspetto cruciale è la ripartizione delle sinergie attese dall'aggregazione. Intesa Sanpaolo stimava sinergie annue lorde di circa €730 milioni,¹²⁹ con un valore attuale netto pari a circa €3,2 miliardi, stima ottenuta da una rielaborazione del *management* di UBI Banca sulla base dei dati ufficiali di Intesa Sanpaolo.¹³⁰ Il punto centrale è quanta parte di questo valore sarebbe stata riconosciuta agli azionisti UBI nel prezzo offerto. Il Consiglio di Amministrazione di UBI rilevava che ai propri azionisti sarebbero spettati benefici pari a circa €320 milioni,¹³¹ circa il 10% delle sinergie nette stimate, mentre i restanti benefici sarebbero andati agli azionisti Intesa. Questa distribuzione del valore è stata giudicata penalizzante dal CdA UBI poiché UBI avrebbe contribuito a gran parte delle sinergie (soprattutto tramite tagli di costi), ma ai suoi soci ne sarebbe stata riconosciuta una parte non proporzionale. Dal punto di vista di Intesa, tuttavia, questa è una strategia razionale di mercato volta a massimizzare il valore catturato dagli azionisti esistenti, riconoscendo all'impresa *target* un premio sufficiente a garantire il successo dell'OPS.

Un ulteriore indicatore per analizzare la congruità del prezzo offerto è il contributo di UBI al nuovo gruppo Intesa-UBI a confronto con la quota di capitale assegnata ai suoi soci. Prima dell'OPS, sulla base dei bilanci consolidati 2019, UBI rappresentava circa il 13% degli attivi pro-forma del gruppo combinato e una percentuale di circa il 17% dei proventi operativi netti,¹³² evidenziando un peso sui ricavi superiore a quello sugli attivi. Si tengano in considerazione, inoltre, circa tre milioni di clienti concentrati in aree economicamente strategiche, prima fra tutte la Lombardia. Eppure, post-fusione, gli azionisti UBI si sarebbero ritrovati con una partecipazione pari a circa il 10% del capitale della nuova Intesa Sanpaolo. A fronte di un contributo industriale e commerciale prossimo a circa un ottavo delle dimensioni complessive del nuovo gruppo, agli ex soci UBI sarebbe dunque spettata una percentuale di *ownership* leggermente inferiore, segnalando una possibile sottovalutazione relativa nella definizione del concambio. Questo elemento corrobora la tesi del *management* di UBI secondo cui l'offerta non fosse particolarmente generosa. Se fosse stato riconosciuto a UBI un valore proporzionale al suo peso nel gruppo risultante, al netto delle sinergie generate grazie a UBI stessa, i suoi azionisti avrebbero dovuto ottenere una quota di capitale lievemente maggiore, oppure un corrispettivo in contanti più elevato a compensazione.

Bisogna poi considerare le prospettive autonome di UBI e i relativi multipli di mercato impliciti nell'offerta. Secondo il Piano Industriale 2020-2022 di UBI Banca (paragrafo 2.3.2), oltre la crescita degli utili, si stimava un impatto positivo una tantum di circa 350 milioni di euro sull'utile netto 2021 in caso di esecuzione di determinate iniziative. Secondo il Consiglio di Amministrazione di UBI, il corrispettivo offerto da Intesa non valorizzava adeguatamente queste prospettive di crescita autonoma né il valore latente di alcuni *asset* pregiati del gruppo: il prezzo offerto incorporava multipli particolarmente contenuti sugli utili prospettici di UBI. Rapportando, ad esempio, il corrispettivo unitario iniziale, pari a circa €4,25 per azione UBI¹³³ considerando

¹²⁹ Intesa Sanpaolo, Presentazione agli investitori dell'OPS volontaria sulla totalità delle azioni ordinarie di UBI Banca, 18 febbraio 2020

¹³⁰ UBI Banca, Comunicato dell'emittente ex art. 103 TUF sull'OPS volontaria promossa da Intesa Sanpaolo, 3 luglio 2020

¹³¹ UBI Banca, Comunicato dell'emittente ex art. 103 TUF sull'OPS volontaria promossa da Intesa Sanpaolo, 3 luglio 2020

¹³² Elaborazioni dell'autore su dati di bilancio 2019 di Intesa Sanpaolo e UBI Banca

¹³³ Intesa Sanpaolo, Comunicazione ex art. 102 TUF sull'OPS volontaria su UBI Banca, 17/02/2020

esclusivamente le azioni Intesa offerte prima dell'aggiunta della componente *cash*, all'utile per azione previsto dal Piano 2022, stimato in circa €0,60 per azione sulla base delle proiezioni dell'utile di piano, si ottiene un rapporto *P/E* prospettico intorno a 7×, ben inferiore sia ai multipli medi di mercato sia a quelli ai quali trattava la stessa Intesa. In sostanza, pur offrendo un premio rispetto ai prezzi di mercato pre-OPS, Intesa non riconosceva nel suo prezzo né le potenzialità di crescita *stand-alone* di UBI né gli effetti delle azioni di *de-risking* e di rafforzamento patrimoniale già messe in atto da UBI negli anni precedenti, azioni che costituivano la base per una creazione di valore sostenibile a medio termine per gli azionisti UBI. Di ciò il mercato azionario non aveva forse pienamente tenuto conto (paragrafo 3.1.2).

Alla luce di tutti questi elementi, tra cui patrimoni contabili, multipli, sinergie e piani industriali, si può formulare un giudizio ragionato sulla congruità dell'offerta Intesa-UBI. Dal lato di UBI Banca, l'analisi finanziaria porta a conclusioni critiche: i multipli offerti risultavano inferiori ai *benchmark* fondamentali, con un *P/TBV* largamente inferiore all'unità e un *P/E* prospettico molto basso; il premio sul prezzo di mercato appariva insufficiente a compensare la sottovalutazione iniziale e a riconoscere il contributo apportato da UBI al gruppo risultante; inoltre, la condivisione delle sinergie future risultava sbilanciata a svantaggio degli azionisti di UBI. Dal lato di Intesa Sanpaolo, specularmente, l'operazione si prospettava estremamente conveniente: Intesa acquistava un asset di buona qualità a un prezzo ragionevole, generando un significativo valore aggiunto per i propri azionisti. In definitiva, la congruità del prezzo offerto può essere giudicata equa nell'ottica di breve periodo e rispetto ai valori di mercato, come sostenuto da Intesa e da diversi analisti, ma subottimale nell'ottica fondamentale di lungo periodo dal punto di vista di UBI, come argomentato dal Consiglio di Amministrazione di UBI con il supporto dei propri *advisor*. Questa dicotomia riflette il conflitto sottostante all'OPS: ciò che è apparso vantaggioso e irrinunciabile per il mercato nel 2020 si è rivelato, a un'analisi più critica, un prezzo non pienamente soddisfacente per il reale valore di UBI Banca come entità autonoma.

3.2.3 Posizione delle agenzie di *rating*

La reazione delle agenzie di *rating* all'operazione fornisce un ulteriore elemento di giudizio sul merito e sulla sostenibilità dell'acquisizione, pur da una prospettiva diversa (quella dei creditori e della solidità patrimoniale). Subito dopo l'annuncio dell'OPS, Standard & Poor's ha posto il *rating* di UBI Banca (BBB-) in *CreditWatch* positivo, segnalando la probabilità di un *upgrade* di un *notch* in caso di buon fine dell'operazione. S&P ha motivato tale decisione con il "giudizio positivo sull'operazione, che darà vita a un nuovo gruppo con maggior peso competitivo a livello europeo", giudicando limitati i rischi di integrazione e "neutrale" l'impatto sulla qualità degli *asset* del gruppo combinato. Contestualmente, S&P ha confermato il *rating* di Intesa Sanpaolo (BBB/A-2), ribadendo che l'*outlook* negativo associato era dovuto esclusivamente al *rating* sovrano dell'Italia e non a effetti dell'operazione.¹³⁴

Anche Fitch Ratings ha rapidamente segnalato un orientamento analogo, poiché già a febbraio 2020 ha posto UBI in *Rating Watch Positive*, indicando che l'elemento chiave per il credito UBI sarebbe divenuta la probabile integrazione in un gruppo più forte.

¹³⁴ Standard & Poor's Global Ratings, *Research Update: UBI Banca placed on CreditWatch Positive Following Intesa Sanpaolo Tender Offer; Intesa Sanpaolo Ratings Affirmed*, 19 febbraio 2020

Nei mesi successivi, durante la crisi pandemica, Fitch ha temporaneamente rivisto al ribasso il *rating standalone* di UBI (da BBB- a BB+ in aprile 2020, dopo il *downgrade* del *rating* sovrano italiano), ma ha mantenuto il “*Watch Positive*” su UBI proprio in virtù dell’offerta Intesa in corso, segno che prevedeva un miglioramento del merito di credito di UBI una volta acquisita. A operazione conclusa, Fitch ha poi riallineato il rating di UBI a quello di Intesa, ritirando il *Viability Rating standalone* della banca acquisita.¹³⁵

Infine, DBRS Morningstar ha allineato i *rating* di UBI a quelli di Intesa subito dopo il completamento dell’OPS: ad agosto 2020 DBRS ha aumentato UBI di un *notch* portando il *Long-Term Issuer Rating* a BBB (*high*), pari al *rating* di Intesa, e classificando UBI come “*core subsidiary*” di Intesa Sanpaolo. DBRS ha commentato che l’acquisizione è in gran parte neutrale per il profilo di credito di Intesa, evidenziando come UBI rafforzi la già solida posizione domestica di Intesa (in termini di quote di mercato in *loans* e *deposits*) e apporti opportunità di crescita nei segmenti del *wealth management* e *bancassurance*. L’agenzia ha anche notato che i benefici completi dell’operazione richiederanno tempo e un’attenta esecuzione (*execution risk* gestibile, dato il *track record* di Intesa), ma che nel frattempo l’impatto su capitalizzazione e *funding* di Intesa è marginale. Un punto interessante del rapporto DBRS è il riferimento esplicito alla generazione di *badwill* da €2,8 miliardi, che Intesa avrebbe potuto utilizzare per accelerare il *derisking* ulteriore riducendo lo *stock* di *NPL*. Questo conferma come le agenzie vedessero nell’operazione un potenziale miglioramento della qualità degli attivi del gruppo combinato, grazie alla possibilità di impiegare la differenza di prezzo pagato vs patrimonio netto di UBI per ripulire i bilanci (effetto positivo per obbligazionisti e depositanti).¹³⁶

In conclusione, le agenzie di *rating* hanno complessivamente avallato l’operazione, interpretandola come un rafforzamento del profilo creditizio di Intesa Sanpaolo e come un beneficio per la solidità finanziaria di UBI, i cui *rating* risultano avvicinarsi o in alcuni casi allinearsi a quelli dell’acquirente suggerendo che, dal punto di vista dei creditori e dei *debtholders*, il prezzo riconosciuto da Intesa non ha comportato un deterioramento significativo della struttura patrimoniale e finanziaria del gruppo acquirente, indicando che l’operazione non è stata percepita come eccessivamente onerosa.

3.3 - Le sinergie previste: stime e realizzazioni

L’OPS lanciata da Intesa Sanpaolo su UBI Banca è stata giustificata principalmente dall’attesa di consistenti sinergie economico-finanziarie. Intesa stimava che l’aggregazione avrebbe generato circa €730 milioni annui di sinergie lorde pre-tasse (stima iniziale), di cui ~€510 milioni da taglio costi e ~€220 milioni da maggiori ricavi.¹³⁷ Tali benefici attesi, pari a un valore attuale netto di circa €3,2 miliardi al netto dei costi di integrazione,¹³⁸ costituivano un elemento chiave per la creazione di valore

¹³⁵ CONSOB, Documento di Offerta relativo all’offerta pubblica di acquisto e scambio volontaria totalitaria promossa da Intesa Sanpaolo S.p.A. su azioni ordinarie di Unione di Banche Italiane S.p.A., Sezione “*Rating Agencies*”, 26 giugno 2020

¹³⁶ DBRS Morningstar, *DBRS Morningstar Confirms Intesa and Upgrades UBI’s Issuer Rating to BBB (high) Following the Conclusion of Intesa’s Offer*, Press Release, 7 agosto 2020

¹³⁷ Intesa Sanpaolo, Presentazione agli investitori sull’OPS volontaria su UBI Banca, 18 febbraio 2020

¹³⁸ Stima di UBI Banca, presente nella Comunicazione ex art. 103 TUF del 3 luglio 2020, fatta su dati della Presentazione agli investitori sull’OPS di Intesa Sanpaolo del 18 febbraio 2020

dell'operazione. Di seguito si analizzano nel dettaglio le componenti di sinergia previste, confrontando le stime iniziali con le realizzazioni (o gli aggiornamenti) emerse a seguito dell'integrazione, e si valuta la realistica di tali stime e i rischi connessi alla loro esecuzione.

3.3.1 Risparmi di costo (personale, filiali, funzioni centrali)

Sul fronte dei costi operativi, l'aggregazione Intesa-UBI presentava evidenti potenziali di razionalizzazione, e infatti Intesa Sanpaolo prevedeva di eliminare duplicazioni nelle strutture centrali e di ottimizzare la rete commerciale, realizzando sinergie di costo stimate inizialmente in circa €510 milioni annui a regime (paragrafo 2.4.1). I risparmi più rilevanti si dovevano ottenere con la riduzione del personale in esubero, inoltre era stato pianificato di agire sugli sportelli, chiudendo delle filiali sovrapposte, e infine sulle strutture amministrative e *IT* accentrando le funzioni e le piattaforme.

Per quanto riguarda il personale, Intesa aveva pianificato un massiccio programma di uscite volontarie e prepensionamenti tra i dipendenti, e così in fase di offerta fu comunicato un accordo con i sindacati per circa 5.000 uscite volontarie dal gruppo risultante, compensate in parte da nuove assunzioni per mitigare l'impatto sociale (2.500 ingressi previsti entro il 2024), che avrebbero comportato sinergie di costo per €340 milioni.¹³⁹ L'adesione del personale al piano di esodo è stata molto superiore alle attese, infatti Intesa ha ricevuto circa 7.200 richieste di uscita, un numero ben maggiore delle 5.000 inizialmente stimate, tanto da decidere di accoglierle tutte. Ciò ha permesso di incrementare le sinergie di costo attese. Di contro, le assunzioni previste sono passate a 3.500 e i costi di integrazione una tantum sono risultati più elevati per finanziare gli incentivi all'esodo (circa €1,2 miliardi lordi accantonati per le uscite volontarie), importo comunque speso interamente nel 2020 e coperto dal *badwill* generato.¹⁴⁰

Un secondo pilastro delle sinergie di costo risiede nella razionalizzazione della rete di sportelli. L'unione di due grandi banche con forte presenza territoriale ha reso necessaria la chiusura di molte filiali duplicate nelle stesse piazze, in un mercato italiano caratterizzato da sovraccapacità distributiva. La cessione a BPER, perfezionata a inizio 2021, ha ridotto l'impatto dimensionale immediato dell'aggregazione. Oltre a queste cessioni obbligate, Intesa ha pianificato la chiusura di ulteriori sportelli nell'ambito del proprio *network* consolidato, per eliminare sovrapposizioni e migrare la clientela verso canali digitali. Già entro fine 2020 risultavano razionalizzate oltre 1.000 filiali del gruppo (conteggiando anche quelle UBI).¹⁴¹

La terza area di risparmio concerne le strutture centrali, i servizi amministrativi e i sistemi informativi. L'integrazione ha consentito di eliminare duplicazioni in sede centrale (ad esempio uffici direzionali, funzioni di *back office* e di sede prima presenti sia in Intesa sia in UBI) con conseguente riduzione di costi amministrativi e consulenze. Inoltre, la migrazione di UBI sui sistemi *IT* di Intesa Sanpaolo ha generato efficienze: mantenere un'unica piattaforma informatica e un *set* unificato di procedure

¹³⁹ Intesa Sanpaolo, Presentazione agli investitori sull'OPS volontaria su UBI Banca, 18 febbraio 2020

¹⁴⁰ Intesa Sanpaolo, Bilancio consolidato, 2020

¹⁴¹ Intesa Sanpaolo, Bilancio consolidato, 2020

operative permette risparmi sulle spese *ICT* e di sviluppo. Il polo informatico di UBI (UBISS) è stato gradualmente assorbito e le attività ridondanti sono state cessate, completando la migrazione *IT* entro aprile 2021.¹⁴²

In sintesi, sul fronte delle funzioni centrali Intesa ha confermato le aspettative di riduzione dei costi operativi, beneficiando di economie di scala e di scopo tipiche delle fusioni bancarie (ad esempio nella gestione accentrata di tesoreria, *audit*, *compliance*, acquisti, ecc.). I dati al terzo trimestre 2020 già evidenziavano una diminuzione dei costi operativi (-3,7% vs 9M 2019 escludendo UBI), segno che il gruppo stava contenendo le spese anche durante l'integrazione; includendo UBI, il *cost/income* risultava al 50,7%, solo marginalmente peggiore del 50,2% senza UBI, a conferma di un buon assorbimento iniziale dei costi della nuova entità.¹⁴³ Alla luce di quanto sopra, le sinergie di costo previste si sono concretizzando in pieno. Intesa ha rivisto al rialzo il totale delle sinergie attese da costo a oltre €700 milioni annui (circa +27% rispetto alla stima iniziale), grazie soprattutto al maggior numero di uscite di personale e ai conseguenti risparmi permanenti.¹⁴⁴

3.3.2 Aumento dei ricavi: *cross-selling* e *digital banking*

Oltre ai tagli di costo, Intesa Sanpaolo ha prospettato sinergie di ricavo derivanti dall'operazione, sebbene più moderate in valore assoluto. In sede di offerta si stimavano circa €220 milioni annui di ricavi aggiuntivi a regime,¹⁴⁵ derivanti principalmente da iniziative di *cross-selling* e dal potenziamento dell'offerta digitale sulla clientela UBI. Successivamente, dopo un'analisi approfondita post-fusione, queste stime sono state aumentate a €300 milioni annui.¹⁴⁶

L'integrazione ha consentito a Intesa Sanpaolo di estendere alla clientela ex UBI un'offerta di prodotti e servizi già consolidata all'interno del gruppo, creando le condizioni per un aumento della penetrazione di fondi comuni, gestioni patrimoniali e soluzioni assicurative. In particolare, l'accesso alle piattaforme di *asset management* e *private banking* del gruppo ha ampliato le possibilità di *cross-selling* sulla clientela *retail*, *affluent* e *private* proveniente da UBI, mentre sul fronte assicurativo l'operazione ha incrementato significativamente la base di clienti potenzialmente raggiungibili con prodotti Vita e Danni, in coerenza con la strategia di rafforzamento del modello di “*wealth management* e *protection company*” dichiarata dal gruppo. L'ingresso nel gruppo Intesa ha consentito ai clienti medio-grandi di UBI, in particolare nelle aree a forte vocazione industriale come Bergamo e Brescia, di accedere a servizi di *corporate* e *investment banking* più avanzati, tra cui soluzioni di finanza strutturata, *capital markets*, *advisory* e *cash management* evoluto. Ciò ha rafforzato la relazione commerciale con tali controparti e ampliato il perimetro delle attività a commissioni, aumentando il potenziale di redditività per cliente.¹⁴⁷

¹⁴² Intesa Sanpaolo S.p.A., Presentazione dei risultati dei primi nove mesi del 2021 (9M21), 2021

¹⁴³ Intesa Sanpaolo, Risultati al 30 settembre 2020

¹⁴⁴ Intesa Sanpaolo, Risultati del primo trimestre 2021, presentazione agli investitori, 5 maggio 2021

¹⁴⁵ Intesa Sanpaolo, Presentazione agli investitori sull'OPS volontaria su UBI Banca, 18 febbraio 2020

¹⁴⁶ Intesa Sanpaolo, Risultati del primo trimestre 2021, presentazione agli investitori, 5 maggio 2021

¹⁴⁷ Intesa Sanpaolo, Bilancio consolidato 2021

Un ulteriore *driver* di ricavi incrementali è rappresentato dall'estensione del modello digitale di Intesa Sanpaolo alla clientela acquisita poiché Intesa risultava già, prima dell'operazione, tra i principali operatori bancari italiani per livello di digitalizzazione. L'integrazione ha permesso di migrare progressivamente i clienti ex UBI sulle piattaforme digitali del gruppo Intesa, migliorando l'esperienza utente e riducendo al contempo il *cost-to-serve* generando effetti indiretti sui ricavi, in quanto favorisce una maggiore fidelizzazione della clientela, un utilizzo più intenso dei prodotti bancari e assicurativi e l'attivazione di campagne commerciali mirate attraverso canali remoti.¹⁴⁸

Nel complesso, l'aggregazione con UBI Banca ha contribuito a rafforzare la base clienti del gruppo Intesa Sanpaolo, in particolare nei segmenti a maggiore valore aggiunto e in aree geografiche strategiche, e a consolidare un modello di *business* maggiormente diversificato, caratterizzato da una crescente incidenza delle commissioni e dell'attività assicurativa sui proventi operativi. Tale evoluzione risulta coerente con la strategia di lungo periodo del gruppo e con la revisione al rialzo delle sinergie di ricavo attese comunicata da Intesa Sanpaolo negli anni successivi alla fusione.

3.3.3 Realismo delle stime e rischi di esecuzione

Un'operazione di fusione di dimensioni sistemiche come quella tra Intesa Sanpaolo e UBI Banca comporta inevitabilmente rischi di esecuzione, sia sul piano operativo sia su quello economico-finanziario, la valutazione delle sinergie stimate richiede pertanto un'analisi della loro realizzabilità effettiva e della capacità del *management* di governare le criticità tipiche dei processi di integrazione. A distanza di alcuni anni dall'operazione, il caso Intesa-UBI presenta evidenze complessivamente favorevoli sotto entrambi i profili. Le stime iniziali di sinergia formulate da Intesa Sanpaolo si sono rivelate prudentiali. In sede di OPS (febbraio 2020), il gruppo aveva indicato sinergie complessive annue pari a circa €730 milioni, successivamente riviste al rialzo nel corso del 2021 a oltre €1 miliardo annuo.¹⁴⁹

Uno dei principali rischi di esecuzione riguardava la complessità dell'integrazione operativa in un contesto pandemico, ma nonostante le difficoltà del 2020, Intesa Sanpaolo ha completato l'operazione con tempistiche particolarmente rapide concludendo l'OPS entro luglio 2020 (con adesioni superiori al 90%),¹⁵⁰ UBI è stata delistata nell'ottobre dello stesso anno¹⁵¹ e la fusione informatica è stata completata nell'aprile 2021, riducendo significativamente il periodo di incertezza operativa.

Un ulteriore profilo di rischio, più strutturale, concerneva la realizzabilità delle sinergie di ricavo, tradizionalmente più incerte rispetto a quelle di costo. A posteriori, tali criticità risultano attenuate e Intesa non solo ha confermato le stime iniziali, ma le ha rafforzate, indicando una piena realizzazione a regime. Pur restando elementi di

¹⁴⁸ Intesa Sanpaolo, Bilancio consolidato 2021

¹⁴⁹ Intesa Sanpaolo S.p.A., Presentazione dei risultati dei primi nove mesi del 2021 (9M21), 2021

¹⁵⁰ Intesa Sanpaolo S.p.A., Comunicato stampa sui risultati definitivi dell'Offerta Pubblica di Acquisto e Scambio su UBI Banca S.p.A., 3 agosto 2020

¹⁵¹ Intesa Sanpaolo, Bilancio consolidato, 2020

incertezza legati alla risposta della clientela e all'efficacia del *cross-selling*, non emergono evidenze di significative perdite di clientela riconducibili alla fusione.

Nel complesso, le evidenze disponibili indicano che le stime di sinergia erano realistiche e prudenti, e che i principali rischi di esecuzione sono stati gestiti con efficacia. L'operazione Intesa-UBI si distingue per una integrazione rapida, una revisione al rialzo delle stime iniziali e una gestione attenta degli impatti straordinari, configurandosi come un caso di integrazione bancaria riuscita, con benefici concreti e superiori alle attese originarie.

3.4 - Reazioni del mercato e impatto sui bilanci Intesa

L'operazione Intesa Sanpaolo-UBI Banca ha suscitato reazioni immediate nei mercati finanziari e ha prodotto effetti tangibili sui conti consolidati del Gruppo Intesa Sanpaolo. In questa sezione si analizzerà l'andamento del titolo ISP (Intesa Sanpaolo S.p.A.) durante le fasi dell'offerta e post-fusione. Poi si passerà all'analisi delle variazioni apportate alle principali voci di stato patrimoniale di Intesa a seguito dell'integrazione di UBI. Infine, si analizzerà l'evoluzione di indicatori chiave di *performance*. Si concluderà confrontando i risultati osservati con le aspettative formulate al momento dell'operazione.

3.4.1 Comportamento del titolo ISP durante l'operazione

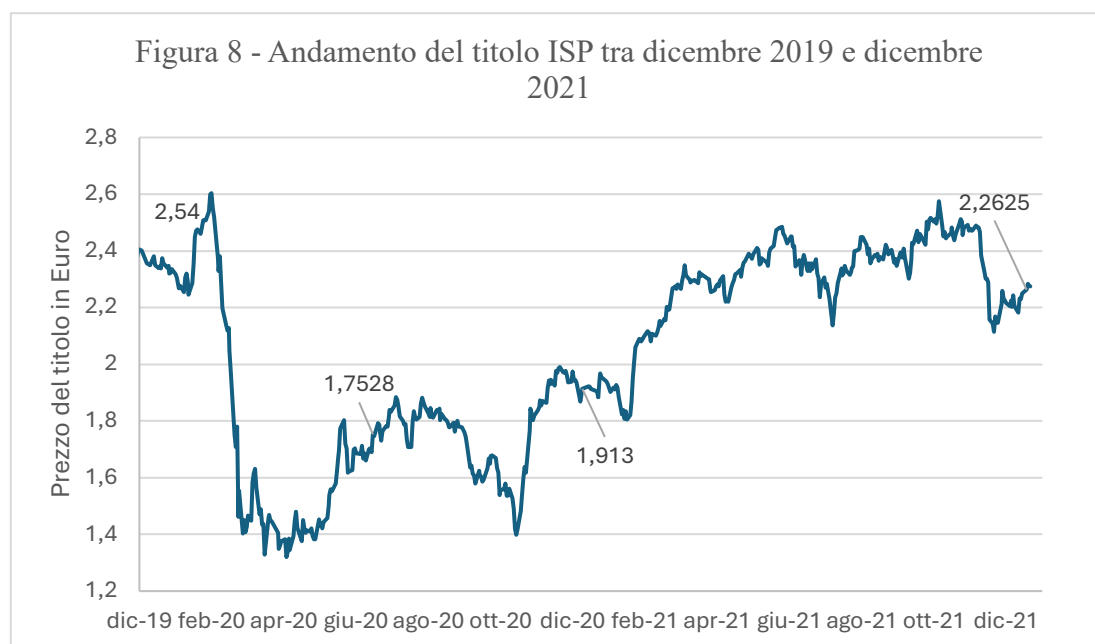
Diversamente da molte operazioni di *M&A* bancarie, l'annuncio dell'OPS di Intesa Sanpaolo su UBI Banca è stato accolto positivamente dal mercato azionario, e infatti nella seduta immediatamente successiva alla comunicazione dell'offerta, cioè quella del 18 febbraio 2020, il titolo Intesa Sanpaolo ha registrato un rialzo di circa +2,4%, sovraperformando l'indice settoriale FTSE Italia Banche (+1,6% nello stesso giorno). Questo primo segnale indicava che gli investitori valutavano favorevolmente i termini dell'operazione e le prospettive di creazione di valore per Intesa Sanpaolo, non manifestando la penalizzazione tipicamente riservata al titolo dell'acquirente in operazioni dilutive. Si noti che il 17 febbraio, giorno della pubblicazione dell'offerta, il titolo ISP aveva chiuso a €2,54 (+1,3%), tuttavia la comunicazione dell'OPS era avvenuta a mercati chiusi e al contempo, il titolo UBI Banca, oggetto dell'OPS, registrò un immediato balzo in direzione del prezzo implicito offerto, segno di fiducia del mercato nella riuscita dell'operazione.¹⁵²

Va tuttavia contestualizzato che pochi giorni dopo l'annuncio, i mercati azionari globali sono stati travolti dallo *shock* pandemico Covid-19 e di conseguenza dal 20 febbraio 2020 in poi si è assistito a un *sell-off* generalizzato, che ha colpito anche i titoli bancari italiani e così tra il 19 febbraio e il 12 marzo 2020 Intesa Sanpaolo ha perso circa un quarto del suo valore, in linea con la contrazione subita dall'indice FTSE Italia All Share Banks nello stesso periodo.¹⁵³ Questa fase di ribasso non rifletteva un giudizio negativo sull'operazione UBI, bensì il panico sistemico e le prospettive recessive che penalizzavano l'intero settore bancario. Una volta stabilizzatasi la situazione nei mesi successivi grazie agli interventi delle autorità monetarie e al

¹⁵² Borsa Italiana, Intesa Sanpaolo S.p.A. dati storici periodo 2019-2023; FTSE Italia All Share Banks, dati storici periodo 2019-2025

¹⁵³ Borsa Italiana, Intesa Sanpaolo S.p.A. dati storici periodo 2019-2023; FTSE Italia All Share Banks, dati storici periodo 2019-2025

miglioramento delle condizioni di mercato, il titolo Intesa Sanpaolo ha intrapreso un percorso di graduale recupero. Già a fine giugno 2020, con l'OPS in corso di adesione, il prezzo di ISP era risalito attorno a €1,70-1,80 e nel corso dell'estate 2020 l'operazione è giunta a compimento con successo (adesioni complessive oltre il 90% del capitale UBI), alimentando ulteriore fiducia. Questo suggerisce che il mercato abbia percepito l'integrazione di UBI come un rafforzamento strutturale di Intesa Sanpaolo, destinato a generare sinergie significative senza pregiudicare la solidità patrimoniale. Nella Figura 8 si può osservare l'andamento del titolo Intesa Sanpaolo (ticker ISP) tra fine 2019 e fine 2021.



Fonte: Elaborazione dell'autore su dati di borsa storici (prezzi di chiusura giornalieri da dicembre 2019 a dicembre 2021) di Intesa Sanpaolo S.p.A.

Nel secondo semestre 2020, nonostante la seconda ondata pandemica, il titolo ISP ha continuato a recuperare terreno, chiudendo l'anno a €1,91 (-19% rispetto a fine 2019). Per confronto, l'indice bancario italiano perse circa il 23% nel 2020. In altri termini, al netto dell'effetto Covid, il mercato non ha scontato l'OPS UBI come fattore distruttivo di valore per gli azionisti Intesa, bensì ha riconosciuto la valenza strategica dell'operazione.¹⁵⁴

Nel 2021, con la ripresa economica e l'avanzamento dell'integrazione, la quotazione di Intesa Sanpaolo ha ulteriormente beneficiato del miglioramento del *sentiment* sul settore bancario e a fine aprile 2021 il titolo aveva già riconquistato i livelli pre-pandemia (€2,30-2,40), sostenuto anche dalla graduale normalizzazione delle politiche BCE sui dividendi (che riattivava l'*appeal* delle banche come *income stocks*). Nonostante un leggero storno in autunno, ISP ha chiuso il 2021 a €2,27, in rialzo di +19% sull'anno. La sua *performance* rimase leggermente inferiore a quella dell'indice FTSE Italia Banche (+36% nel 2021), segno che parte del *re-rating* settoriale aveva

¹⁵⁴ Borsa Italiana, Intesa Sanpaolo S.p.A. dati storici periodo 2019-2023; FTSE Italia All Share Banks, dati storici periodo 2019-2025

favorito soprattutto istituti precedentemente più penalizzati. Tuttavia, Intesa Sanpaolo si confermava tra le banche italiane con la migliore percezione di solidità e prospettive, come riflesso da un basso differenziale di rendimento rispetto ai BTP e dai giudizi stabili delle agenzie di *rating*. Nel biennio successivo, il titolo ha proseguito un *trend* moderatamente positivo: nel 2022 ha mostrato resilienza nonostante le nuove turbolenze (guerra in Ucraina, inflazione), e nel 2023, anche grazie all'aumento dei tassi d'interesse che ha amplificato i margini bancari, ha superato quota €2,60, tornando stabilmente sopra i valori precedenti l'OPS UBI. Ciò testimonia che il mercato ha progressivamente prezzato i benefici dell'aggregazione, sebbene con tempistiche ritardate rispetto alle attese iniziali a causa di *shock* esogeni. Resta il fatto che il titolo Intesa Sanpaolo continua a trattare a multipli inferiori al valore contabile (paragrafo 3.4.3), evidenziando una prudenza di fondo degli investitori verso il settore bancario italiano e le sue sfide strutturali.¹⁵⁵

3.4.2 Impatto sulle principali voci di bilancio

L'acquisizione di UBI Banca ha inciso in modo significativo sulla dimensione e sulla composizione dello stato patrimoniale di Intesa Sanpaolo a partire dall'esercizio 2020. La prima evidenza è l'aumento dimensionale del Gruppo: il totale dell'attivo consolidato ha superato la soglia di €1.000 miliardi nel 2020, attestandosi a €1.069 miliardi a fine 2021 rispetto agli €816 miliardi del 2019 (valore pre-fusione), una crescita di circa +31% in due anni. Gran parte di questo incremento è imputabile al consolidamento delle attività di UBI Banca. In particolare, al momento dell'incorporazione (terzo trimestre 2020) UBI ha portato in dote circa €130 miliardi di attivo. Dal lato degli impieghi, i crediti verso clientela del Gruppo Intesa Sanpaolo sono passati da circa €420 miliardi a fine 2019 a oltre €500 miliardi a fine 2020 includendo il perimetro UBI. Al netto dell'apporto UBI, la crescita organica dei crediti sarebbe stata modesta, segno che l'operazione ha rappresentato il vero fattore di espansione del portafoglio prestiti in quell'anno.¹⁵⁶ Nella Tabella 6 si può osservare una schematizzazione delle grandezze di stato patrimoniale di Intesa Sanpaolo prima e dopo l'acquisizione di UBI Banca.

Tabella 6 - Principali grandezze di stato patrimoniale di Intesa Sanpaolo prima e dopo l'acquisizione di UBI (valori in miliardi di euro)

Grandezza di stato patrimoniale	2019 (pre-acquisizione)	2020 (post-acquisizione)
Totale attivo consolidato	816	1002
Crediti verso clientela	419	505
Raccolta diretta (depositi + obbligazioni)	416	514

¹⁵⁵ Borsa Italiana, Intesa Sanpaolo S.p.A. dati storici periodo 2019-2023; FTSE Italia All Share Banks, dati storici periodo 2019-2025

¹⁵⁶ Intesa Sanpaolo, Bilancio consolidato, 2019, 2020, 2021

Patrimonio netto consolidato	56	65,9
------------------------------	----	------

Fonte: Elaborazione dell'autore su dati del bilancio consolidato 2019 e 2020 di Intesa Sanpaolo S.p.A.

Anche la raccolta diretta ha conosciuto un balzo: la somma di depositi da clientela e obbligazioni Intesa è salita da circa €416 miliardi (2019) a circa €514 miliardi nel 2020, grazie all'ingresso di UBI e alla crescita di liquidità nel sistema bancario durante la pandemia. L'apporto di UBI Banca ha rafforzato in particolare la base *retail* di Intesa Sanpaolo, incrementando la quota di mercato nella raccolta di famiglie e piccole imprese in regioni chiave come Lombardia, Piemonte e Puglia. Un altro effetto rilevante si è avuto sul capitale netto contabile del Gruppo. Al 31 dicembre 2020, il patrimonio netto consolidato di Intesa Sanpaolo ammontava a €65,9 miliardi, in aumento rispetto ai circa €56 miliardi di fine 2019. L'incremento deriva principalmente dall'integrazione del patrimonio di UBI Banca. Contestualmente, con il consolidamento sono entrate nel patrimonio netto di gruppo le riserve di UBI Banca, mentre sono state eliminate le azioni proprie detenute da UBI.¹⁵⁷

Un aspetto peculiare è rappresentato dal *badwill* o avviamento negativo generatosi dall'aggregazione, infatti, poiché il corrispettivo riconosciuto da Intesa per UBI (in azioni e cash) è risultato inferiore al *fair value* del patrimonio netto acquisito, la combinazione ha determinato un avviamento negativo contabile di circa €2,5 miliardi. In termini semplici, Intesa Sanpaolo ha "pagato" UBI meno del valore dei suoi mezzi propri tangibili, realizzando così un beneficio contabile. Tale *badwill* è stato immediatamente imputato a conto economico come provento dell'operazione.¹⁵⁸ In effetti, nel bilancio 2020 Intesa ha speso oneri straordinari per €1,38 miliardi legati all'integrazione (esodi incentivati, spese di migrazione IT, ecc.) e ha operato rettifiche addizionali sui crediti deteriorati, oltre ad aver azzerato per prudenza l'avviamento pregresso della Divisione Banca dei Territori per €912 milioni. L'utile da *badwill* (circa €2,06 miliardi al netto dell'effetto fiscale) ha compensato questi impatti, consentendo a Intesa di chiudere il 2020 con un utile netto ancora consistente (paragrafo 3.4.3) e di migliorare la qualità del credito ereditata da UBI senza intaccare il patrimonio dei soci.¹⁵⁹

Infine, sul profilo dei rischi di bilancio, l'aggregazione con UBI Banca ha prodotto una significativa crescita delle attività ponderate per il rischio (*RWA*), aumentate di circa €49 miliardi nel 2020 dovuti al nuovo perimetro consolidato, e un temporaneo incremento delle esposizioni deteriorate lorde. Tuttavia, Intesa ha contestualmente avviato cessioni e *de-risking* straordinari: ad esempio, nel quarto trimestre 2020 è stata deliberata e avviata la cessione di €4 miliardi lordi di sofferenze¹⁶⁰ e nel 2021 ulteriori portafogli, cosicché il *NPL ratio* lordo del gruppo è sceso al 3,2% già entro fine 2021, in linea con gli obiettivi dichiarati. Il presidio dei rischi è stato agevolato anche

¹⁵⁷ Intesa Sanpaolo, Bilancio consolidato, 2019, 2020, 2021

¹⁵⁸ Intesa Sanpaolo, Bilancio consolidato, 2020

¹⁵⁹ Intesa Sanpaolo, Bilancio consolidato, 2020

¹⁶⁰ Intesa Sanpaolo, Comunicato stampa sulla Cessione e cartolarizzazione con garanzia GACS di un portafoglio di crediti in sofferenza della capogruppo, 18 dicembre 2020

dall'estensione delle *best practices* di Intesa all'ex portafoglio UBI (crediti, mercato, operativi) e dall'incremento di coperture sui crediti deteriorati UBI per allinearle ai più stringenti criteri di Intesa. In sintesi, il bilancio di Intesa Sanpaolo nel post-fusione si presenta notevolmente rafforzato in scala e diversificazione, pur avendo assorbito nel breve periodo costi d'integrazione significativi e una mole aggiuntiva di crediti deteriorati poi efficacemente ridotta.¹⁶¹

3.4.3 Evoluzione del *ROE*, *CET1*, *P/BV* dopo l'operazione

Una valutazione critica dell'operazione passa dall'analisi degli indicatori di *performance* e solidità di Intesa Sanpaolo negli esercizi successivi all'acquisizione. Gli obiettivi prospettati da Intesa al momento dell'offerta delineavano un quadro molto positivo: sinergie annue lorde di €730 milioni a regime e un conseguente incremento dell'utile per azione di circa +6% rispetto al livello del 2019, a partire dal 2022. Inoltre, il *management* si attendeva un impatto gestibile sul capitale (*CET1 ratio* pro-forma superiore al 13% nel 2021, in linea col Piano d'Impresa) e un miglioramento ulteriore della qualità dell'attivo (*NPL ratio* lordo del 3,2% nel 2021) senza sacrificare la politica dividendi (impegno a pagare €0,20 per azione di dividendo *cash* sul 2020).¹⁶²

A consuntivo, alcune di queste aspettative sono state realizzate, mentre altre hanno dovuto confrontarsi con *shock* inattesi (pandemia, crisi geopolitiche) che ne hanno ritardato l'avveramento. Sul fronte della redditività, il 2020 ha visto Intesa Sanpaolo conseguire un utile netto consolidato di €3.277 milioni, in calo rispetto ai €4.182 milioni del 2019. Tuttavia, depurando il 2020 dalle componenti straordinarie legate all'operazione UBI (*badwill* e oneri di integrazione) e dalla svalutazione dell'avviamento, l'utile netto "normalizzato" sarebbe risultato di €3.083 milioni, evidenziando quindi un calo più marcato (di circa -26%) rispetto all'anno pre-fusione. Tale contrazione è attribuibile principalmente all'aumento del costo del rischio creditizio dovuto alla crisi pandemica (rettifiche di valore su crediti salite a €4,2 miliardi nel 2020) e, in misura minore, ai citati oneri di ristrutturazione; fattori che hanno compensato per ora i benefici reddituali della fusione. Di conseguenza, l'operazione UBI non ha prodotto un immediato incremento del *ROE* di Intesa, anzi il dato 2020 (6% circa) è inferiore al ~8,8% del 2019 pre-fusione. Anche l'utile per azione (*EPS*), che nelle previsioni doveva crescere del 6% a regime, ha subito una diluizione temporanea nel 2020: considerando l'aumento di capitale e le nuove azioni emesse, l'*EPS* contabile 2020 si è attestato a circa €0,18 (rispetto a €0,24 nel 2019).¹⁶³

L'anno 2021 ha segnato un ritorno alla crescita: Intesa Sanpaolo ha conseguito €4.185 milioni di utile netto, praticamente allineando il risultato al livello pre-UBI e superando del +27,7% il dato 2020. Tale *performance* è stata favorita dalla ripresa economica post-Covid, da un forte aumento delle commissioni nette e dalla riduzione del costo del rischio (rettifiche su crediti diminuite a circa €2,8 miliardi nel 2021), evidenze che riflettono anche le sinergie di costo iniziate a manifestarsi. Il *ROE* è così risalito a circa il 7,5% nel 2021, avvicinandosi ai valori del 2019.¹⁶⁴ Non si può tuttavia

¹⁶¹ Intesa Sanpaolo, Bilancio consolidato, 2020, 2021

¹⁶² Intesa Sanpaolo, Presentazione agli investitori sull'OPS volontaria su UBI Banca, 18 febbraio 2020

¹⁶³ Intesa Sanpaolo, Bilancio consolidato 2019 e Bilancio consolidato 2020; rielaborazioni dell'autore su dati di conto economico e indicatori di redditività

¹⁶⁴ Intesa Sanpaolo, Bilancio consolidato, 2021

ignorare che questo livello di redditività rimane inferiore a quello prospettato nelle migliori aspettative ex ante (Intesa sperava di superare il 9% di *ROE*).¹⁶⁵ Una piena realizzazione del potenziale di utile dell'operazione si è intravista solo successivamente, con il decisivo contributo di fattori esterni: nel 2022 l'utile netto è salito a €4.354 milioni (+4% su base annua)¹⁶⁶ e soprattutto nel 2023 Intesa ha riportato risultati *record* (oltre €7,7 miliardi di utile),¹⁶⁷ sospinti dall'aumento dei tassi d'interesse. Di per sé, le sinergie dichiarate sono state raggiunte nelle grandezze gestionali: a fine 2023 i costi operativi del gruppo risultano inferiori di circa €0,7 miliardi rispetto al piano base, in linea con i €680 milioni di *saving* attesi, mentre sul lato ricavi l'apporto addizionale è stato modesto. In sintesi, il *merger* con UBI ha posto le basi per una maggiore redditività di Intesa Sanpaolo, ma gli effetti sul *ROE* si sono concretizzati appieno soltanto in un contesto macro più favorevole e con un lieve ritardo rispetto alle previsioni iniziali. Nel frattempo, la politica dei dividendi di Intesa non ha subito battute d'arresto strutturali, così dopo la sospensione prudenziale del 2020 imposta dalla BCE, il gruppo ha distribuito *cash dividend* aggregati pari a circa €6 miliardi tra 2021 e 2022, mantenendo un *payout ratio* al 70% degli utili (in linea con gli impegni assunti).¹⁶⁸

Per quanto concerne la solidità patrimoniale, Intesa Sanpaolo ha confermato ampiamente le attese, continuando a riportare coefficienti di capitale di elevata qualità ben superiori ai requisiti regolamentari. Il *CET1 ratio* regolamentare del gruppo, dopo l'operazione, si è attestato al 14,7% al 31/12/2020, in aumento rispetto al 13,9% di fine 2019 grazie alla capitalizzazione dell'utile e all'emissione di nuove azioni per l'OPS.¹⁶⁹ Tale parametro è poi leggermente diminuito al 14,5% a fine 2021 e attorno al 13,8% a fine 2022 (*transitional*), principalmente per effetto della distribuzione di dividendi e del graduale venir meno dei filtri prudenziali IFRS9.¹⁷⁰ In ogni caso, il *CET1 ratio* si è mantenuto saldamente sopra il *target* del 13%¹⁷¹ indicato da Intesa e ben al di sopra del minimo *SREP* (~8,8%), a riprova che l'acquisizione di UBI è stata gestita senza compromettere la robustezza patrimoniale. Anzi, su base *fully loaded* (a regime), il *CET1* di Intesa a fine 2021 era pari al 14%,¹⁷² valore che incorpora pienamente l'assorbimento di attivi ponderati di UBI. Anche l'indice di liquidità di Intesa è rimasto su livelli di assoluta eccellenza nell'ambito europeo post-fusione (*Liquidity Coverage Ratio* ~180% nel 2021¹⁷³), segno di un equilibrio finanziario preservato. In sintesi, le metriche di solidità di Intesa Sanpaolo non hanno subito flessioni strutturali a causa della fusione, confermando le dichiarazioni del *management* circa la neutralità dell'operazione sul capitale.

Infine, l'andamento dell'indice *P/BV* di Intesa Sanpaolo nel periodo post-fusione riflette sia l'evoluzione dei fondamentali che il *sentiment* del mercato. Storicamente, le banche europee scambiano a multipli inferiori all'unità, e Intesa non fa eccezione:

¹⁶⁵ Intesa Sanpaolo, Presentazione agli investitori sull'OPS volontaria su UBI Banca, 18 febbraio 2020

¹⁶⁶ Intesa Sanpaolo, Bilancio consolidato, 2022

¹⁶⁷ Intesa Sanpaolo, Bilancio consolidato, 2023

¹⁶⁸ Intesa Sanpaolo, Bilancio consolidato 2021 e Bilancio consolidato 2022

¹⁶⁹ Intesa Sanpaolo, Bilancio consolidato 2019 e Bilancio consolidato 2020

¹⁷⁰ Intesa Sanpaolo, Bilancio consolidato 2021 e Bilancio consolidato 2022

¹⁷¹ Intesa Sanpaolo, Presentazione agli investitori sull'OPS volontaria su UBI Banca, 18 febbraio 2020

¹⁷² Intesa Sanpaolo, Bilancio consolidato, 2021

¹⁷³ Intesa Sanpaolo, Bilancio consolidato, 2021

utilizzando valori di fine anno, nel 2019 il P/BV era $\sim 0,73\times$. Nel 2020, il multiplo P/BV di Intesa è sceso a circa $0,56\times$. Nel 2021 il P/BV medio è risalito a $\sim 0,69\times$. Successivamente, con il migliorare delle redditività e lo scenario tassi più favorevole, il P/BV è risalito a $\sim 0,75\times$ nel 2023.¹⁷⁴

In altre parole, l'operazione UBI non ha comportato distruzione di valore contabile per gli azionisti Intesa, al contrario, il patrimonio per azione di Intesa è rimasto sostanzialmente stabile¹⁷⁵ e il mercato ha continuato a valutare la banca con multipli crescenti man mano che i benefici si concretizzavano. Resta comunque il fatto che Intesa Sanpaolo, pur godendo di un premio relativo rispetto ai concorrenti domestici, tratta ancora ben al di sotto del valore di libro e ciò indica che permangono aspettative caute sugli sviluppi futuri (es. possibili deterioramenti congiunturali, vincoli regolamentari sui dividendi, rischi Paese) e che il mercato non ha ancora pienamente riconosciuto come tangibile l'intero potenziale di creazione di valore prospettato dall'operazione UBI.

In conclusione, l'analisi post-fusione evidenzia che l'acquisizione di UBI Banca ha raggiunto gli obiettivi strategici di rafforzamento dimensionale e patrimoniale di Intesa Sanpaolo, con immediati vantaggi in termini di quota di mercato, efficienza (*cost/income* 2022 al $50,9\%$ ¹⁷⁶, significativamente inferiore a quello che avrebbe presentato il gruppo includendo UBI in assenza di sinergie di costo) e *de-risking* (*NPL ratio* netto sceso all' $1,5\%$ nel 2021,¹⁷⁷ dal $2,6\%$ ¹⁷⁸ pre-aggregazione). Gli scostamenti tra aspettative ex ante e risultati osservati riguardano essenzialmente la tempistica di materializzazione dei benefici economici: a fronte di sinergie di costo pienamente realizzate nei tempi previsti, l'incremento degli utili e degli indicatori di redditività è stato rallentato da fattori esogeni avversi (pandemia, *shock* bellico) che hanno assorbito parte dei vantaggi attesi nel breve termine. Ciò non inficia la validità industriale dell'operazione che è stata confermata dalla resilienza del gruppo durante le crisi e dalla capacità di tornare a crescere rapidamente, ma suggerisce che le valutazioni andavano fatte su un orizzonte pluriennale. Intesa Sanpaolo presenta oggi una redditività e una solidità complessiva significativamente migliori di quelle di partenza (*ROE* gestionale consolidato attorno al 20% nel 2025, *CET1* superiore al 13% a regime, *payout ratio* del 70% costante),¹⁷⁹ in larga parte grazie anche al contributo dell'ex UBI. Si può dunque affermare che, sebbene il mercato nell'immediato abbia prezzato con prudenza l'operazione, nel medio termine la fusione Intesa-UBI ha generato quell'accresciuto valore per gli *stakeholder* che era stato promesso, consolidando la *leadership* di Intesa Sanpaolo e fornendo al contempo una risposta strutturale al processo di razionalizzazione del sistema bancario italiano.

¹⁷⁴ Valori calcolati su dati di bilancio consolidati di Intesa Sanpaolo (2019-2023) e serie storica ufficiale dei prezzi azionari (2019-2023)

¹⁷⁵ Intesa Sanpaolo, Bilancio consolidato 2019, Bilancio consolidato 2020 e Bilancio consolidato 2021

¹⁷⁶ Intesa Sanpaolo, Bilancio consolidato, 2022

¹⁷⁷ Intesa Sanpaolo, Bilancio consolidato 2021

¹⁷⁸ Intesa Sanpaolo, Bilancio consolidato 2019

¹⁷⁹ Elaborazioni dell'autore sulla relazione semestrale Intesa Sanpaolo al 30 giugno 2025 e sul Piano d'Impresa 2022-2025

3.5 - Valutazione complessiva della creazione di valore

In base ai risultati dell'analisi si può formulare un giudizio sulla creazione di valore causata dall'operazione Intesa Sanpaolo-UBI Banca. Si distingue tra la creazione di valore a livello contabile, a livello economico-gestionale e a livello di mercato. Ne derivano importanti *trade-off* tra benefici conseguiti e costi sostenuti, nonché tra effetti di breve periodo e di medio termine.

3.5.1 Creazione di valore per Intesa: giudizio complessivo

Alla luce dei dati esaminati nei paragrafi 3.1-3.4, l'acquisizione di UBI Banca si rivela nel complesso positiva per la creazione di valore di Intesa Sanpaolo, seppur con alcune precisazioni. Intesa è riuscita a conseguire gran parte delle sinergie attese, soprattutto sul fronte dei costi, confermando le previsioni formulate al lancio dell'OPS. I risparmi annui di costo stimati in circa €510 milioni a regime sono stati pienamente realizzati nei tempi previsti, grazie a un'efficace integrazione operativa: uscite del personale superiori alle attese (7.200 vs 5.000 inizialmente previste) hanno incrementato i risparmi potenziali, compensando ampiamente i costi di integrazione una tantum sostenuti per gli incentivi all'esodo. Di contro, le sinergie di ricavo, pur riviste al rialzo da €220 a €300 milioni annui attesi a seguito di analisi più approfondite, hanno avuto un apporto effettivo più graduale e modesto sul conto economico consolidato. Questo indica che i benefici commerciali (*cross-selling*, offerta digitale potenziata alla clientela ex UBI, maggiore penetrazione di prodotti *wealth management*) si sono materializzati con tempistiche più lunghe rispetto ai risparmi di costo, anche a causa del contesto macroeconomico sfavorevole nei primi anni post-fusione.

Dal punto di vista economico e reddituale, l'operazione non ha generato un immediato incremento degli utili né degli indicatori di redditività per Intesa, ma ha posto le premesse per un miglioramento significativo nel medio termine. Nel breve periodo, i dati 2020 mostrano una flessione della redditività: l'utile netto consolidato è sceso a €3.277 milioni (da €4.182 milioni del 2019) e il *ROE* è calato intorno al 6%, rispetto a ~8,8% pre-fusione. Anche depurando le voci straordinarie legate all'operazione (*badwill* e oneri di integrazione) e alle svalutazioni dell'avviamento, l'utile "normalizzato" 2020 di ~€3,1 miliardi risulta comunque inferiore di circa il 26% rispetto all'anno precedente. Tale contrazione iniziale è attribuibile principalmente a fattori esogeni, come l'aumento delle rettifiche su crediti fino a €4,2 miliardi nel pieno della crisi pandemica, oltre che ai citati oneri di ristrutturazione, i quali hanno temporaneamente compensato i primi benefici della fusione. Ne è conseguito un breve periodo di diluizione: il *ROE* di Intesa nel 2020 (6%) si è posizionato al di sotto del livello pre-OPS, e l'utile per azione (*EPS*) è diminuito (€0,18 per azione nel 2020 contro €0,24 nel 2019, circa €0,20 su base rettificata). Questo *trade-off* di breve termine era peraltro in parte previsto e accettato dal *management*, consapevole che l'aumento di capitale e l'emissione di nuove azioni per finanziare l'operazione avrebbero comportato una diluizione temporanea degli indicatori per azione, poi recuperabile a regime grazie alle sinergie.

Nel medio termine, a partire dal 2021, i risultati hanno iniziato a convergere verso le aspettative positive originarie. Con il graduale superamento dell'emergenza Covid-19 e l'avanzamento dell'integrazione, Intesa Sanpaolo è tornata a crescere: l'utile netto

2021 (~€4,19 miliardi) è ritornato sui livelli pre-acquisizione, con un balzo del +27,7% rispetto al 2020. Questo recupero è stato sostenuto sia da fattori esterni (ripresa economica generale, minor costo del rischio grazie a rettifiche su crediti) sia dai primi benefici interni legati alla fusione, in primis la riduzione dei costi operativi. Il *ROE* del 2021 è così risalito intorno al 7,5%. Pur restando leggermente inferiore alle ambiziose previsioni formulate pre-operazione (Intesa mirava a superare il 9% di *ROE* a regime), tale livello di redditività rappresenta un chiaro segnale di inversione di tendenza rispetto alla flessione iniziale. Gli esercizi successivi confermano e rafforzano questa traiettoria: nel 2022 l'utile netto è salito a €4.354 milioni (+4% annuo) e nel 2023, complice il deciso rialzo dei tassi d'interesse, Intesa ha conseguito risultati *record* con oltre €7,7 miliardi di utile netto. In parallelo, le sinergie dichiarate possono dirsi sostanzialmente raggiunte nelle grandezze operative: a fine 2023 i costi del gruppo risultano inferiori di circa €0,7 miliardi rispetto al piano "*stand-alone*", in linea con ~€680 milioni di risparmi attesi, mentre sul lato ricavi l'apporto addizionale rimane più contenuto. In sintesi, nel medio periodo la fusione ha effettivamente accresciuto la capacità di generare utili di Intesa Sanpaolo, confermando il potenziale di creazione di valore prospettato, sebbene ciò sia avvenuto con lievi ritardi temporali rispetto alle iniziali attese a causa di *shock* esterni.

Sotto il profilo patrimoniale e contabile, l'operazione è stata gestita in modo da non diluire significativamente il valore per azione degli azionisti Intesa e da preservare la solidità finanziaria del gruppo. L'acquisizione di UBI ha generato un *badwill* contabile di circa €2,5 miliardi, circostanza rara nelle operazioni di *M&A*, dovuta al prezzo pagato inferiore al patrimonio netto tangibile di UBI, che Intesa ha potuto utilizzare per coprire integralmente i costi di integrazione iniziali. Ciò ha consentito di non intaccare le riserve e di salvaguardare i coefficienti di capitale. Il *CET1 ratio* di gruppo si è infatti mantenuto ampiamente sopra i requisiti: immediatamente dopo l'operazione era pari al 14,7% (31/12/2020), addirittura in lieve aumento rispetto al 13,9% pre-fusione grazie alla parziale capitalizzazione del *badwill* e all'emissione di nuove azioni. Negli esercizi successivi il *CET1* si è attestato su livelli solidi (14,5% a fine 2021; ~13,8% a fine 2022) pur sostenendo cospicui pagamenti di dividendi, rimanendo stabilmente sopra il *target* del 13% e ben al di sopra del minimo regolamentare. Anche altri indicatori di solidità finanziaria, come il *Liquidity Coverage Ratio* (~180% nel 2021), non hanno subito flessioni significative post-fusione. In altri termini, l'acquisizione di UBI è stata assorbita senza compromettere la robustezza patrimoniale di Intesa Sanpaolo, confermando le dichiarazioni *ex ante* del *management* circa la neutralità dell'operazione sul capitale.

Dal punto di vista di mercato, la fusione Intesa-UBI ha ottenuto un graduale riconoscimento in Borsa, pur in presenza di fattori congiunturali che ne hanno inizialmente mascherato i benefici. In sede di annuncio, la reazione degli investitori è stata sorprendentemente positiva: il titolo Intesa Sanpaolo, contrariamente a molte operazioni di acquisizione dove l'acquirente viene penalizzato, registrò un incremento il 18 febbraio 2020, sovraperformando l'indice bancario. Ciò indicava una valutazione favorevole dei termini dell'OPS e delle prospettive di creazione di valore, segno che il mercato non riteneva l'operazione eccessivamente onerosa per Intesa. Subito dopo, tuttavia, la crisi pandemica di fine febbraio 2020 ha innescato un crollo generalizzato dei mercati: anche Intesa ha visto il proprio corso azionario scendere drasticamente nelle settimane successive (circa -40% tra metà febbraio e metà marzo, in linea col

settore). Questo ribasso è attribuibile al panico sistemico e non a un giudizio negativo sulla fusione. Infatti, già con il migliorare delle condizioni di mercato, il titolo ISP ha intrapreso un recupero significativo: a fine giugno 2020, a OPS in corso, il prezzo era risalito attorno €1,70-1,80, e completata con successo l'adesione (oltre 90% del capitale UBI conferito), il mercato ha ulteriormente premiato Intesa, percependo l'operazione come un rafforzamento strutturale del gruppo e non come una distruzione di valore. Nel complesso del 2020, Intesa ha chiuso con una *performance* borsistica (-19% a/a) lievemente migliore rispetto al settore bancario domestico (circa -21% a/a), segnale che al netto dell'effetto Covid il mercato non ha scontato l'OPS UBI come un fattore negativo per gli azionisti Intesa, bensì ha riconosciuto la valenza strategica dell'aggregazione.

Nei due anni successivi, la quotazione Intesa ha consolidato i progressi: nel 2021, con la ripresa economica e il ritorno alla politica dividendi (sospesa solo temporaneamente nel 2020 per indicazioni BCE), il titolo è tornato sui livelli pre-pandemia entro maggio 2021. Sebbene la performance annua di Intesa (+19%) sia stata inferiore a quella del FTSE Italia Banche (+36% nel 2021), ciò è dovuto principalmente al maggior *re-rating* di alcuni concorrenti più depressi in precedenza, mentre Intesa si confermava già su multipli relativamente premianti. In effetti, Intesa Sanpaolo manteneva un multiplo *P/BV* superiore alla media dei peer italiani: dopo una discesa a $\sim 0,56\times$ nel 2020 (dal $\sim 0,73\times$ del 2019), il *P/BV* medio di Intesa si è assestato intorno $\sim 0,69\times$ nel 2021 e poi è risceso a $\sim 0,64\times$ nel 2022 ed è risalito sopra ai livelli post-fusione $\sim 0,75\times$ a fine 2023. Questo trend indica che il mercato ha progressivamente incorporato nei prezzi azionari i benefici dell'operazione man mano che questi si rendevano tangibili. Infatti, nonostante i multipli Intesa siano cresciuti, essi restano ad oggi inferiori all'unità riflettendo un persistente sconto strutturale verso il settore bancario italiano, dovuto a incertezze di scenario (rischio Paese, inflazione, regolamentazione sui dividendi, ecc.) e alla cautela degli investitori nel riconoscere pienamente ex ante tutto il potenziale di valore prospettato. In altre parole, il mercato ha richiesto evidenze concrete del successo dell'operazione prima di premiare stabilmente il titolo, evidenze che si sono manifestate soprattutto con i risultati 2022-2023. Ad oggi il prezzo Intesa è tornato stabilmente sopra i livelli pre-OPS, più che raddoppiando (circa €6 contro i circa €2,5 pre-OPS).

In sintesi, il giudizio complessivo è che l'operazione Intesa-UBI ha creato valore per Intesa Sanpaolo, anche se tale creazione di valore si è concretizzata progressivamente. La fusione ha immediatamente conferito al gruppo maggiore scala, quote di mercato e capacità di *de-risking* (*NPL ratio* netto ridotto dall'oltre 2,5% pre-fusione all'1,5% circa nel 2021), traducendosi anche in un miglioramento dell'efficienza operativa (*cost/income* sceso al 50,9% nel 2022, ben inferiore a quanto sarebbe stato senza sinergie). I benefici contabili e patrimoniali, come il *badwill* e il rafforzamento del *CET1*, hanno bilanciato i costi straordinari, evitando erosione di valore contabile per i soci Intesa. Sul piano economico, i vantaggi in termini di utili e redditività si sono manifestati con un lieve ritardo: il 2020 ha rappresentato un passo indietro temporaneo, ma già dal 2021 il gruppo ha recuperato terreno e oggi mostra indicatori significativamente migliori di quelli di partenza (*ROE* gestionale consolidato $\sim 20\%$ a metà del 2025, a fronte di $\sim 8,8\%$ pre-operazione). In prospettiva, grazie anche al contributo permanente di ex UBI, Intesa Sanpaolo potrà mantenere una redditività elevata e sostenere generosi dividendi (*payout* 70% confermato) senza pregiudicare la

propria solidità patrimoniale. Il costo dell'operazione, in termini di diluizione iniziale, oneri di ristrutturazione e complessità gestionale, è stato dunque ripagato dai benefici di medio termine, confermando la validità industriale dell'aggregazione. Gli inevitabili scostamenti tra attese e risultati (specie nella tempistica di realizzo dei benefici) non intaccano la valutazione finale: l'acquisizione di UBI si è rivelata una scelta strategica vincente per Intesa Sanpaolo, capace di generare valore aggiunto per gli azionisti e gli altri *stakeholder*, oltre che di contribuire al processo di razionalizzazione del sistema bancario italiano nel suo complesso.

3.5.2 Coerenza con le teorie della finanza aziendale

Un ulteriore livello di valutazione riguarda la coerenza dei risultati dell'operazione con i principi teorici di finanza aziendale esaminati nel Capitolo 1, di seguito si verificano i principali elementi teorici, implicitamente già richiamati nelle analisi precedenti, in relazione ai risultati effettivi dell'operazione.

In primo luogo, la teoria indica che un'operazione di *M&A* crea valore solo se il valore attuale delle sinergie attese supera il premio pagato per acquisire il controllo dell'impresa *target* (oltre ai costi di integrazione). Nel caso Intesa-UBI questa condizione appare rispettata poiché Intesa ha stimato sinergie dal *merger* per €730 milioni annui, per circa €3,2 miliardi di valore attuale secondo stime del *management* dell'ex UBI, a fronte di un esborso complessivo (in azioni e contante) che, al netto degli *asset* ceduti a terzi, risulta ragionevole rispetto al valore intrinseco di UBI. Anzi, come visto, l'operazione ha generato contabilmente un *badwill* di €2,5 miliardi, segnale che il prezzo offerto incorporava un premio di controllo contenuto rispetto al patrimonio netto tangibile di UBI. Questo implica che Intesa non ha sovra pagato la società *target*, un comportamento in linea con i dettami della finanza aziendale razionale e lontano dalle dinamiche di *overpayment* spesso osservate in acquisizioni dettate da euforia o “*hubris*” manageriale (paragrafo 1.2.2). In altre parole, la struttura finanziaria dell'OPS Intesa-UBI risulta coerente con i criteri di congruità del prezzo: il premio riconosciuto agli azionisti UBI (circa +27% rispetto alle quotazioni preannuncio, come visto nel paragrafo 2.3.1) rientrava nei *range* di mercato e trovava giustificazione nei robusti risparmi ed economie di scala pianificati. Ciò è confermato dal favore con cui il mercato ha accolto l'annuncio e dal giudizio delle agenzie di *rating*, le quali hanno considerato l'operazione neutrale o addirittura positiva per il profilo creditizio di Intesa, segno che il deal non era percepito come eccessivamente oneroso o azzardato (paragrafo 3.2.3).

Un secondo aspetto teorico riguarda le motivazioni dell'operazione. In letteratura (cfr. paragrafi 1.2.1-1.2.3) si distingue tra motivazioni “ragionevoli”, cioè orientate alla creazione di valore tramite sinergie, economie di scala/scopo, incremento dell'efficienza, consolidamento strategico, e motivazioni discutibili, che sono legate ad esempio a obiettivi di potere manageriale o errori di valutazione (c.d. *hubris*). L'acquisizione di UBI da parte di Intesa risulta chiaramente motivata da ragioni industriali e strategiche coerenti con la teoria: l'operazione mirava a rafforzare la posizione di *leadership* nazionale di Intesa Sanpaolo, sfruttando significative sinergie di costo e di ricavo e aumentando la massa critica in settori chiave (*wealth management, bancassurance*) dove le due banche avevano complementarità (paragrafi 2.2.3 e 3.3.2). I risultati conseguiti confermano la fondatezza di queste motivazioni: le

sinergie di costo si sono realizzate pienamente, migliorando il *cost/income* e la competitività del gruppo, mentre l'aumento della quota di mercato in segmenti redditizi ha posto basi per ricavi aggiuntivi futuri. Non si riscontrano invece evidenze di comportamenti tipici di fusione “distruttiva” da *hubris*: al contrario, la gestione *post-merger* è stata orientata alla massimizzazione del valore condiviso, con rigoroso controllo dei costi, integrazione efficace e rispetto degli impegni verso gli *stakeholder* (es. dividendi, occupazione per quanto possibile). Il fatto stesso che il *management* Intesa abbia rinunciato a imporre drastiche condizioni ai soci di minoranza residuali di UBI e abbia rispettato le condizioni poste dalle *Authority* (cedendo sportelli per evitare concentrazioni eccessive) denota un approccio prudente e razionale, più vicino al modello di massimizzazione del valore per gli azionisti che non a logiche egoistiche di *empire building*. In definitiva, la condotta di Intesa in questa operazione pare allineata al paradigma teorico dell'acquirente che persegue fusioni disciplinate e *value-enhancing*, piuttosto che deviare verso le patologie previste dalle teorie critiche (conflitti di agenzia, eccesso di confidenza, ecc.).

Un ulteriore criterio teorico rilevante è l'effetto sul valore per gli azionisti dell'acquirente. La ricerca empirica citata nel Capitolo 1 evidenzia come spesso, nelle fusioni, gli azionisti dell'impresa *target* realizzino guadagni significativi (premio incorporato nel prezzo d'offerta) mentre gli azionisti dell'acquirente tendono a subire ritorni inferiori o negativi nel breve termine. Nel caso in esame, gli azionisti UBI hanno effettivamente beneficiato di un immediato incremento di valore (il titolo UBI balzò di oltre +20% appena annunciata l'OPS, allineandosi al concambio offerto, come evidenziato nel paragrafo 3.1.2). D'altra parte, però, anche per gli azionisti Intesa l'operazione si è rivelata positiva, almeno in prospettiva pluriennale, poiché il titolo Intesa non ha subito la tipica penalizzazione da “fusione distruttiva”, anzi, come notato, salì al momento dell'annuncio, e nel giro di pochi anni ha sovraperformato recuperando integralmente il valore *pre-deal* e superandolo stabilmente. Questo risultato è coerente con la teoria quando ricorrono determinate condizioni, ovvero che la fusione abbia realmente accresciuto il valore e che sia stata percepita come accrescitiva: in tal caso, è possibile una situazione *win-win* dove sia i soci della società *target* sia quelli dell'acquirente vedono un miglioramento del proprio investimento. La casistica Intesa-UBI conferma l'eccezione (positiva) alla regola, poiché grazie a sinergie credibili e a un prezzo equo, il mercato ha attribuito valore all'operazione a beneficio di entrambi i gruppi di azionisti, in linea con il principio che fusioni ben calibrate possono creare valore condiviso e non solo trasferirlo dai compratori ai venditori.

La teoria finanziaria enfatizza inoltre l'importanza della capacità esecutiva e della gestione dell'integrazione nel determinare il successo di una fusione. L'analisi del caso suggerisce che Intesa Sanpaolo abbia rispettato i canoni di una buona integrazione con tempi rapidi (closing a metà 2020 e migrazione *IT* completata entro il 2021), chiarezza di *governance* nel gruppo combinato, piano di riorganizzazione dettagliato e attuato, attenzione al consenso degli *stakeholder* (accordo sindacale per le uscite volontarie, nuove assunzioni per mitigare impatti sociali, come già indicato negli scorsi capitoli). Tutti questi elementi sono coerenti con le *best practice* indicate dalla dottrina per massimizzare le probabilità di successo di un *M&A*, evitando i classici rischi di esecuzione (integrazione tardiva o inefficiente, perdita di clienti chiave, demotivazione del personale, ecc.). I rischi erano presenti ma sono stati gestiti efficacemente, ciò

spiega perché le sinergie di costo si siano realizzate appieno e perché non si siano manifestati sfasamenti significativi rispetto al *business plan*, se non quelli imputabili a fattori esterni fuori dal controllo del *management*. In termini teorici, quindi, il caso Intesa-UBI conferma il ruolo cruciale di un'attenta gestione post-fusione nel tradurre le potenzialità di creazione di valore in risultati effettivi.

Si consideri inoltre la reazione del mercato e la valutazione complessiva dell'operazione col senno di poi. Dalla prospettiva delle teorie sull'efficienza dei mercati,¹⁸⁰ il fatto che il titolo Intesa abbia impiegato del tempo per apprezzarsi pienamente dopo la fusione (complice la crisi pandemica e altre incertezze) non contraddice la teoria, ma evidenzia come i mercati incorporino gradualmente le informazioni man mano che i risultati si manifestano. L'aggiustamento graduale osservato è coerente con un'ipotesi di mercato non perfettamente efficiente a breve termine, ma tendenzialmente capace di riconoscere il valore nel medio periodo quando questo diventa tangibile nei bilanci. Ciò è esattamente quanto accaduto poiché, inizialmente prudente, la borsa ha poi premiato Intesa al concretizzarsi dei benefici, in linea con il principio che il valore economico creato da una fusione debba eventualmente riflettersi anche nel valore di mercato dell'azienda combinata, benché con possibili ritardi temporali.

Dunque, l'operazione Intesa Sanpaolo-UBI Banca risulta coerente con le principali teorie della finanza aziendale sull'*M&A* già introdotte nel Capitolo 1, poiché i risultati osservati e discussi nei paragrafi del Capitolo 3 confermano i criteri classici di successo di una fusione e al tempo stesso, il caso evidenzia come le condizioni eccezionali di contesto possano influire sui tempi di manifestazione del valore, senza però invalidare la logica sottostante l'operazione.

¹⁸⁰ Brealey, R. A., et al. (2024). *Principi di Finanza Aziendale* 9ª ed. McGraw-Hill

Conclusioni

Giunti al termine di questa analisi, è possibile trarre alcune considerazioni complessive sul percorso svolto e sui risultati emersi. L'obiettivo centrale era valutare se e come l'acquisizione di UBI Banca da parte di Intesa Sanpaolo abbia generato valore, collocando il caso nel quadro teorico della finanza aziendale e nel contesto del settore bancario italiano. A tal fine, dapprima è stato inquadrato teoricamente il tema delle operazioni di fusione e acquisizione (motivazioni, sinergie, metodi valutativi); in seguito l'attenzione si è focalizzata sul contesto bancario nazionale e sulle caratteristiche dell'operazione Intesa-UBI; infine, è stata condotta un'analisi economico-finanziaria del caso, valutando la congruità dell'offerta, le sinergie realizzate e l'impatto dell'operazione sui risultati di Intesa Sanpaolo.

Nel complesso, il caso Intesa-UBI ha permesso di comprendere che le fusioni bancarie, se ben pianificate e gestite, possono creare valore. Grazie a sinergie concrete e a un'offerta equilibrata, l'aggregazione ha generato benefici a favore di entrambe le parti. I dati consuntivi del gruppo Intesa Sanpaolo degli esercizi successivi all'operazione mostrano come nel 2023 i proventi operativi netti siano saliti a €25.138 milioni, con una variazione del +39% rispetto al 2019, ma erano già in aumento negli anni precedenti: +14,9% nel 2021 e +18,7% nel 2022, sempre rispetto al 2019. Il risultato della gestione operativa nel 2023 è salito a €13.809 milioni (+57% rispetto al 2019), mentre sul lato della redditività l'utile netto è inizialmente salito leggermente nel 2022 a €4.354 milioni, con un aumento del +4,1% rispetto ai €4.182 milioni del 2019, per poi alzarsi drasticamente a €7.724 milioni nel 2023, con una variazione del +84,7% rispetto al 2019 (anche a causa dell'aumento dei tassi). Infine, il *cost/income ratio* è sceso al 45,1% (da 51,4% nel 2019). Il caso conferma che una valida logica industriale e un'integrazione ben condotta possono tradursi in un concreto miglioramento per l'impresa risultante, rafforzandone la posizione competitiva.¹⁸¹

Si devono tuttavia riconoscere alcuni limiti dell'analisi svolta. L'operazione esaminata è relativamente recente, quindi la valutazione del valore creato si basa su un orizzonte temporale limitato: effetti più completi potranno emergere solo nel lungo periodo. Inoltre, le conclusioni dipendono dai dati pubblici disponibili e da ipotesi (ad esempio sulle sinergie attese), elementi che introducono un margine di incertezza. C'è da dire poi che focalizzarsi su un singolo caso ha dei limiti riguardanti la generalizzazione.

Questo lavoro offre infine spunti per ulteriori approfondimenti, infatti sarebbe utile estendere l'analisi ad altre operazioni di *M&A* bancarie. Analizzare operazioni nazionali e internazionali col fine di verificare se i fattori di successo riscontrati nel caso Intesa-UBI trovino conferma o se emergano differenze significative. Inoltre, un'osservazione prolungata nel tempo del gruppo risultante permetterebbe di valutare la piena realizzazione delle sinergie previste e l'evoluzione della performance.

In definitiva, il caso Intesa Sanpaolo-UBI Banca costituisce un esempio emblematico di fusione bancaria di successo che conferma i principi teorici sulla creazione di valore tramite *M&A* e al che stimola a indagare ulteriormente le condizioni che ne garantiscono la sostenibilità in un settore bancario in evoluzione.

¹⁸¹ Intesa Sanpaolo S.p.A., Bilancio 2019, Bilancio 2021, Bilancio 2022, Bilancio 2023.

Bibliografia

Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato. (2020). Provvedimento n. 28289 (C12287) (14 luglio 2020).

Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato. (2020). Provvedimento n. 28327 (4 agosto 2020).

Banca Centrale Europea. (2012). Financial Stability Review (dicembre 2012).

Banca Centrale Europea. (2021). Guide on the supervisory approach to consolidation in the banking sector.

Banca d'Italia. (2008). Bollettino Economico, Numero 50 (ottobre 2008).

Banca d'Italia. (2019a). Rapporto sulla stabilità finanziaria, Numero 1/2019.

Banca d'Italia. (2019b). Rapporto sulla stabilità finanziaria, Numero 2/2019.

Banca d'Italia. (2020). Rapporto sulla stabilità finanziaria, Numero 2/2020.

Banca d'Italia. (2022). Relazione annuale sul 2021 - Considerazioni finali e Appendice Statistica.

Banco BPM. (2020). Bilancio consolidato 2019.

Borsa Italiana. (2020). Serie storica dei prezzi azionari di BPER Banca S.p.A. (dati 2019-2020).

Borsa Italiana. (2020). Serie storica dei prezzi azionari di Banco BPM S.p.A. (dati 2019-2020).

Borsa Italiana. (2020). Serie storica dei prezzi azionari di Unicredit S.p.A. (dati 2019-2020).

Borsa Italiana. (2025). FTSE Italia All Share Banks - dati storici (2019-2025).

Borsa Italiana. (2025). Intesa Sanpaolo S.p.A. - dati storici (2019-2025).

BPER Banca S.p.A. (2020). Allegato 1 - Filiali e punti operativi UBI rev. 2.

BPER Banca S.p.A. (2020). Allegato 2 - Filiali e punti operativi Intesa Sanpaolo.

BPER Banca S.p.A. (2020). Bilancio consolidato 2019

BPER Banca S.p.A. (2020, 12 novembre). Comunicato stampa: Accordo integrativo per l'acquisizione di un ramo di azienda dal Gruppo Intesa Sanpaolo.

Brealey, R. A., Myers, S. C. e Allen, F. (2024). "Principi di Finanza Aziendale." 9^a ed., McGraw-Hill.

Consob. (2020a). Delibera n. 21422 di approvazione del prospetto relativo all'Offerta Pubblica di Scambio promossa da Intesa Sanpaolo su UBI Banca (25 giugno 2020).

Consob. (2020b). Documento di offerta relativo all'offerta pubblica di acquisto e scambio volontaria totalitaria promossa da Intesa Sanpaolo S.p.A. su azioni ordinarie di UBI Banca S.p.A. (26 giugno 2020).

Consob. (2024). Le offerte pubbliche svolte in Italia nel periodo 2020-2023.

Damodaran, A. (2012). Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. John Wiley & Sons.

Damodaran, A. (2005). The Value of Synergy. Stern School of Business.

DBRS Morningstar. (2020, 7 agosto). DBRS Morningstar confirms Intesa and upgrades UBI's issuer rating to BBB(high) following the conclusion of Intesa's offer [Comunicato stampa].

DePamphilis, D. (2018). Mergers, acquisitions, and other restructuring activities. Academic Press.

European Banking Authority. (2016). Joint Guidelines on Qualifying Holdings (JC/GL/2016/01).

European Central Bank. (2019, November). Financial Stability Review.

European Central Bank. (2020). Our response to the coronavirus pandemic.

European Central Bank. (2017). Single Supervisory Mechanism Annual Report 2017.

European Systemic Risk Board. (2019). Annual Report 2018.

EY. (2024, 21 agosto). How European banks defied expectations to show resilience and growth.

FISAC-CGIL. (2021). Accordo del 14 aprile 2021 per l'integrazione del Gruppo UBI nel Gruppo Intesa Sanpaolo.

Intesa Sanpaolo S.p.A. (2020, 5 giugno). Comunicato stampa sull'autorizzazione preventiva della BCE all'acquisizione del controllo di UBI Banca.

Intesa Sanpaolo S.p.A. (2020, 17 febbraio). Comunicato stampa ufficiale sull'acquisizione di UBI Banca.

Intesa Sanpaolo S.p.A. (2020, 17 giugno). Comunicato stampa sull'autorizzazione IVASS all'acquisizione indiretta di partecipazioni assicurative del gruppo UBI.

Intesa Sanpaolo S.p.A. (2020, 17 luglio). Comunicato stampa sull'aumento del corrispettivo dell'Offerta Pubblica di Scambio su UBI Banca S.p.A.

Intesa Sanpaolo S.p.A. (2020, 3 agosto). Comunicato stampa sui risultati definitivi dell'Offerta Pubblica di Acquisto e Scambio su UBI Banca S.p.A.

Intesa Sanpaolo S.p.A. (2020, 18 febbraio). Offerta pubblica di scambio volontaria sulla totalità delle azioni di UBI Banca - Comunicazione ai sensi dell'art. 102, comma 1, D.Lgs. 58/1998 (TUF).

Intesa Sanpaolo S.p.A. (2020, 18 febbraio). Presentazione agli investitori sull'Offerta Pubblica di Scambio volontaria sulla totalità delle azioni ordinarie di UBI Banca.

Intesa Sanpaolo S.p.A. (2021). Presentazione dei risultati dei primi nove mesi del 2021 (9M21).

Intesa Sanpaolo S.p.A. (2020). Assemblea degli azionisti (27 aprile 2020).

Intesa Sanpaolo S.p.A. (2020). Bilancio consolidato 2019.

Intesa Sanpaolo S.p.A. (2021). Bilancio consolidato 2020.

Intesa Sanpaolo S.p.A. (2022). Bilancio consolidato 2021.

Intesa Sanpaolo S.p.A. (2023). Bilancio consolidato 2022.

Intesa Sanpaolo S.p.A. (2024). Bilancio consolidato 2023.

Intesa Sanpaolo S.p.A. (2020, 18 dicembre). Cessione e cartolarizzazione con garanzia GACS di un portafoglio di crediti in sofferenza della capogruppo [Comunicato stampa]. Intesa Sanpaolo Investor Relations.

Intesa Sanpaolo S.p.A. (2021). Relazione sul governo societario 2021.

Intesa Sanpaolo S.p.A. (2025). Relazione semestrale al 30 giugno 2025.

Intesa Sanpaolo S.p.A. (2022). Piano d'Impresa 2022-2025.

Intesa Sanpaolo S.p.A. (2026). Profilo del gruppo - Dati al 31 dicembre 2025.

Intesa Sanpaolo S.p.A. (2020). Risultati al 30 settembre 2020.

Intesa Sanpaolo S.p.A. (2021, 5 maggio). Risultati del primo trimestre 2021 - Presentazione agli investitori.

Intesa Sanpaolo S.p.A. (2020). "Risultati: Redditività resiliente e Stato Patrimoniale ulteriormente rafforzato... La combinazione con UBI Banca porta ulteriore creazione di valore".

Investing.com. Serie storica dei prezzi azionari giornalieri di UBI Banca - Dati 2019-2020.

ISTAT. (2021). Conti economici nazionali - Anno 2020.

Italia. (1998). Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria). Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*.

- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). *Valuation: Measuring and managing the value of companies* (5^a ed.). John Wiley & Sons.
- KPMG & ICAEW. (2018). *Commercial due diligence (CDD)* [Linee guida].
- KPMG. (2018). *I Non Performing Loan in Italia: trend in atto e prospettive future*.
- Marris, R. (1964). *The economic theory of “managerial” capitalism*. Londra: Macmillan.
- McLetchie, J., & West, A. (2010). *Perspectives on merger integration: Creating transformational value from mergers*. McKinsey & Company.
- Mishkin, F. S., Eakins, S. G., & Forestieri, G. (2007). *Istituzioni e mercati finanziari*. Pearson Italia.
- Roll, R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of Business*.
- Rosenbaum, J., & Pearl, J. (2009). *Investment banking: Valuation, leveraged buyouts, and mergers & acquisitions*. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.
- Standard & Poor’s Global Ratings. (2020, 19 febbraio). UBI Banca placed on CreditWatch positive following Intesa Sanpaolo tender offer; Intesa Sanpaolo ratings affirmed [Research Update].
- UBI Banca. (2020). *Aggiornamento del Piano industriale 2020-2022*.
- UBI Banca. (2018). *Bilancio consolidato al 31 dicembre 2017*.
- UBI Banca. (2020). *Comunicato dell’emittente ex art. 103 TUF sull’OPS volontaria promossa da Intesa Sanpaolo (3 luglio 2020)*.
- UBI Banca. (2020). *Piano industriale 2020-2022*.
- UBI Banca. (2020). *Relazione e Bilancio 2019*.
- Unicredit. (2020). *Bilancio 2019*.
- Unione europea. (2013a). *Direttiva 2013/36/UE (CRD IV)*.
- Unione europea. (2013b). *Regolamento (UE) n. 1024/2013*.
- Unione europea. (2013c). *Regolamento (UE) n. 575/2013 (CRR)*.
- Unione europea. (2019). *Direttiva (UE) 2019/878 (CRD V)*.
- Unione Italiana del Lavoro Credito Esattorie e Assicurazioni (2020, 30 settembre), *Comunicato stampa sull’accordo sindacale per l’integrazione del Gruppo UBI in Intesa Sanpaolo*.
- World Bank. (2021). *Global Financial Development Database: 5-Bank Asset Concentration for Italy (2007-2019)*.