



**POLITECNICO DI TORINO**

DIGEP – Dipartimento di Ingegneria Gestionale e della Produzione

**LA FUSIONE INTESA SANPAOLO – UBI BANCA:  
RICOSTRUZIONE DI UN'OPERAZIONE COMPLESSA**

Tesi di Laurea Magistrale

***Relatore***

Prof. Franco Varetto

***Candidato***

Annachiara D'Auria

mat. S265849

Anno accademico 2020 - 2021

*Ai miei genitori,  
che sono stati, sono e saranno sempre  
la mia roccia nella tempesta*

# Indice

|  |    |
|--|----|
| Introduzione.....  | 1  |
| Capitolo 1 – Il lancio dell’offerta .....                    | 2  |
| 1.1 Panorama bancario ad inizio 2020 .....                   | 2  |
| 1.1.1 Il quadro europeo.....                                 | 2  |
| 1.1.2 Le banche dell’Area Euro .....                         | 2  |
| 1.1.3 Il quadro italiano.....                                | 4  |
| 1.2 17 febbraio 2020 – ISP lancia l’OPS.....                 | 7  |
| 1.2.1 L’Offerente .....                                      | 7  |
| 1.2.2 L’Emittente.....                                       | 8  |
| 1.2.3 Perché l’OPS? – Aspetti industriali e strategici ..... | 10 |
| 1.2.4 Perché UBI?.....                                       | 12 |
| 1.2.5 Una nuova realtà .....                                 | 12 |
| 1.2.6 L’Offerta .....  | 14 |
| 1.2.7 Tipologie di OPA.....                                  | 14 |
| 1.2.8 Autorizzazioni .....                                   | 15 |
| 1.2.9 Condizioni di Efficacia dell’Offerta .....             | 17 |
| 1.2.10 I diversi scenari .....                               | 19 |
| OPA Residuale .....  | 20 |
| Squeeze out .....  | 22 |
| Mancato perfezionamento dell’Offerta .....                   | 27 |
| Operazioni straordinarie ulteriori alla fusione.....         | 28 |
| 1.2.11 Corrispettivo dell’Offerta .....                      | 29 |
| Corrispettivo unitario .....                                 | 29 |
| Corrispettivo complessivo .....                              | 35 |
| 1.2.12 Mercati sui quali è stata promossa l’Offerta.....     | 36 |
| 1.2.13 La scelta dei consulenti finanziari .....             | 36 |
| 1.2.14 L’accordo BPER .....                                  | 37 |
| 1.2.15 L’accordo UNIPOL .....                                | 38 |
| 1.2.16 Assemblea Straordinaria.....                          | 38 |
| 1.3 Reazioni del mercato .....                               | 41 |
| Le variazioni dell’indice FTSEMIB.....                       | 41 |

|  |   |    |
|--|---|----|
| 1.4  | L'impatto della pandemia .....                                      | 43 |
| 1.4.1  | La reazione di Intesa Sanpaolo .....                                | 44 |
| 1.4.2  | La reazione di UBI Banca .....                                      | 46 |
| Capitolo 2 – La fusione .....                                |   | 48 |
| 2.1  | Le approvazioni preventive .....                                    | 48 |
| 2.1.1  | La modifica dell'accordo BPER .....                                 | 48 |
| 2.1.2  | L'approvazione del Documento di Offerta da parte della CONSOB ..... | 50 |
| 2.2  | Il periodo di adesione .....  | 52 |
| 2.2.1  | L'aumento di capitale .....   | 52 |
| 2.2.2  | Il primo “no” di UBI Banca .....                                    | 53 |
| 2.2.3  | La risposta di Intesa Sanpaolo .....                                | 59 |
| 2.2.4  | Il secondo “no” di UBI Banca .....                                  | 61 |
| 2.2.5  | Autorizzazione AGCM .....   | 62 |
| 2.2.6  | La trasformazione da OPA a OPAS .....                               | 63 |
| 2.2.7  | L'ulteriore “no” di UBI .....                                       | 63 |
| 2.2.8  | Proroga del periodo di adesione .....                               | 64 |
| 2.3  | I risultati definitivi .....  | 65 |
|  | La vendita delle azioni residue .....                               | 66 |
|  | Lo squeeze out .....  | 67 |
|  | Il <i>delisting</i> delle azioni di UBI Banca .....                 | 69 |
| 2.4  | Il nuovo assetto .....  | 70 |
| 2.4.1  | Modifica all'accordo BPER .....                                     | 70 |
| 2.4.2  | L'integrazione .....  | 70 |
| 2.4.3  | Il post fusione .....   | 71 |
| 2.4.4  | Il nuovo assetto post-integrazione .....                            | 71 |
|  | Le nuove divisioni di Banca dei Territori .....                     | 71 |
|  | La nuova Direzione Agribusiness .....                               | 72 |
|  | Il trasferimento dei clienti Private .....                          | 73 |
| Capitolo 3 – La nuova scacchiera delle banche italiane ..... |   | 74 |
| 3.1  | La fusione Banca Intesa – Sanpaolo IMI .....                        | 74 |
| 3.2  | La fusione Crédit Agricole – Creval .....                           | 76 |
| 3.3  | Il nuovo ruolo di Intesa Sanpaolo .....                             | 78 |
| 3.4  | Un contesto impegnativo .....                                       | 79 |

|              |   |           |
|--------------|---|-----------|
| <b>3.4.1</b> | <b>Il possibile intervento del governo.....</b> | <b>80</b> |
| <b>3.4.2</b> | <b>Le prossime possibili mosse.....</b>         | <b>80</b> |
|              | <b>Conclusioni.....</b>                         | <b>82</b> |
|              | <b>Bibliografia .....</b>                       | <b>85</b> |

# Introduzione

Nel seguente elaborato di tesi è stata proposta un'analisi di una delle operazioni più significative degli ultimi anni: la fusione tra Intesa Sanpaolo e UBI Banca. Si è trattato di un'integrazione che ha modificato in maniera significativa il mercato bancario italiano, portando il gruppo Intesa ad assumere una posizione di rilievo non solo in Italia, ma anche in Europa.

Nel primo capitolo dopo aver analizzando il contesto economico che si era venuto a creare in Europa al termine del 2019, è stata esaminata la condizione italiana, con un focus sul contesto bancario. In seguito si è passato alla ricostruzione delle varie fasi che hanno caratterizzato l'operazione di fusione tra Intesa Sanpaolo ed UBI Banca, le motivazioni che hanno portato all'interazione e le metodologie utilizzate per determinare il corrispettivo alla base dell'offerta. Inoltre, sono stati studiati gli accordi stipulati con BPER Banca e UnipolSai per far fronte alle possibili criticità che la vigilanza antitrust avrebbe potuto notificare. Infine, è stato valutato l'impatto che l'offerta ha suscitato nei mercati, nonché come il contesto pandemico abbia influenzato l'andamento dell'operazione.

Nel secondo capitolo è stato analizzato lo sviluppo del periodo di adesione con la relativa trasformazione da OPS a OPAS e il raggiungimento del perfezionamento dell'offerta, cui è seguito il delisting delle azioni di UBI Banca. Successivamente è stato esaminato l'assetto del nuovo gruppo bancario formatosi, con particolare attenzione sulla distribuzione territoriale delle filiali anche in relazione alla cessione del ramo bancario a BPER Banca.

Nel terzo ed ultimo capitolo è stata studiata l'influenza che la fusione aveva avuto sul panorama bancario italiano, con un confronto con altre operazioni di integrazione (Banca Intesa – Sanapolo IMI e Crédit Agricole - Creval) e una riflessione su quelle che potrebbero essere le mosse degli altri player presenti sul mercato.

Infine, nella parte relativa alle conclusioni, vengono analizzati i possibili comportamenti alternativi che i consigli direttivi dei due istituti avrebbero potuto assumere.

# Capitolo 1 – Il lancio dell’offerta

## 1.1 Panorama bancario ad inizio 2020

### 1.1.1 Il quadro europeo

Per capire la situazione economica europea all’inizio del 2020 è importante fare un passo indietro e guardare all’ultimo semestre del 2019, gli ultimi mesi in cui Mario Draghi siede alla presidenza della Banca Centrale Europea (BCE).

Gli ultimi sei mesi di Mario Draghi alla presidenza della BCE hanno visto l’interruzione del percorso di normalizzazione della politica monetaria intrapreso nel 2018 e la riattivazione del *quantitative easing*, ovvero una politica messa in atto al fine di “creare moneta” mediante l’acquisto di titoli di Stato o altre obbligazioni sul mercato.

Pur essendo una politica già utilizzata in precedenza, le condizioni economiche risultavano essere più complesse rispetto al passato: anni di significativa espansione del bilancio della BCE non avevano infatti portato alla sperata crescita del PIL e degli investimenti, ma avevano alimentato un eccesso di liquidità che si era propagato dalle nazioni del nord e del centro Europa (Francia e Germania) verso quelle più fragili e indebitate del sud (Italia e Spagna). [1]

### 1.1.2 Le banche dell’Area Euro

Di seguito la classifica, aggiornata al 18 febbraio 2020, delle principali banche europee ordinate a seconda della sola capitalizzazione

| Rank | Nome Banca            | Market Cap [mld] | Paese       |
|------|-----------------------|------------------|-------------|
| 1    | BNP Paribas           | 67,6             | Francia     |
| 2    | Banco Santander       | 65,7             | Spagna      |
| 3    | Intesa Sanpaolo       | 44,4             | Italia      |
| 4    | ING Group             | 41,6             | Paesi Bassi |
| 5    | Credit Agricole Group | 39,3             | Francia     |
| 6    | BBVA                  | 34,4             | Spagna      |

|    |                                 |      |             |
|----|---------------------------------|------|-------------|
| 7  | UniCredit S.p.A                 | 31,6 | Italia      |
| 8  | KBC Group NV                    | 30,2 | Belgio      |
| 9  | Societe Generale                | 26,8 | Francia     |
| 10 | Deutsche Bank                   | 21,1 | Germania    |
| 11 | CaizaBank                       | 16,8 | Spagna      |
| 12 | Erste Group Bank AG             | 14,5 | Austria     |
| 13 | ABN AMRO Group                  | 14,2 | Paesi Bassi |
| 14 | Commerzbank AG                  | 8,5  | Germania    |
| 15 | Raiffeisen Bank International   | 7,4  | Austria     |
| 16 | Allied Irish Bank               | 6,4  | Irlanda     |
| 17 | Bankia                          | 5,3  | Spagna      |
| 18 | Banco Sabadell                  | 4,8  | Spagna      |
| 19 | Bank of Ireland                 | 4,4  | Irlanda     |
| 20 | UBI Banca                       | 4,0  | Italia      |
| 21 | Banco Bpm S.p.A.                | 3,5  | Italia      |
| 22 | Groupe BCPE                     | 3,2  | Francia     |
| 23 | Banca Monte dei Paschi di Siena | 2,1  | Italia      |

Mentre nella seguente tabella viene presentato l'elenco dei gruppi bancari della zona euro per capitalizzazione ad aprile 2020, basato sul rapporto S&P Global, redatta secondo il criterio IFRS (*International Financial Accounting Standard*) [2]:

| Rank | Nome Banca       | Attivo (mld di USD) | Paese       |
|------|------------------|---------------------|-------------|
| 1    | BNP Paribas      | 2429,26             | Francia     |
| 2    | Crédit Agricole  | 2256,72             | Francia     |
| 3    | Banco Santander  | 1702,61             | Spagna      |
| 4    | Société générale | 1522,05             | Francia     |
| 5    | BPCE             | 1501,59             | Francia     |
| 6    | Deutsche Bank    | 1456,26             | Germania    |
| 7    | Intesa Sanpaolo  | 1057,82             | Italia      |
| 8    | ING Groep        | 1000,72             | Paesi Bassi |
| 9    | Crédit Mutuel    | 976,14              | Francia     |
| 10   | UniCredit        | 960,21              | Italia      |

|    |                                 |        |             |
|----|---------------------------------|--------|-------------|
| 11 | Banco Bilbao Vizcaya Argentaria | 782,16 | Spagna      |
| 12 | Rabobank                        | 662,77 | Paesi Bassi |
| 13 | DZ Bank                         | 627,31 | Germania    |
| 14 | Nordea                          | 622,66 | Finlandia   |
| 15 | Danske Bank                     | 564,83 | Danimarca   |
| 16 | Commerzbank                     | 478,40 | Germania    |
| 17 | CaixaBank                       | 439,25 | Spagna      |
| 18 | ABN AMRO                        | 420,89 | Paesi Bassi |
| 19 | KBC Bank                        | 327,87 | Belgio      |
| 20 | La Banque Postale               | 304,88 | Francia     |
| 21 | Landesbank Baden-Württemberg    | 287,99 | Germania    |
| 22 | BayernLB                        | 266,27 | Germania    |
| 23 | Banco Sabadell                  | 251,10 | Spagna      |

### 1.1.3 Il quadro italiano

In un sistema che era quindi soggetto ad un eccesso di liquidità, con il PIL in forte decelerazione, la rinnovata adozione di politiche monetarie espansive aveva prodotto un ulteriore incremento della concorrenza sugli impieghi e una considerevole riduzione dei rendimenti attesi degli investimenti finanziari, soprattutto per quanto riguardava i titoli pubblici, con gli spread applicati dalle banche italiane per le nuove erogazioni di credito alla clientela a livelli molto bassi: nel corso del 2019 il tasso medio sui mutui residenziali si era ridotto del 10% e quello applicato alla clientela di tipo corporate del 15%.

Tra le componenti significative dell'attivo delle banche, era necessario considerare anche i titoli di stato. Il 70% dei titoli emessi nell'Eurozona vedeva ritorni negativi, solo aumentando significativamente la durata si sarebbe potuto avere rendimenti positivi.

Pur considerando le varie misure che la BCE aveva introdotto varie misure per far fronte agli effetti negativi della politica monetaria espansiva, come ad esempio il tiering dei depositi bancari in BCE (per cui parte delle riserve in eccesso, calcolata come multiplo della riserva obbligatoria, è esentata dal tasso di interesse negativo sui depositi presso la banca centrale), il sistema bancario italiano rimaneva comunque in una situazione difficile [3].

Guardando agli ultimi anni, il settore banche in Italia è stato soggetto ad una serie di discontinuità e criticità che hanno fortemente influenzato i risultati economici degli istituti. Basti pensare al debole contesto macroeconomico, che ha determinato un forte deterioramento della qualità del credito e una contrazione dei volumi rispetto all'ammontare pre-crisi o i livelli dei tassi di riferimento, che dal 2015 continuano a pesare in termini di redditività del settore, ed ancora il profondo cambiamento del quadro regolamentare (avvio della vigilanza unica a livello europeo e nuove direttive, come ad esempio Guidance on NPL, MIFID2, IFRS9, ecc.) con conseguente impatti organizzativi e costi di compliance. Un altro elemento da considerare è la disruption tecnologica, che ha portato gli istituti bancari a dover considerare la presenza e la concorrenza nell'ambito dei servizi finanziari di operatori fintech e digital champion.

Nel momento in cui non vengono attuate misure economiche in grado di creare "attrito", come le politiche fiscali espansive, il prolungarsi del regime di tassi bassi e talvolta negativi, e la stagnazione economica hanno trascinato verso il basso la redditività delle banche, che potranno vedere i margini di intermediazione ridursi in media dl 10% nei prossimi 5 anni, o addirittura del 15% per le banche maggiormente esposte al business creditizio tradizionale e ai titoli governativi. Tutte considerazioni che non tengono conto degli impatti sulle commissioni e sui ricavi da trading.

A fine 2019, tale marcata contrazione del margine di intermediazione delle banche italiane era imputabile a tre fattori

1. La **compressione della redditività degli impieghi**, che avrebbe potuto ridurre il margine di interesse del 15%. Tendenza che in Italia avrebbe potuto avere un impatto ancora più significativo che nelle altre realtà europee sui margini commerciali degli impieghi, già particolarmente bassi in un contesto bancario fortemente concorrenziale e soprattutto frammentato
2. La **compressione dei ritorni sui titoli di debito**, che avrebbe potuto provocare una riduzione in negativo del margine di interesse del 5%: nel 2018 le cedole obbligazionarie rappresentavano il 17% del margine di interesse delle banche italiane, rispetto al 10% circa per le altre banche presenti in Europa – senza contare i relativi ricavi da trading. A fine 2018, il ritorno generato dallo stock dei titoli di debito delle banche italiane era superiore all'1,3%, con una durata media di circa 4 anni, a fronte di

nuove emissioni che, a partire da giugno 2019, hanno fatto registrare rendimenti a 5 anni pari a circa lo 0,2%.

3. La **compressione dei margini di gestione denaro** che avrebbe potuto essere solo in parte compensata dalla riduzione del costo dei depositi, già a livelli bassissimi e che difficilmente avrebbe assunto valori negativi per la maggior parte della clientela al dettaglio e della raccolta sui mercati all'ingrosso. Anche le commissioni non avrebbero potuto essere d'aiuto: i ricavi commissionali delle banche italiane erano già a livelli più elevati rispetto alle medie europee e la regolamentazione tendeva sempre più a favorire la concorrenza sui servizi finanziari e bancari, mettendo ulteriormente sotto pressione la marginalità.

L'importanza degli impatti sulla gestione economica delle banche italiane connessi allo scenario appena descritto potrebbe mettere seriamente in discussione la sostenibilità dell'attuale modello di business e la struttura stessa dell'industria bancaria [3].

## 1.2 17 febbraio 2020 – ISP lancia l’OPS

È quindi in un contesto complesso ed incerto che Intesa Sanpaolo il 17 febbraio 2020 annuncia un’Offerta Pubblica di Scambio sulle azioni di UBI Banca, con la seguente motivazione:

*“L’Offerente (Intesa Sanpaolo) si è determinato a promuovere l’Offerta al fine di consolidare ulteriormente, attraverso l’apporto della clientela e della rete dell’Emittente (UBI Banca), la propria leadership nel settore bancario italiano, dove opera con successo in tutti i segmenti di mercato.” [4] [5]*

Una mossa quella da parte di Intesa Sanpaolo e del suo cda che viene presentata nello stesso momento in cui UBI Banca aveva presentato il proprio piano industriale per il 2022, il quale prevedeva anche 2000 esuberi.

### 1.2.1 L’Offerente

[5]Intesa Sanpaolo, Gruppo ISP, è un istituto bancario italiano nato nel gennaio 2007 dalla fusione tra Sanpaolo IMI e Banca Intesa. Ha sede legale e amministrativa nella città di Torino e sede secondaria nella città di Milano.

Nel mercato bancario italiano si classifica al primo posto per quota di mercato e numero di sportelli. Il gruppo rientra nel paniere dell’indice FTSE MIB ed è quotato nella Borsa di Milano. L’azione rientra nell’indice Euro Stoxx 50 e nell’Euro Stoxx 50 Banks.

Configurandosi quindi come primo gruppo bancario italiano, Intesa Sanpaolo, prima della fusione con UBI Banca poteva contare su una rete composta da 11,8 milioni di clienti e circa 3.000 filiali.

Come dimostrato dalle tabelle prima esposte, anche in ambito europeo, Intesa Sanpaolo, al 17 settembre ricopriva un ruolo di rilievo nell’area Euro.

Le attività del gruppo, prima della fusione, erano ripartite in 7 business units:

- **Divisione Banca dei Territori** – la più importante divisione del gruppo, rappresentante la rete commerciale del Gruppo in Italia

- **Divisione International Subsidiary Banks** – copre l'Europa centro-orientale, il Medio-Oriente ed il Nordafrica
- **Divisione IMI-Corporate and Investment Banking**– partner globale per imprese e istituzioni finanziarie sia a livello nazionale sia internazionale
- **Divisione Fideuram** - Intesa Sanpaolo Private Banking offre servizi di consulenza finanziaria. È nata nel 1968 come sussidiaria di IOR, poi rilevata da IMI con l'obiettivo di gestire il business dei fondi comuni di IMI in Lussemburgo. Nel 1997 è entrata nel settore del private banking, nel 2000 è divenuta intermediario dopo l'acquisizione della società francese Groupe Wargny (fondata nel 1806), in seguito, nel 2004, la società madre IMI ha rilevato il suo business legato alle assicurazioni sulla vita
- **Divisione Asset Management** - Eurizon Capital SGR è una società di risparmio gestito che investe in obbligazioni (compresi i titoli di stato) e società quotate
- **Divisione Insurance** - le compagnie di assicurazione del gruppo erano pre-fusione: Intesa Sanpaolo Vita, Intesa Sanpaolo RBM Salute, Intesa Sanpaolo Assicura e Fideuram Vita
- **Divisione Capital Light Bank** - Intesa Sanpaolo RE.O.CO. si occupa di gestire le sofferenze e gli attivi in vendita

### 1.2.2 L'Emittente

[6]UBI Banca - Unione di Banche Italiane S.p.A. era una banca italiana con sede a Bergamo nata il 1° aprile 2007 dalla fusione fra Banche Popolari Unite e Banca Lombarda e Piemontese.

UBI Banca era un gruppo bancario italiano di origine cooperativa, al 31 dicembre 2019 si posizionava come quarto gruppo bancario per numero di sportelli, con 1.575 filiali in Italia (581 in Lombardia e 144 in Piemonte) ed una forte presenza nelle regioni più del Centro Italia e nel Sud Italia, con una quota di mercato del 6,8% al 30 giugno 2019.

Quotata dal 2007 al 2020 sul Mercato Telematico Azionario (MTA): fino al 29 maggio 2009 il suo indice era lo S&P Mib, sostituito dal 1° giugno seguente dal FTSE MIB, in seguito all'OPAS con il gruppo ISP, il 5 agosto 2020 viene rimossa dall'indice FTSE MIB, mentre il 5 ottobre 2020 è stata revocata sull'MTA.

Il gruppo UBI Banca era composto da una rete di banche locali, che attraverso fusioni per incorporazione sono entrate a far parte della capogruppo UBI Banca (Banca Popolare di Bergamo S.p.A., Banco di Brescia S.p.A., Banca Popolare Commercio e Industria S.p.A., Banca Regionale Europea S.p.A., Banca Popolare di Ancona, Banca Carime, Banca di Valle Camonica).

Il gruppo era composto da:

- una banca on-line specializzata nella gestione degli investimenti di individui e famiglie (IW Bank S.p.A.)
- società attive nel:
  - cessione del quinto: Prestitalia S.p.A. e UFI Servizi S.r.l.
  - asset management: Pramerica SGR S.p.A e Pramerica Management Co Sa (Lussemburgo) (controllata al 100% da Pramerica SGR)
  - servizi fiduciari: UBI Trustee Sa
  - servizi di formazione e sviluppo professionale: UBI Academy S.c.r.l.
  - factoring: UBI Factor S.p.A.
  - leasing: UBI Leasing S.p.A.
  - bancassicurazione: Lombarda Vita S.p.A., Aviva Vita S.p.A. BancAssurance Popolari S.p.A.
- una società di servizi: UBI Sistemi e Servizi S.C.p.A.
- una Re.O.Co.: K modulus S.r.l.
- una società immobiliare BPB Immobiliare S.r.l.
- Polis Fondi SGR.p.A.
- Montefeltro Sviluppo SCRL SF Consulting Srl
- Zhong Ou Asset Management Co. Ltd
- società veicolo per la cartolarizzazione di crediti: UBI Finance S.r.l., UBI Finance CB 2 S.r.l., 24-7 Finance S.r.l., UBI Finance 2 S.r.l., UBI SPV Group 2016 S.r.l., UBI SPV Lease 2016 S.r.l., Mecenate S.r.l.

### 1.2.3 Perché l'OPS? – Aspetti industriali e strategici

Sono molteplici le motivazioni che hanno portato il Gruppo Intesa Sanpaolo a intraprendere quest'operazione di offerta, prima fra tutte la voglia di essere un player ancora più grande sia a livello italiano che europeo.

L'accordo con UBI Banca avrebbe permesso ad Intesa Sanpaolo di accedere ad oltre tre milioni di clienti prevalentemente retail, PMI e private il cui contributo, in termini di aggregati patrimoniali, avrebbe consolidato la posizione di Intesa in Italia, rendendolo il settimo gruppo bancario per totale attivo dell'Area Euro [4].

Per posizionamento, dimensione e profilo di business di UBI Banca, l'aggregazione derivante dall'adesione all'offerta avrebbe consentito una piena valorizzazione delle potenzialità del gruppo ISP, generando un'elevata capacità di creazione di valore a beneficio degli azionisti, dei clienti della banca e di tutti gli altri stakeholder, principalmente attraverso il raggiungimento dei seguenti obiettivi industriali e finanziari:

- **Incremento della massa critica**

con contestuale raggiungimento di una maggiore capillarità in mercati geografici precedentemente meno presidiati, al fine di conseguire significative sinergie di costo derivanti anche dalle economie di scala e che Intesa Sanpaolo prevedeva a regime dal 2024 (incluso), pari a 545mln€ ante imposte per anno in caso di perfezionamento della Fusione. Per l'anno 2023 ISP prevedeva di conseguire sinergie di costo pari a 506mln€ ante imposte. Si prevedeva che le predette sinergie derivassero dalle economie di scala e dalla esperienza e capacità di Intesa Sanpaolo di operare efficientemente sul mercato con una struttura operativa agile che avrebbe consentito di liberare importanti risorse finanziarie anche per gli investimenti tecnologici (i.e., *artificial intelligence*, *machine learning* e *advanced analytics*); tali investimenti sono necessari per operare in modo sempre più efficace ed efficiente in un contesto competitivo che vede un ruolo crescente di nuove tipologie di concorrenti e che, essendo investimenti di ingente entità, richiedono un'adeguata rispondenza in termini di elevata scala dimensionale e ampia base di clientela. I relativi costi di integrazione erano stimati complessivamente in circa 1,3mld€ (ante imposte una tantum) interamente spesi nel 2020;

- **Sinergie di ricavo**

Che ISP prevedeva sarebbero state conseguite integralmente a decorrere dal 2023 (incluso), stimate pari a circa 156mln€ ante imposte per anno derivanti dall'incremento della produttività per cliente e per sportello sui livelli di Intesa Sanpaolo nonché dell'incremento della redditività anche grazie all'efficientamento conseguente all'integrazione delle rispettive fabbriche prodotto nei segmenti di business ad alto valore aggiunto (quali *wealth management*, bancassurance vita e danni, dove ISP punta in particolare a divenire leader nel mercato *non motor retail, leasing e factoring*), facendo leva su un modello di distribuzione e offerta internalizzato.

- **Complementarietà in alcuni settori di *business* (*consumer credit e direct banking*)**, con potenzialità di *up selling* e *cross selling* del catalogo prodotti;
- **Rafforzamento della *leadership* nella *Corporate Social Responsibility***, con l'obiettivo di diventare un punto di riferimento per privati e imprese in Italia;
- **Migliorata capacità di attrarre nuovi talenti** con un forte impegno a sostenere la crescita del *core business* attraverso nuove assunzioni, favorendo in tal modo il ricambio generazionale all'interno del Gruppo ISP senza impatti sociali;
- **Allineamento alle *best policies* creditizie e di *risk management*** di Intesa Sanpaolo;
- Possibilità per gli azionisti di UBI Banca di detenere un **titolo azionario estremamente liquido** e con una **consolidata capacità di distribuire valore** (*pay-out ratio* tra i più elevati del settore bancario in Italia e superiore a quello di UBI);
- Mantenimento di una **dotazione patrimoniale solida** anche all'esito dell'operazione (*Common Equity Tier I Ratio* a regime pro forma superiore al 13%);
- **Accelerazione del de-risking degli attivi** di UBI Banca senza oneri per gli azionisti.

Nell'ottica di accelerare il raggiungimento degli obiettivi industriali di integrazione tra il Gruppo ISP e il Gruppo UBI, Intesa Sanpaolo aveva come obiettivo quello di acquisire l'intero

capitale sociale di UBI e dando luogo ad una fusione, favorendo gli obiettivi di integrazione, di creazione di sinergie e di crescita del Gruppo ISP.

#### **1.2.4 Perché UBI?**

Sono molteplici gli aspetti di questa offerta, ma una delle scelte più rilevanti riguarda sicuramente le motivazioni che hanno portato Intesa Sanpaolo a scegliere un intermediario finanziario come UBI Banca.

La volontà di raggiungere dimensioni che consentissero di competere autonomamente e svolgere un ruolo proattivo nel panorama bancario europeo, ha portato ISP a guardare player con caratteristiche simili alle sue, in modo da minimizzare i rischi di esecuzione e creare valore per tutti gli *stakeholder*, fine ultimo di un grande player di settore.

UBI Banca risultava quindi la candidata ideale: il modello di business, il posizionamento di mercato e la copertura territoriale, il set di valori condivisi dal management, il forte orientamento al supporto dell'economia italiana e alla crescita sostenibile e inclusiva e la forte presenza di stakeholders italiani rendevano UBI Banca un'azienda che esprimeva in larga parte un profilo omogeneo a quello di Intesa e, quindi, un'azienda la cui integrazione poteva avvenire in maniera fluida e con modalità tali da valorizzare le risorse del gruppo ISP.

Pur essendo un player rilevante del settore (quarto operatore in Italia per volumi intermediati), ad opinione di Intesa Sanpaolo, UBI Banca non disponeva della scala adeguata per operare in un contesto in profonda mutazione ed evoluzione, caratterizzato da bassi tassi di interesse e dunque margini e dalla necessità di sostenere ingenti investimenti tecnologici, e dove le dimensioni e la capacità di operare e competere non solo in ambito nazionale, ma anche internazionale, sono presupposti essenziali per lo sviluppo dell'attività e del valore aziendale al fine di ottenere un'adeguata remunerazione del capitale [4].

#### **1.2.5 Una nuova realtà**

Con la propria offerta Intesa Sanpaolo mirava a creare un'aggregazione tra le due banche che permettesse la piena valorizzazione delle potenzialità dei due gruppi tramite creazione di una realtà capace di:

- Rafforzare gli stakeholders dei due gruppi, inclusa la componente italiana, nel panorama bancario europeo;
- Creare valore per gli azionisti tramite la distribuzione di flussi di dividendi sostenibili nel tempo anche grazie alle sinergie derivanti dall'aggregazione; ISP prevedeva che, in caso di Fusione, la prospettata integrazione del Gruppo UBI nel Gruppo ISP potesse generare sinergie: pari a 662 milioni ante imposte per il 2023, e a regime, a pari a 700 milioni ante imposte per anno per il 2024;
- Valorizzare gli esponenti aziendali per apportare reputazione e prestigio;
- Fornire, con il pieno coinvolgimento delle Fondazioni Territoriali di UBI Banca, un forte sostegno all'economia reale delle comunità territoriali con un'attenzione particolare anche alle ricadute sociali, anche mediante stipula di accordi a beneficio delle comunità locali aventi ad oggetto iniziative quali: il patrimonio immobiliare e artistico, le erogazioni al territorio, l'innovazione e la ricerca scientifica, il welfare, il social housing e l'assistenza sanitaria;
- Integrare il vertice aziendale nelle prima linee di management di una realtà leader in Italia e di dimensioni europee;
- Offrire alle risorse aziendali l'opportunità di crescere professionalmente nel nuovo gruppo;
- Realizzare utili consolidati superiori a 6 miliardi dal 2022.

Come anticipato già in precedenza, dato il contesto economico molto frammentato in Italia rispetto alla media europea, l'offerta avrebbe aperto la strada ad un percorso di consolidamento necessario per il settore bancario italiano, soprattutto considerando l'importanza del ruolo che i settori bancario, finanziario e assicurativo svolgono nel garantire l'indipendenza economica e finanziaria italiana, agendo come possibile leva per la crescita dell'economia reale [4].

## **1.2.6 L'Offerta**

L'Offerta aveva ad oggetto le n. 1.143.425.545 azioni ordinarie di UBI Banca, con godimento regolare, quotate sul Mercato Telematico Azionario (MTA) organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A, rappresentanti, al 17 febbraio 2020, la totalità del capitale sociale di UBI Banca ivi incluse le azioni proprie, dedotte le n.859.601 azioni ordinarie di titolarità di Intesa Sanpaolo sempre alla data del 17 febbraio 2020 [4].

## **1.2.7 Tipologie di OPA**

[7]Per capire in cosa consiste un'Offerta Pubblica di Scambio (OPS), bisogna prima partire dal concetto di Offerta Pubblica di Acquisto (OPA). Ovvero un'operazione di Borsa, mediante la quale una persona fisica o giuridica dichiara pubblicamente agli azionisti di una società quotata di essere disposta a comprare i loro titoli a un prezzo superiore a quello di borsa, per acquisire o rafforzare il suo controllo sulla società in questione. Si tratta, in altre parole, di un invito a disinvestire, a vendere, a essere liquidati e quindi incassare, rivolto a chi possiede azioni dell'azienda target da parte di chi vorrebbe entrarne in possesso.

Il soggetto che lancia un'offerta pubblica di acquisto o di scambio deve effettuare preventivamente un'apposita comunicazione alla Consob (l'Autorità indipendente che vigila sui mercati italiani) allegando un documento, oggetto poi di una pubblicazione, contenente le informazioni necessarie per consentire al pubblico di capire con chiarezza lo svolgimento dell'OPA, per poter così maturare un giudizio sulle sue possibili opzioni.

L'efficacia dell'offerta è subordinata al raggiungimento di un quantitativo minimo di titoli che vengono depositati presso banche o intermediari autorizzati e vengono pagati dopo la scadenza del periodo di durata dell'offerta.

Ci sono due tipologie principali di OPA:

- **Opa volontaria**

In questo caso è l'offerente a prendere l'iniziativa, proponendo il prezzo e stabilendo il numero di azioni che vuole acquistare. Si parla di Opa volontaria totalitaria o parziale a seconda del fatto che l'acquirente punti al 100% delle azioni o a una quota inferiore.

- **Opa obbligatoria**

In questo caso è la legge che impone l'operazione. Qualora un soggetto arrivi, attraverso acquisti successivi, a detenere una quota della società superiore al 30%, l'ordinamento impone che si offra quale acquirente anche di tutto il resto delle azioni.

Ogni Opa, volontaria o obbligatoria, può essere **consensuale** e **ostile**. Nel primo caso l'azienda oggetto di scalata si pronuncia favorevole alla scalata stessa, permettendone il proseguimento. Si parla invece di Opa ostile quando il CdA si esprime contrario all'offerta.

A seconda poi della tipologia di pagamento, è possibile distinguere tra:

- **OPA** (offerta pubblica di acquisto): il pagamento delle azioni consegnate avviene interamente in denaro
- **OPS** (offerta pubblica di scambio): il pagamento avviene esclusivamente con la consegna di azioni dell'offerente
- **OPAS** (offerta pubblica di acquisto e scambio): il pagamento è misto, essendo sia in denaro che in azioni nella misura decisa dall'offerente

### **1.2.8 Autorizzazioni**

Come precedentemente anticipato, nel momento in cui si lancia un'Offerta Pubblica di Acquisto, o nel caso di Intesa Sanpaolo, un'Offerta Pubblica di Scambio, è necessario richiedere una serie di autorizzazioni alle autorità competenti tra cui. Intesa Sanpaolo, quindi, successivamente all'annuncio dell'offerta dichiara che, in ottemperanza a tutte le normative, avrebbe richiesto le seguenti autorizzazioni:

- i. Banca Centrale Europea e Banca d'Italia per le autorizzazioni preventive all'acquisizione diretta di una partecipazione di controllo, nonché per l'acquisizione diretta di una partecipazione di controllo in IW Bank S.p.A, ai sensi degli artt. 22 e ss. della Direttiva (UE) 36/2013 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 26 giugno 2013 e dell'art. 19 del D. Lgs. 1° settembre 1993, n. 385 ("TUB");
- ii. Banca d'Italia per le autorizzazioni preventive all'acquisizione indiretta di una partecipazione di controllo in Pramerica SGR S.p.A, UBI Leasing S.p.A, UBI Factor S.p.A e Prestitalia S.p.A ai sensi, rispettivamente, dell'art. 15 del TUF e degli artt. 110 e 19 del TUB;
- iii. IVASS per le autorizzazioni preventive all'acquisizione indiretta di una partecipazione di controllo in BancAssurance Popolari S.p.A e di partecipazioni qualificate in Aviva Vita S.p.A e Lombarda Vita S.p.A. ai sensi degli artt. 68 e ss. del D. Lgs. 7 settembre 2005, n. 209;
- iv. Banca Centrale Europea e Banca d'Italia per l'accertamento preventivo che le modifiche statuarie di Intesa Sanpaolo derivanti dall'Aumento di Capitale al Servizio dell'Offerta (e della relativa Delega) non contrastassero con una sana e prudente gestione di UBI Banca, ai sensi degli artt. 56 e 61 del TUB e relativa disciplina, e per la computabilità delle nuove azioni emesse nell'ambito del suddetto Aumento di Capitale tra i fondi propri dell'Offerente quale capitale primario di classe 1, ai sensi degli artt. 26 e 28 del Regolamento (UE) 575/2013 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 26 giugno 2013;
- v. Banca Centrale Europea e Banca d'Italia per l'autorizzazione preventiva all'acquisizione indiretta di una partecipazione che comporti il controllo o l'influenza notevole in Zhong Ou Asset Management Co. Ltd Cina, ai sensi degli artt. 53 e 67 del TUB, come attuati nella Parte Terza, Capitolo I, Sez. V, della Circolare della Banca d'Italia n.285 del 17 dicembre 2013, recante disposizioni di vigilanza per le banche, come successivamente modificata;

- vi. Tutte le altre istanze per l'ottenimento delle autorizzazioni necessarie in relazione all'Offerta, ivi comprese quelle eventualmente richieste presso le Autorità competenti straniere.

Ai sensi dell'art. 102, comma 4, del TUF, l'approvazione del Documento di Offerta da parte di Consob sarebbe potuto arrivare solo dopo l'ottenimento di ciascuna delle Autorizzazioni.

Inoltre, Intesa Sanpaolo entro la data di presentazione a Consob del Documento di Offerta, avrebbe dovuto effettuare una comunicazione preventiva dell'operazione oggetto dell'offerta all'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato.

### **1.2.9 Condizioni di Efficacia dell'Offerta**

Ferme restando le (e in aggiunta alle) necessarie approvazioni dell'Aumento di Capitale a Servizio dell'Offerta da parte dell'Assemblea dei Soci e del Documento di Offerta da parte di Consob, l'Offerta risultava subordinata al verificarsi di ciascuna delle seguenti condizioni di efficacia:

- i. Entro il secondo giorno di borsa aperta antecedente la data di pagamento del Corrispettivo, l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato e le Autorità *antitrust* di Albania e Serbia avessero approvato senza criticità l'operazione di acquisizione proposta da Intesa Sanpaolo;
- ii. Intesa Sanpaolo venisse a detenere, all'esito dell'Offerta una partecipazione pari ad almeno il 66,67% del capitale sociale di UBI Banca; ISP si riservava di rinunciare parzialmente alla presente Condizione di Efficacia, purché la partecipazione che fosse venuta a detenere all'esito dell'Offerta fosse stata comunque pari al 50% del capitale sociale più 1 (una) azione ordinaria di UBI Banca (soglia a cui non avrebbe rinunciato). Qualora la soglia percentuale non fosse stata raggiunta Intesa Sanpaolo si riservava la possibilità di chiedere la proroga del Periodo di Adesione, la cui durata massima non poteva essere comunque superiore a 40 giorni di Borsa Aperta;
- iii. tra la data in cui veniva promossa l'offerta (17 febbraio 2020) e la data di pagamento del Corrispettivo, gli organi sociali di UBI Banca (e/o di una sua società direttamente o indirettamente controllata o collegata) non compissero né si impegnassero a

compiere (anche con accordi condizionati e/o partnership con terzi) atti od operazioni: (x) che avrebbero potuto causare una significativa variazione, anche prospettica, del capitale, del patrimonio, della situazione economica e finanziaria e/o dell'attività di UBI, (y) che avrebbero limitato la libera operatività delle filiali e delle reti nel collocamento di prodotti alla clientela, o (z) che fossero comunque incoerenti con l'Offerta e le motivazioni industriali e commerciali sottostanti, salvo che ciò fosse dovuto in ottemperanza a obblighi di legge e/o a seguito di richiesta delle Autorità di vigilanza (v); quanto precede doveva intendersi riferito ad esempio: ad aumenti o riduzioni di capitale, distribuzioni di riserve, pagamenti di dividendi straordinari (i.e., quelli eccedenti l'utile risultante dall'ultimo bilancio di esercizio approvato al momento della distribuzione), utilizzi di fondi propri, acquisti o atti dispositivi di azioni proprie, fusioni, scissioni, trasformazioni, modifiche statutarie in genere, cessioni, acquisizioni o trasferimenti, anche a titolo temporaneo, di asset, di partecipazioni (o di relativi diritti patrimoniali o partecipativi), di aziende o rami d'azienda, emissioni obbligazionarie o assunzioni di debito;

- iv. in ogni caso, tra il 17 febbraio 2020 e la data di pagamento del Corrispettivo, UBI Banca e/o le sue società direttamente o indirettamente controllate e/o società collegate non deliberassero e comunque non compissero, né si impegnassero a compiere, atti od operazioni che potessero contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'Offerta ai sensi dell'art. 104 del TUF, ancorché i medesimi fossero autorizzati dall'assemblea ordinaria o straordinaria di UBI o fossero decisi e posti in essere autonomamente dall'assemblea ordinaria o straordinaria e/o dagli organi di gestione delle società controllate e/o collegate dell'Emittente;
- v. entro la data di pagamento del Corrispettivo, (x) a livello nazionale e/o internazionale, non si verificassero circostanze o eventi straordinari che comportassero o potessero comportare significativi mutamenti negativi nella situazione politica, finanziaria, economica, valutaria, normativa o di mercato e che avessero effetti sostanzialmente pregiudizievoli sull'Offerta e/o sulla situazione finanziaria, patrimoniale, economica o reddituale di UBI Banca (e/o delle sue società controllate e/o collegate) e di Intesa Sanpaolo; e (y) non fossero emersi fatti o situazioni relativi ad UBI Banca, non noti al mercato, che avessero l'effetto di

modificare in modo pregiudizievole l'attività di UBI Banca e/o la sua situazione, finanziaria, patrimoniale, economica o reddituale.

Intesa Sanpaolo si riservava di rinunciare, in tutto o in parte, a una delle Condizioni di Efficacia (salva quella riguardante la soglia minima del 50% + 1 (una) azione ordinaria di UBI Banca), ovvero modificarle, in tutto o in parte, in conformità alla disciplina applicabile.

Il Documento di Offerta è stato depositato il 6 marzo 2020.

### **1.2.10 I diversi scenari**

La seconda condizione di efficacia si sofferma sulle possibili quote da raggiungere per dar luogo all'OPS.

Requisito minimo fondamentale, senza il quale Intesa Sanpaolo non avrebbe proceduto con l'offerta, era il raggiungimento di una percentuale del 50% + 1 (azione) del capitale sociale di UBI Banca.

Qualora si fosse raggiunta una partecipazione superiore al 50% + 1 (una) azione ma inferiore al 66,7% l'offerta avrebbe avuto successo, ma non ci sarebbe stata fusione. Tuttavia, ISP si riservava comunque la possibilità di proporre all'assemblea degli azionisti l'approvazione della fusione (prevedibilmente a partire dall'esercizio 2021). In tal caso Intesa Sanpaolo sarebbe stata titolare di una partecipazione nel capitale sociale di UBI Banca che avrebbe potuto consentire di poter esprimere un numero di voti sufficienti ai fini dell'approvazione della fusione (ferma restando la necessità di raggiungere il *quorum* deliberativo dei 2/3 dei diritti di voto rappresentati in assemblea).

Con una percentuale superiore al 66,7% del capitale di UBI Banca, Intesa Sanpaolo avrebbe detenuto la maggioranza assoluta nell'assemblea straordinaria degli azionisti di UBI Banca e quindi, subordinatamente ai necessari provvedimenti autorizzativi delle autorità competenti e nel rispetto della disciplina e delle procedure di governo societario applicabili, le due banche si sarebbero fuse per incorporazione.

La fusione avrebbe potuto essere realizzata sia nel caso in cui all'esito dell'offerta non fosse stato conseguito il *delisting* delle azioni di UBI, sia in caso in cui all'esito dell'offerta si fossero verificati, invece, i presupposti giuridici per l'adempimento dell'Obbligo di Acquisto.

Tuttavia, laddove si fosse verificata una scarsità del flottante tale da non assicurare il regolare andamento delle negoziazioni, Borsa Italiana avrebbe potuto disporre la sospensione e/o la revoca delle azioni ordinarie di UBI dalla quotazione (ossia operando il Delisting), salvo che ISP non avesse deciso di ripristinare un flottante idoneo ad assicurare un regolare andamento delle contrattazioni. Per l'ipotesi che tale scarsità di flottante venisse a manifestarsi, Intesa Sanpaolo aveva ribadito che non intendeva attuare misure finalizzate, per tempistica e modalità, a ripristinare le condizioni minime di flottante per un regolare andamento delle contrattazioni delle azioni ordinarie di UBI Banca, non sussistendo al riguardo alcun obbligo derivante dalla normativa applicabile.

In caso di revoca delle azioni ordinarie dalla quotazione (ossia in caso di Delisting), i titolari di Azioni UBI che non avessero aderito all'Offerta sarebbero stati titolari di strumenti finanziari non negoziati in alcun mercato regolamentato, con conseguente difficoltà di liquidare il proprio investimento

## **OPA Residuale**

Inoltre, qualora si fosse raggiunta una percentuale superiore al 90% ma inferiore al 95%, ISP avrebbe promosso l'OPA Residuale.

L'OPA residuale è disciplinata dall'art. 108 del TUF [8]. È stata prevista per la tutela degli azionisti di minoranza in caso di delisting, cioè cancellazione del titolo dalla quotazione di borsa per impossibilità di un regolare andamento delle negoziazioni a seguito della riduzione del volume delle azioni correntemente trattate.

L'OPA residuale è un'OPA obbligatoria che riguarda chiunque venga a detenere ed intenda mantenere una quota del capitale sociale ordinario di una società quotata superiore al 90% del capitale con diritto di voto.

Chiunque si trovi nella condizione di cui sopra, se non lancia l'OPA sul restante 10%, sarebbe tenuto a ripristinare entro 90 giorni un flottante sufficiente a ripristinare il normale andamento delle quotazioni e la decisione sarebbe comunicata alla Consob non oltre 10 giorni dal superamento della soglia del 90%.

Nel caso in cui, all'esito dell'Offerta, Intesa Sanpaolo avesse detenuto una partecipazione complessiva superiore al 90% ma inferiore al 95% del capitale sociale di UBI Banca, ISP aveva

dichiarato sin dall'inizio che non avrebbe ricostituito il flottante e che avrebbe adempiuto all'obbligo di acquistare le restanti Azioni UBI dagli azionisti che ne avrebbero fatto richiesta, con conseguente Delisting [4].

Inoltre, ai fini del calcolo delle soglie previste dall'articolo 108 del TUF secondo cui *"...chiunque venga a detenere una partecipazione superiore al novanta per cento del capitale rappresentato da titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, ha l'obbligo di acquistare i restanti titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato da chi ne faccia richiesta se non ripristina entro novanta giorni un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni. Qualora siano emesse più categorie di titoli, l'obbligo sussiste soltanto in relazione alle categorie di titoli per le quali sia stata raggiunta la soglia del novanta per cento."* [8], le Azioni Proprie detenute da UBI Banca sarebbero state computate nella partecipazione di ISP (numeratore) senza essere sottratte dal capitale sociale di UBI Banca (denominatore). L'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'articolo 108, comma 2, del TUF sarebbe stato adempiuto da ISP riconoscendo agli azionisti di UBI Banca che ne avessero fatto richiesta un corrispettivo per ogni Azione UBI determinato ai sensi dell'articolo 108, commi 3, 4 e/o 5, del TUF, e degli articoli 50, 50-bis e/o 50-ter del Regolamento Emittenti (a seconda dei casi), ovvero:

- nel caso in cui, a seguito dell'Offerta, ISP avesse detenuto almeno il 90% del capitale avente diritto di voto compreso, il corrispettivo dell'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'articolo 108, comma 2, del TUF sarebbe stato identico al Corrispettivo dell'Offerta in conformità a quanto previsto dagli articoli 108, commi 3 e 5, del TUF e degli articoli 50 e 50-ter del Regolamento Emittenti, fermo restando che il possessore delle Azioni UBI potesse esigere che gli fosse corrisposto il Corrispettivo Integrale in Contanti;
- negli altri casi, il corrispettivo dell'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'articolo 108, comma 2, del TUF, sarebbe stato determinato nella misura stabilita da CONSOB in conformità all'articolo 108, comma 4, del TUF e degli articoli 50 e 50-bis del Regolamento Emittenti, fermo restando che il possessore delle Azioni UBI potesse esigere che gli fosse corrisposto il Corrispettivo Integrale in Contanti.

A seguito del verificarsi dei presupposti dell'Obbligo di Acquisto, Borsa Italiana avrebbe disposto la revoca delle azioni ordinarie di UBI Banca dalla quotazione sul Mercato Telematico Azionario (ossia operando il Delisting) a decorrere dal Giorno di Borsa Aperta successivo al

giorno di pagamento del corrispettivo dell'Obbligo di Acquisto. Pertanto, al seguito del verificarsi del delisting, i titolari delle Azioni UBI che non avessero aderito all'Offerta e che non avessero richiesto ad Intesa Sanpaolo di acquistare le Azioni UBI dagli stesse detenute, sarebbero stati titolari di strumenti finanziari non negoziati in alcun mercato regolamentato, con conseguente difficoltà di liquidare il proprio investimento.

### **Squeeze out**

Con una percentuale superiore al 95%, invece, si sarebbe effettuato lo “squeeze out” il quale prevede che, in seguito alla promozione di un'Opa totalitaria, l'offerente possa avvalersi del diritto di acquisto delle azioni residue se venga a detenere almeno il 95% del capitale con diritto di voto [9].

In particolare, l'ordinamento italiano (TUF art. 111 - decreto legislativo 58/98) prevede che, in seguito alla promozione di un'OPA totalitaria (sia essa successiva o preventiva) che conduce alla detenzione di almeno il 95% del capitale con diritto di voto ma non della totalità delle azioni, l'offerente possa avvalersi del diritto di acquisto delle azioni residue se ne abbia fatto menzione nel documento d'offerta entro 3 mesi dall'Opa.

Il prezzo di cessione deve essere determinato ai sensi dell'Art. 108, commi 3,4,5 del TUF. Si configurano così tre possibilità.

Nel caso in cui la soglia del 95% sia raggiunta in seguito ad un'offerta pubblica di acquisto totalitaria, il corrispettivo è pari a quello dell'offerta.

In caso di offerta volontaria, il corrispettivo è pari a quello dell'offerta pubblica totalitaria precedente. Sempre che l'offerente abbia acquistato, tramite OPA, almeno il 90% del capitale con diritto di voto.

Al di fuori di questi casi, il corrispettivo è determinato dalla Consob, tenendo conto del corrispettivo dell'eventuale OPA precedente e/o del prezzo di mercato dello strumento finanziario in questione nei sei mesi precedenti all'annuncio dell'offerta pubblica di acquisto.

La disciplina, così strutturata, è riconosciuta in molti ordinamenti ai fini di tutela dell'offerente, che può essere agevolato dal possesso della totalità delle azioni. Si ravvisa comunque anche una tutela per le minoranze offrendo loro la possibilità di uscita dall'investimento ad un corrispettivo equo (pari a quello dell'OPA o alternativamente determinato dalla Consob).

Per il caso in cui, all'esito dell'Offerta Intesa Sanpaolo fosse venuta a detenere una partecipazione complessiva superiore o pari al 95% del capitale sociale di UBI Banca, avrebbe esercitato il diritto di acquisto sulle rimanenti Azioni UBI ai sensi dell'articolo 111 del TUF (il "Diritto di Acquisto").

In tal caso, ISP sarebbe stata obbligata ad acquistare da chiunque ne facesse richiesta le Azioni UBI non portate in adesione all'Offerta e/o non acquistate da Intesa durante la, e/o a seguito della, procedura di adempimento dell'Obbligo di Acquisto.

Anche in questo caso, agli azionisti di minoranza sarebbe stato corrisposto un corrispettivo pari a:

- Al corrispettivo dell'offerta, qualora ISP avesse acquisiti almeno il 90% del capitale avente diritto di voto
  
- Al corrispettivo in azioni determinato dalla CONSOB o corrispettivo integrale in contanti sempre determinato dalla CONSOB

Riassumendo:

| Esito dell'Offerta   | Adesione all'Offerta   | Non adesione all'Offerta  |
|--|--|---|
| <p><b>Partecipazione di ISP pari ad almeno il 50% + 1 (una) Azione UBI ma inferiore al 66,67% del capitale sociale</b></p> | <p>L'azionista di UBI Banca avrebbe ricevuto nella data individuata come quella in cui sarebbe avvenuto il pagamento, il corrispettivo, accompagnato da un possibile importo in contanti relativo ad una possibile parte frazionaria (trasferimento di un numero di azioni non multiplo dieci)</p> | <p>Le azioni di UBI Banca non sarebbero state revocate dal Mercato Telematico azionario. Qualora ci fosse stata una successiva Fusione per incorporazione di UBI Banca in ISP, questa sarebbe stata attuata sulla base di un rapporto di cambio che non avrebbe incorporato alcun premio per gli azionisti di minoranza di UBI</p>  |
| <p><b>Partecipazione di ISP pari ad almeno il 66,67% del capitale sociale di UBI ma inferiore al 90%</b></p>               | <p>L'azionista di UBI Banca avrebbe ricevuto nella data individuata come quella in cui sarebbe avvenuto il pagamento, il corrispettivo, accompagnato da un possibile importo in contanti relativo ad una possibile parte frazionaria (trasferimento di un numero di azioni non multiplo dieci)</p> | <p>Le azioni di UBI Banca non sarebbero state revocate dal Mercato Telematico azionario, tranne nel caso in cui si fosse venuta a creare una scarsità del flottante tale da non assicurare il regolare andamento delle negoziazioni delle azioni ordinarie di UBI. Successiva Fusione per incorporazione di UBI Banca in ISP che sarebbe stata attuata senza far sorgere il diritto di recesso e sulla base di un rapporto di cambio che non avrebbe incorporato alcun premio per gli azionisti di minoranza di UBI</p> |

|  |  |   |
|--|--|---|
| <p><b>Partecipazione di ISP superiore al 90% del capitale sociale di UBI ma inferiore al 95% del capitale sociale di UBI</b></p> | <p>L'azionista di UBI Banca avrebbe ricevuto nella data individuata come quella in cui sarebbe avvenuto il pagamento, il corrispettivo, accompagnato da un possibile importo in contanti relativo ad una possibile parte frazionaria (trasferimento di un numero di azioni non multiplo dieci)</p> | <p>Obbligo di Acquisto con conseguente acquisto delle Azioni UBI dagli azionisti che ne avrebbero fatta richiesta ad un corrispettivo pari a:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>a. qualora ISP avesse acquistato almeno il 90% del capitale avente diritto di voto compreso nell'Offerta: Corrispettivo oppure, in alternativa, Corrispettivo Integrale in Contanti;</li> <li>b. negli altri casi: corrispettivo determinato da CONSOB, oppure, in alternativa, Corrispettivo Integrale in Contanti determinato da CONSOB</li> </ul> <p>Delisting dell'Emittente; Successiva Fusione per incorporazione di UBI Banca in ISP che sarebbe stata attuata senza far sorgere il diritto di recesso e sulla base di un rapporto di cambio che non avrebbe incorporato alcun premio per gli azionisti di minoranza di UBI</p> |
| <p><b>Partecipazione almeno pari al 95% del capitale sociale</b></p>   | <p>L'azionista di UBI Banca avrebbe ricevuto nella data individuata come quella in cui sarebbe avvenuto il pagamento, il corrispettivo, accompagnato da un possibile importo in contanti relativo ad una possibile parte frazionaria (trasferimento di un</p>                                      | <p>Procedura Congiunta con conseguente acquisto di tutte le Azioni UBI di titolarità degli azionisti minoranza di UBI ad un corrispettivo pari a:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>a. qualora ISP avesse acquistato almeno il 90% del capitale avente diritto di voto compreso nell'Offerta: Corrispettivo oppure, in alternativa, Corrispettivo Integrale in Contanti;</li> <li>b. negli altri casi: corrispettivo determinato da CONSOB, oppure, in alternativa, Corrispettivo Integrale in Contanti determinato da CONSOB.</li> </ul>  |

|  |                                      |  |
|--|--------------------------------------|--|
|  | numero di azioni non multiplo dieci) | Delisting dell'Emittente; Successiva Fusione per incorporazione di UBI Banca in ISP che sarebbe stata attuata senza far sorgere il diritto di recesso e sulla base di un rapporto di cambio che non avrebbe incorporato alcun premio per gli azionisti di minoranza di UBI |
|--|--------------------------------------|--|

Possibili scenari in termini di Corrispettivo:

| Scenari   | Possibile scenario di disinvestimento in caso di perfezionamento dell'Offerta   | Valore monetario del corrispettivo per ciascuna azione UBI   |
|---|---|--|
| Adesione all'Offerta da parte dell'Azionista UBI  | L'azionista di UBI Banca avrebbe ricevuto nella data individuata come quella in cui sarebbe avvenuto il pagamento, il corrispettivo, accompagnato da un possibile importo in contanti relativo ad una possibile parte frazionaria (trasferimento di un numero di azioni non multiplo dieci)               | Corrispettivo pari al corrispettivo individuato nell'offerta (si veda il seguito)  |
| Non Adesione all'Offerta da parte dell'Azionista UBI e partecipazione di ISP superiore al 90% del capitale sociale di UBI | In questo caso potevano configurarsi due situazioni: l'azionista richiedeva l'acquisto delle proprie azioni in virtù dell'obbligo di acquisto in capo ad Intesa Sanpaolo, oppure Intesa veniva a detenere una partecipazione superiore al 95% che le avrebbe permesso di esercitare il diritto d'acquisto | Corrispettivo Integrale in Contanti determinato come segue: <ul style="list-style-type: none"> <li>- qualora ISP avesse acquistato almeno il 90% del capitale avente diritto di voto compreso nell'Offerta: media ponderata dei prezzi ufficiali delle Azioni ISP rilevati nei cinque Giorni di</li> </ul> |

|   |   |   |
|---|---|---|
|   |   | Borsa Aperta precedenti la Data di Pagamento del Corrispettivo moltiplicato per il Rapporto di Cambio;<br>- negli altri casi: valutazione in termini monetari effettuata dalla CONSOB.  |
| <b>Non Adesione all'Offerta da parte dell'Azionista UBI e partecipazione dell'Offerente pari o inferiore al 90% del capitale sociale dell'Emittente</b> | (i) L'azionista di UBI Banca non portava le proprie Azioni UBI in adesione all'Offerta, (ii) l'Offerente non raggiungeva una partecipazione di cui all'art. 108, comma 2, del TUF e veniva attuata la Fusione, e (iii) l'azionista di UBI Banca non concorreva con il proprio voto alla deliberazione di approvazione della Fusione nell'assemblea straordinaria dei soci di UBI Banca. | Valore monetario implicito delle azioni ordinarie ISP che sarebbero state emesse a servizio della Fusione, la quale sarebbe stata attuata senza far sorgere alcun diritto di recesso e sulla base di un rapporto di cambio che non avrebbe incorporato alcun premio per gli azionisti di minoranza di UBI Banca |

### **Mancato perfezionamento dell'Offerta**

In caso di mancato avveramento di una delle condizioni di efficacia, l'offerta non si sarebbe perfezionata e sarebbe venuta meno.

In tal caso, le azioni di UBI portate in adesione all'offerta sarebbero state restituite, per il tramite degli Intermediari Depositari, ovvero intermediari autorizzati aderenti al sistema di gestione accentrata presso Monte Titoli (quali banche, SIM, società di investimento, agenti di cambio) presso i quali venivano depositate di volta in volta le Azioni UBI, senza addebito di oneri o spese a loro carico, entro il primo giorno di borsa aperta successivo al comunicato di Intesa Sanpaolo con cui sarebbe stato comunicato il mancato avveramento dell'offerta.

Pertanto, le azioni UBI non sarebbero state escluse dalle negoziazioni sul Mercato Telematico Azionario e gli azionisti di UBI Banca sarebbero rimasti titolari di strumenti finanziari negoziati su un mercato regolamentato [4].

Alcuni report diffusi da analisti finanziari e agenzie di rating, nelle settimane precedenti alla data del documento di offerta, si erano espressi in merito alle prospettive di UBI Banca.

In particolare, l'agenzia Fitch Ratings aveva operato un *downgrading* del c.d. *Issuer Default Rating* (IDR) a lungo termine di UBI Banca, da BBB- a BB+, con conseguente perdita dello status di c.d. *lower investment grade* per il c.d. *speculative grade*. Tale giudizio negativo si basava su valutazioni che evidenziavano la “*relativa debolezza del profilo di credito [di UBI Banca] rispetto ad altri gruppi italiani con rating più elevato, che deriva principalmente da un modello di business meno diversificato, una redditività più debole e riserve di capitale minori*”. Fitch Ratings aveva inoltre sottolineato che “*la capacità di UBI di generare ricavi nella sua principale linea di business si indebolirà nel quadro economico deteriorato. Ricavi più bassi e maggiori rettifiche su crediti [...] danneggeranno ulteriormente la profittabilità già debole della Banca*”; per tali motivi, “*sarà difficile per il management conseguire gli obiettivi individuati nel nuovo piano strategico 2020-2022*” [10].

Per contro, Fitch Ratings aveva confermato che i rating di UBI Banca rimanevano in c.d. Rating Watch Positive (RWP) in virtù dell'offerta di ISP, sulla quale si esprimeva così: “*Se l'operazione avesse successo, UBI potrebbe beneficiare del sostegno istituzionale di [ISP], in qualità di azionista di maggioranza, avendo ISP un rating più elevato (“higher-rated”), o vedere miglioramenti nel suo profilo creditizio individuale derivanti dall'ingresso in un gruppo più forte. Ci attendiamo di terminare la valutazione del RWP UBI una volta completata l'offerta pubblica di scambio*” [10].

## **Operazioni straordinarie ulteriori alla fusione**

A prescindere dall'effettuazione o meno della fusione, in caso di perfezionamento dell'offerta (quindi anche qualora ISP avesse rinunciato alla soglia del 66,7%, ma non a quella del 50%+1 azione) Intesa prevedeva di attuare nel corso del 2021 misure di accelerazione del *de-risking* degli attivi di UBI Banca, in particolare la cessione di un ammontare pari a circa Euro 4 miliardi di crediti deteriorati di UBI a un prezzo in linea con il valore di carico alla data della cessione, riducendo l'incidenza dei crediti deteriorati lordi del gruppo ISP (quale risultante dall'integrazione del gruppo UBI nel gruppo ISP ad esito dell'eventuale perfezionamento dell'offerta).

Qualora, per qualsiasi motivo, la fusione non fosse stata approvata dalle rispettive assemblee straordinarie degli azionisti di Intesa Sanpaolo e UBI Banca (scenario in cui ISP avrebbe comunque potuto conseguire circa l'87% del totale delle sinergie previste in caso di fusione e larga parte degli obiettivi oggetto dei programmi futuri elaborati da Intesa in relazione a UBI), ISP non escludeva l'eventualità che, anche in mancanza della fusione, venissero realizzate, nel rispetto della normativa applicabile, eventuali operazioni che si fossero ritenute necessarie e/o coerenti e in linea con gli obiettivi e le motivazioni dell'offerta, quali, ad esempio: l'implementazione di azioni di *de-risking* degli attivi di UBI Banca e l'adozione di tutte quelle iniziative che avessero consentito al nuovo gruppo formato dall'unione di Intesa Sanpaolo e UBI Banca di beneficiare comunque delle sinergie e della creazione di valore derivanti dal perfezionamento dell'Offerta.

Intesa Sanpaolo, inoltre, si sarebbe impegnata a non acquistare ulteriori azioni UBI nei 12 mesi successivi alla data di pagamento ed eventualmente alla successiva data di regolamento degli acquisti di azioni UBI che Intesa avrebbe dovuto effettuare in esecuzione dell'Obbligo di Acquisto [4].

## **1.2.11 Corrispettivo dell'Offerta**

### **Corrispettivo unitario**

Qualora si fossero verificate le Condizioni di Efficacia e l'Offerta si fosse quindi perfezionata, Intesa Sanpaolo avrebbe riconosciuto, per ciascuna Azione di UBI Banca portata in adesione all'Offerta, un corrispettivo, costituito da n. 1,7 azioni ordinarie di Intesa Sanpaolo di nuova emissione, successivamente ad un aumento di capitale a servizio dell'offerta.

Per determinare il rapporto di cambio, Intesa Sanpaolo ha dato luogo ad una serie di analisi valutative in modo da poter determinare una stima quanto più esatta possibile, che riflettesse con coerenza i valori economici di entrambe le realtà oggetto dell'operazione.

In relazione anche ad un principio consolidato nella prassi valutativa, Intesa Sanpaolo ha portato avanti le proprie considerazioni privilegiando un principio di omogeneità relativa e confrontabilità dei criteri di valutazione applicati, in modo da poter individuare degli intervalli di valori omogenei e confrontabili relativamente ai due gruppi. Quindi si tratta di risultati che assumono un forte significato in termini relativi [11].

Quando Intesa Sanpaolo ha presentato i risultati della propria analisi, ha specificato una serie di criticità e limitazioni che erano state incontrate in fase di determinazione del corrispettivo, ed in particolare:

1. I dati e le informazioni utilizzate da ISP erano di natura pubblica derivanti per lo più dai vari bilanci che UBI Banca aveva rilasciato nel tempo;
2. Non era stata effettuata da parte di Intesa Sanpaolo alcuna attività di *due diligence* finanziaria, legale, commerciale, fiscale, industriale o di qualsivoglia natura, ovvero non c'era stata un'investigazione ed un approfondimento dei dati e delle informazioni, quindi un'attività volta a valutare rischi e criticità
3. In termini di proiezioni relative al possibile andamento economico e patrimoniale futuro sia per Intesa che per UBI bisognava considerare la mancanza di un piano industriale stand-alone di medio-lungo termine aggiornato al 17 febbraio 2020 per Intesa Sanpaolo e per UBI Banca la mancanza di un dettaglio annuale delle proiezioni economiche e patrimoniali relativamente all'orizzonte temporale relativo al Piano Industriale 2022 che era stato approvato dal consiglio di amministrazione subito prima il lancio dell'offerta, dati che quindi non erano stati potuti prendere in considerazione da Intesa nella formulazione dell'offerta;
4. In virtù dell'accordo con BPER Banca relativamente alla cessione di alcune filiali di UBI Banca in seguito all'integrazione si dovuto tener conto dell'assenza di informazioni specifiche relative al ramo che sarebbe stato trasferito;
5. Il ragionamento fatto al punto precedenza ha la stessa validità anche in relazione al ramo che oggetto dell'accordo con Unipol;
6. La limitatezza delle informazioni per l'identificazione e la stima delle sinergie e i costi di ristrutturazione e delle rettifiche addizionali sul portafoglio di crediti deteriorati di UBI;

7. La mancanza di operazioni avvenute in tempi relativamente vicini che potessero essere considerato come termine per una comparazione e che quindi esprimessero un parametro valutativo applicabile.

Per quanto elencato, quindi, e soprattutto considerando la mancanza da parte di Intesa di informazioni e dati previsionali che potessero permettere di comporre valutazioni finanziarie di tipo analitico riguardo al gruppo UBI, per poter determinare il rapporto di cambio è stato utilizzato un approccio basato su metodologie di mercato, quindi allineandosi a quella che era la prassi valutativa impiegata a livello nazionale e internazionale.

In particolare, il Consiglio di Amministrazione di ISP ha ritenuto di utilizzare [11]:

1. quali **metodologie principali di valutazione:**

- a) il metodo delle Quotazioni di Borsa;

si tratta di un metodo che utilizza i prezzi di mercato come azioni da cui partire per calcolare la stima del valore economico delle società, per fare ciò si parte dai prezzi di borsa registrati in intervalli di tempo considerati significativi e si ipotizza la presenza di un grado di significatività fra i prezzi espressi dal mercato per le azioni delle società che sono soggetto della valutazione ed il valore economico delle società stesse.

Alla base di questa metodologia è la possibilità di poter esprimere in termini relativi il rapporto esistente tra i valori delle società in analisi così come questo viene recepito dal mercato.

Nel caso della fusione ISP – UBI sono stati adottati i seguenti criteri: utilizzo dei prezzi ufficiali delle azioni delle due banche alla data dell'ultimo giorno di borsa precedente al lancio dell'offerta, quindi il 14 febbraio; l'utilizzo delle medie dei prezzi ufficiali ponderati per i volumi delle azioni di UBI Banca e di Intesa Sanpaolo (il cosiddetto Prezzo Medio Ponderato per i Volumi) con periodi di riferimento pari a 1 mese, 3 mesi e 6 mesi precedenti alla data dell'annuncio, quindi il 17 febbraio;

- b) il metodo della regressione lineare tra i multipli del prezzo di borsa sul patrimonio netto tangibile di società comparabili quotate e i rispettivi livelli di redditività

prospettica espressi dal rendimento sul patrimonio netto tangibile medio di periodo (RoATE);

secondo questo metodo per calcolare il valore economico di una società di parte da una serie di parametri identificati mediante la correlazione (solo nel caso in cui questa sia statisticamente significativa) tra i multipli del prezzo di borsa sul patrimonio netto tangibili (quindi il rapporto tra Prezzo e PNT) di un campione di società quotate ritenute comparabili ed i rispettivi livelli di redditività prospettiva espressi attraverso il rendimento sul patrimonio netto tangibile medio di periodo (RoATE).

Intesa Sanpaolo ha quindi: effettuato l'analisi di regressione lineare del rapporto Prezzo/PNT storico rispetto al RoATE atteso al 2020 e successivamente ha effettuato l'analisi di regressione lineare del rapporto Prezzo/PNT atteso al 2020 rispetto al RoATE atteso al 2021, in modo da definire i parametri necessari per la valorizzazione delle società in esame;

c) il metodo dei multipli di mercato nella variante del prezzo di borsa di società comparabili quotate sui relativi utili prospettici

Secondo il metodo dei multipli di mercato, il valore di un'impresa si determina assumendo a riferimento le indicazioni fornite dal mercato borsistico con riguardo a imprese aventi caratteristiche analoghe a quella oggetto di valutazione. Il criterio si basa sulla determinazione di multipli calcolati come il rapporto tra valori borsistici e grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie di un campione selezionato di società comparabili. I moltiplicatori così determinati vengono applicati, con le opportune integrazioni e aggiustamenti, alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione, al fine di stimarne un intervallo di valori. Ai fini dell'Offerta e sulla base delle caratteristiche proprie del settore bancario e della prassi di mercato è stato selezionato il multiplo del Prezzo / Utili Prospettici al 2020 ed al 2021.

Ai fini dell'analisi, si è selezionato il seguente campione di società italiane ed europee quotate di medie e grandi dimensioni, in quanto affini per modello di business, presenza geografica e/o dimensioni, alle società oggetto dell'analisi:

- per le società quotate comparabili italiane: UniCredit, Banco BPM, BPER, Banca Monte dei Paschi di Siena, Credito Emiliano, Banca Popolare di Sondrio e Credito Valtellinese;

- per le società quotate comparabili europee: BNP Paribas, Crédit Agricole, Société Générale, Santander, BBVA, CaixaBank e Commerzbank.

## 2. quali metodologie di controllo:

### a) la metodologia dei prezzi target evidenziati dagli analisti di ricerca

il metodo dei prezzi target determina il valore di una società basandosi sulle valutazioni che gli analisti finanziari compongono e pubblicano relativamente alle società oggetto di analisi. I prezzi target sono indicazioni di valore che esprimono un'ipotesi sul prezzo che può raggiungere un'azione sul mercato borsistico e sono derivati da molteplici metodologie valutative usate a discrezione del singolo analista di ricerca. Ai fini dell'applicazione della metodologia dei prezzi target, sono stati utilizzati i prezzi obiettivo delle azioni ordinarie di ISP e UBI così come indicati dagli analisti di ricerca che seguono le società, e pubblicati successivamente alla diffusione dei risultati preliminari al 31 dicembre 2019 di ISP e UBI (comunicati, rispettivamente, in data 4 febbraio 2020 e 10 febbraio 2020).

### b) la metodologia del *dividend discount model* nella c.d. variante dell'*excess capital*

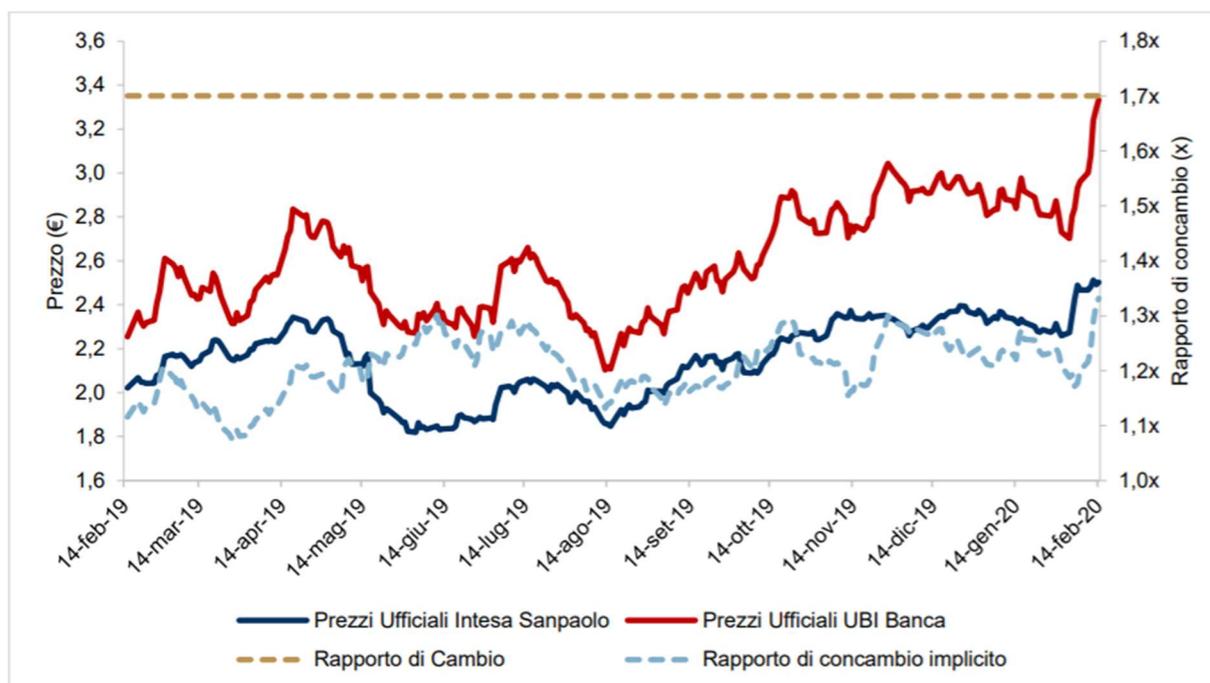
il metodo del Dividend Discount Model nella variante cosiddetta dell'Excess Capital si fonda sull'assunto che il valore economico di una società sia pari alla somma del valore attuale di:

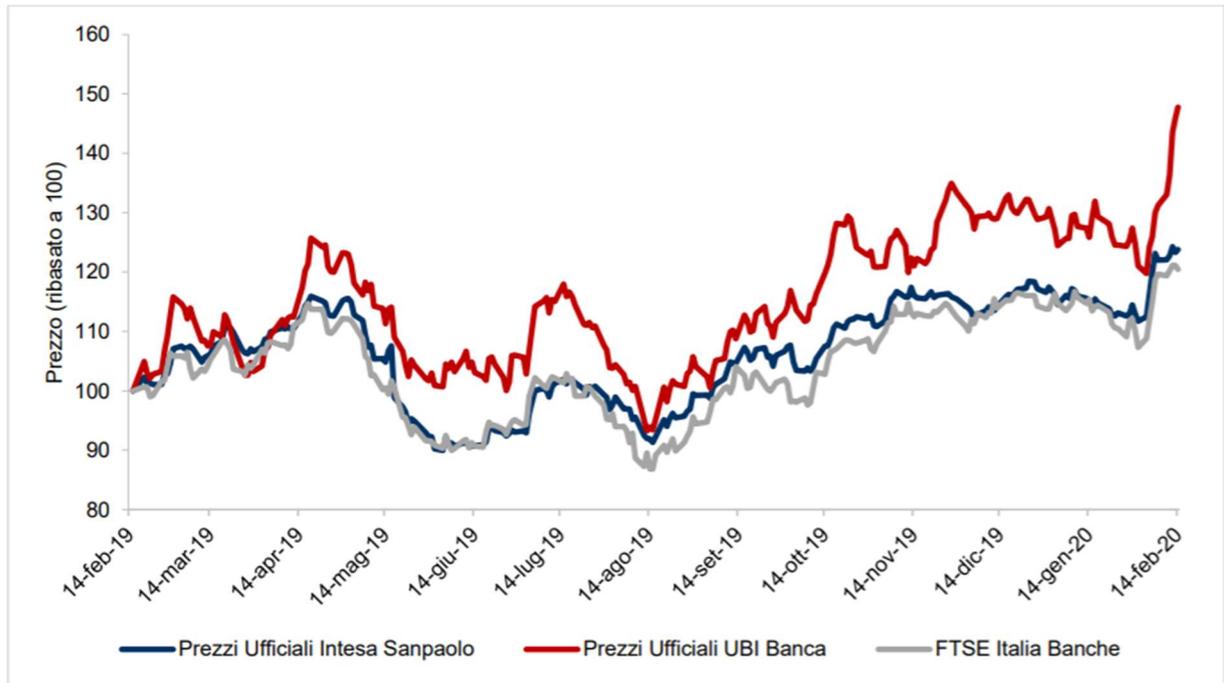
- flussi di cassa dei potenziali dividendi futuri distribuibili agli azionisti generati nell'orizzonte temporale prescelto senza intaccare il livello di patrimonializzazione necessario a mantenere un predeterminato livello target di patrimonio regolamentare di lungo periodo. Tali flussi prescindono quindi dalla politica dei dividendi effettivamente prevista o adottata dal management;
- valore di lungo periodo della società (c.d. "Terminal Value") calcolato quale valore attuale di una rendita perpetua stimata sulla base di un flusso di cassa distribuibile normalizzato, economicamente sostenibile e coerente con un tasso di crescita di lungo periodo.

Sulla base del prezzo ufficiale delle azioni di ISP rilevato alla chiusura del 14 febbraio 2020 (pari a Euro 2,502), il Corrispettivo esprimeva una valorizzazione pari a Euro 4,254 (con arrotondamento alla terza cifra decimale) per ciascuna Azione di UBI e, dunque, incorporava i seguenti premi rispetto alla media aritmetica ponderata per i volumi scambiati, dei prezzi ufficiali delle azioni nei periodi di seguito indicati:

| Riferimento   | Corrispettivo offerto implicito (€)<br>(a) | Prezzi di mercato UBI Banca (€)<br>(b) | Premio implicito vs. prezzi di mercato<br>(c= a/b-1) |
|---|--|--|--|
| Valori sulla base dei prezzi al 14 febbraio 2020            | 4,254                                      | 3,333                                  | 27,6%  |
| Valori sulla base della media ponderata dei prezzi a 1 mese | 4,027                                      | 2,968                                  | 35,7%  |
| Valori sulla base della media ponderata dei prezzi a 3 mesi | 3,999                                      | 2,939                                  | 36,0%  |
| Valori sulla base della media ponderata dei prezzi a 6 mesi | 3,801                                      | 2,743                                  | 38,6%  |
| Valori sulla base della media ponderata dei prezzi a 1 anno | 3,644                                      | 2,602                                  | 40,1%  |

Fonte: Factset, prezzi ufficiali





Le azioni di ISP di nuova emissione, da consegnarsi agli aderenti all’Offerta quale Corrispettivo, avrebbero avuto le stesse caratteristiche delle azioni che erano in circolazione.

Le azioni di nuova emissione sarebbero state consegnate, a fronte del contestuale trasferimento a favore di Intesa della proprietà delle Azioni di UBI portate in adesione all’Offerta, il quinto giorno di borsa aperta successivo alla data di chiusura del Periodo di Adesione, che sarebbe stato concordato con Borsa Italiana S.p.A. e indicato nel Documento di Offerta, salvo eventuali proroghe o modifiche.

### **Corrispettivo complessivo**

In caso di integrale adesione all’Offerta, agli azionisti di UBI Banca che avessero aderito all’Offerta sarebbero state assegnate complessivamente massime n. 1.943.823.435 azioni ordinarie di nuova emissione di Intesa Sanpaolo rivenienti dall’Aumento di Capitale al Servizio dell’Offerta che, alla data del pagamento del Corrispettivo, avrebbero rappresentato il 10,0% del capitale sociale di ISP assumendo che l’Aumento di Capitale al Servizio dell’Offerta fosse stato interamente sottoscritto (*fully diluted*).

Sulla base del prezzo ufficiale delle azioni di Intesa Sanpaolo rilevato alla chiusura del 14 febbraio 2020 (pari a Euro 2,502), il controvalore complessivo dell’Offerta, sempre in caso di integrale adesione, sarebbe stato di Euro 4.864.132.268,43 [4].

### 1.2.12 Mercati sui quali è stata promossa l'Offerta

L'Offerta era rivolta indistintamente e a parità di condizioni a tutti gli azionisti di UBI Banca.

Fermo quanto precede, l'Offerta sarebbe stata promossa esclusivamente in Italia, in quanto le Azioni di UBI erano quotate esclusivamente sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. L'Offerta non sarebbe stata promossa, né direttamente né indirettamente, negli Stati Uniti d'America, in Australia, in Canada, Giappone o altro stato in cui tale offerta non fosse consentita in assenza dell'autorizzazione delle competenti autorità [4].

### 1.2.13 La scelta dei consulenti finanziari

Il 28 febbraio 2020 Intesa Sanpaolo sceglie come consulenti finanziari [12]:

- **Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A** nel ruolo di *Sole M&A e Lead Financial Advisor* dell'operazione e come coordinatore degli altri consulenti finanziari, le relative attività e relazioni con i mercati finanziari
- **J.P. Morgan**  
È una multinazionale americana di servizi finanziari con sede a New York che fornisce ad un'ampia gamma di aziende e individui servizi finanziari e di banca commerciale e si occupa di negoziazione di titoli e di attività di intermediazione, nonché di servizi bancari di investimento, ivi inclusa la gestione del risparmio, finanziamento e consulenza finanziaria e altri prodotti e servizi bancari di investimento e commerciali;
- **Morgan Stanley & Co. International plc.**  
È una banca d'affari con sede a New York
- **UBS Investment Bank**  
Offre servizi di consulenza, gestione del rischio, soluzioni finanziarie, servizi di esecuzione ed accesso ai mercati dei capitali internazionali ad aziende, istituzioni e clienti della divisione Wealth Management

- **Equita Sim S.p.A**

si occupa di prestare servizi di investimento quali la negoziazione per conto proprio, l'esecuzione di ordini per conto dei clienti, l'assunzione a fermo e/o il collocamento sulla base di un impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente, il collocamento senza impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente, la ricezione e trasmissione di ordini, la gestione di portafogli senza detenzione, neanche temporanea, delle disponibilità liquide e degli strumenti finanziari della clientela e senza assunzione di rischi da parte della società e la consulenza in materia di investimenti.

### **1.2.14L'accordo BPER**

Per prevenire il sorgere di situazioni potenzialmente rilevanti ai fini antitrust Intesa Sanpaolo il 17 febbraio 2020, il giorno in cui viene rilasciata la notizia dell'OPS, dichiara di aver stipulato un accordo con BPER Banca S.p.A ("Accordo BPER"), la quale si sarebbe impegnata ad acquistare (qualora l'offerta si fosse venuta a perfezionare e l'accordo con BPER Banca fosse stato rispettato da UBI Banca, nonché qualora fossero state ottenute tutte le specifiche autorizzazioni necessarie), entro dicembre 2020, un ramo d'azienda composto da un insieme di filiali (stimato tra 400 e 500) della nuova entità combinata [4].

Il 19 marzo 2020 viene rivisto il corrispettivo per la cessione a BPER Banca del ramo d'azienda del gruppo risultante dall'unione con UBI Banca. Il previsto corrispettivo in denaro viene rideterminato in un importo pari al minore tra l'importo precedentemente concordato, ossia il 55% del patrimonio in termini di *Common Equity Tier 1* del ramo, e l'80% del multiplo implicito pagato da Intesa Sanpaolo per il patrimonio in termini di *Common Equity Tier 1* di UBI Banca [13].

Per *Common Equity Tier 1* si intende uno dei principali indicatori di solidità di una banca, si calcola dividendo il capitale ordinario versato (Tier 1), ovvero capitale azionario e riserve di bilancio provenienti da utili non distribuiti al netto delle imposte (da cui vanno poi dedotti degli elementi come l'avviamento), per le attività ponderate per il rischio. Si tratta quindi di un indice che è misura di patrimonializzazione della banca e ci dice con quali risorse un istituto riesce a garantire i prestiti concessi ai clienti ed i rischi rappresentati dai crediti deteriorati. Maggiore è il coefficiente, maggiore è il livello di perdite impreviste che la banca può assorbire prima di diventare insolvente, quindi maggiore è la sua solidità.

La Bce richiede un CET1 ratio superiore all'8%.

### **1.2.15 L'accordo UNIPOL**

Parallelamente all'accordo BPER, il 17 febbraio 2020, viene stipulato anche un accordo con UnipolSai Assicurazioni S.p.A (l'"Accordo Unipol"), che si sarebbe impegnata ad acquistare ove ISP, qualora l'offerta si fosse venuta a perfezionare, e subordinatamente all'avvenuta cessione a BPER Banca S.p.A del Ramo Bancario, nonché all'ottenimento delle necessarie autorizzazioni, rami d'azienda comprendenti certe attività e passività dei predetti veicoli bancassicurativi di UBI Banca afferenti la clientela del Ramo Bancario.

L'accordo prevedeva quindi l'impegno di Unipol ad acquistare, direttamente o tramite di società controllata, dietro il pagamento di un corrispettivo in denaro, i rami d'azienda riferibili alle compagnie assicurative partecipate da UBI Banca (BancAssurance Popolari S.p.A, Lombarda Vita S.p.A e Aviva Vita S.p.A) e composte dalle polizze assicurative "vita" stipulate dalla clientela del ramo bancario e da attività, passività e rapporti giuridici a esse afferenti a seguito dell'eventuale perfezionamento dell'offerta e dell'eventuale assunzione del controllo di Lombardia Vita S.p.A e/o di Aviva Vita S.p.A da parte di UBI Banca; il tutto era subordinato, tra l'altro, al perfezionamento della cessione a BPER del ramo bancario.

La finalità dell'Accordo Unipol era quella di accelerare l'integrazione di UBI Banca nel Gruppo ISP e, quindi, il raggiungimento degli obiettivi industriali attraverso la cessione delle polizze e dei contratti assicurativi sottoscritti dalla clientela afferente al Ramo Bancario da cedersi a BPER [4].

### **1.2.16 Assemblea Straordinaria**

Durante l'assemblea straordinaria tenutasi il 27 aprile 2020, con n. 8.935.308.480 voti favorevoli (pari al 98,04% sulle azioni ordinarie rappresentate), viene attribuito al Consiglio di Amministrazione delega a deliberare entro il 31 dicembre 2020 un aumento del capitale sociale per un importo massimo complessivo di 1.011.548.072,60 €, oltre sovrapprezzo, con emissione di un numero massimo di 1.945.284.755 azioni ordinarie a servizio dell'offerta pubblica di scambio avente ad oggetto la totalità delle azioni ordinarie di UBI Banca S.p.A.

Le suddette nuove azioni, come reso noto nella Nota Integrativa della Relazione del Consiglio di Amministrazione pubblicata il 23 aprile 2020 su richiesta della CONSOB, sarebbero state valorizzate al prezzo di borsa al momento dell'emissione; nell'ipotesi di considerare il prezzo dell'azione Intesa Sanpaolo al 21 aprile 2020, pari a 1,3366 euro, l'aumento di capitale sarebbe risultato pari a 2,6 miliardi di euro.

Confrontando l'ammontare dell'aumento di capitale di Intesa Sanpaolo e il patrimonio netto tangibile di UBI Banca era possibile evidenziare una differenza che, al netto della quota attribuibile al *fair value* delle attività e passività acquisite e della valorizzazione di eventuali attività intangibili, rappresentava il *goodwill* negativo (o *badwill*), dal quale andava poi sottratta la perdita registrata a causa della cessione del ramo bancario a BPER Banca, perdita che poteva essere calcolata come la differenza tra la patrimonializzazione del ramo ceduto e il prezzo pagato da BPER.

A partire dal 1° gennaio 2020, in caso di operazioni di aggregazione e fusione, è necessario far fede al principio Ifrs3, secondo cui tali operazioni vanno contabilizzate utilizzando il purchasing method basato sulla differenza tra il prezzo pagato e il valore contabile dell'azienda preda diventi goodwill, quando positivo e badwill quando negativo. La parola *badwill* potrebbe essere fuorviante e far pensare a qualcosa di negativo, in realtà nel caso dell'acquirente si tratta di un vantaggio in quanto vuol dire che sta acquistando un patrimonio contabile maggiore del prezzo offerto, per questo si parla di *badwill* anche come *goodwill negativo*.

Nel caso della fusione ISP-UBI la differenza tra prezzo pagato e valore contabile era, al momento dell'offerta, di circa 3,4 miliardi. Intesa Sanpaolo aveva indicato che tale somma sarebbe stata iscritta a bilancio come riserva da utilizzare per svalutazioni e per i costi di aggregazione, originariamente pari a 1,3 miliardi che andavano sommati ai 1,2 miliardi dedicati a svalutazioni sugli asset acquisiti attraverso UBI.

Viene confermato il rapporto di cambio a 1,70x, nonostante la sospensione della distribuzione del dividendo sul risultato netto 2019 pari a circa Euro 3,4 miliardi, ovvero 19,2 centesimi per ciascuna azione ordinaria. Su proposta del CdA, viene poi deliberata l'assegnazione a riserve dell'utile di esercizio 2019, con 12,5milioni assegnati al Fondo di beneficenza ed opere di carattere sociale e culturale.

Analogamente, anche il CdA di UBI Banca decideva di sospendere la proposta di distribuzione di dividendi agli azionisti di circa Euro 147,6 milioni, pari a Euro 13,0 centesimi per ciascuna azioni UBI.

Relativamente ai dividendi, Intesa Sanpaolo si proponeva di convocare un'Assemblea degli Azionisti Ordinaria successivamente al 1° ottobre 2020 per dare esecuzione alla distribuzione di parte delle riserve agli azionisti entro l'esercizio 2020 (subordinatamente alle comunicazioni della BCE), della quale se approvata, avrebbero beneficiato anche gli azionisti di UBI Banca che avessero portato le loro azioni in adesione all'Offerta [14].

Pertanto, il corrispettivo totale offerto agli azionisti di UBI Banca incorporava un maggior valore pari al differenziale tra i dividendi dichiarati da Intesa Sanpaolo impliciti nell'offerta (Euro 0,192 per azione ISP moltiplicato per il rapporto di cambio) e quelli di UBI Banca (pari a Euro 0,13 per azioni UBI).

Sulla base dei prezzi ufficiali delle azioni ordinarie ISP e delle azioni ordinarie UBI rilevati alla chiusura del 14 febbraio 2020, tale differenziale corrispondeva ad un maggior valore di circa il 5% rispetto all'equivalente corrispettivo *ex dividend*, ossia rettificato per tener conto del pagamento del suddetto dividendo.

## 1.3 Reazioni del mercato

La mattina del 18 febbraio il titolo UBI Banca viene sospeso dalle contrattazioni per eccesso di rialzo, con una crescita del 28%. Il prezzo delle azioni passa infatti da 3,49€ per azione (registrato alla chiusura della seduta di Borsa del giorno precedente) a 4,26€ per azione.

Andamento non circoscritto solo al giorno successivo alla notizia dell'OPS, infatti nel giro di poco meno di un mese, precisamente dal 31 gennaio al 17 febbraio, le azioni erano andate incontro a un rialzo del 29,2%. Ciò significava che, includendo il guadagno del 18 febbraio, il titolo UBI Banca in 18 giorni era cresciuto del 57%.

Ma questa tendenza positiva non era stata registrata solo lato UBI Banca, ma anche gli azionisti di Intesa Sanpaolo hanno visto un rialzo. Il titolo della banca guidata da Messina (anch'esso quotato sul FTSE Mib) aveva registrato una crescita del 2%, con il prezzo delle azioni che è passato da 2,45€ per azione a 2,58€ per azione. Come nel caso di UBI Banca, anche la crescita del titolo di Intesa Sanpaolo inizia da prima. Dal 31 gennaio (quando il prezzo delle azioni si attestava a 2,24 euro per azione) al 18 febbraio il primo gruppo bancario italiano in Borsa è andato incontro ad un aumento in positivo del 15%.

### **Le variazioni dell'indice FTSEMIB**

Il FTSE MIB (acronimo di Financial Times Stock Exchange Milano Indice di Borsa) è il più importante indice azionario della Borsa italiana. Si tratta di un paniere le azioni delle 40 società italiane (raramente ci sono eccezioni a tale numero), società che pur essendo italiane possono anche prevedere sede legale all'estero, quotate sull'MTA (Mercato Telematico Italiano) o sul MIV (Mercato Telematico degli Investment Vehicles) con maggiore capitalizzazione, flottante e liquidità. Si tratta di aziende che rappresentano oltre l'80% della capitalizzazione complessiva e quasi il 90% del controvalore degli scambi.

Tale paniere viene aggiornato ogni tre mesi, il lunedì successivo al terzo venerdì dei mesi di marzo, giugno, settembre e dicembre.

Talvolta, in seguito ad operazioni significative che portano a: variazioni sul capitale (incremento del numero di azioni maggiore del 5%), variazione del flottante (sempre in misura maggiore del 5%) e in caso si spin off (cioè scorpori di rami d'azienda), fusioni, delisting (quindi rimozione dal mercato telematico), o nuove quotazioni, se la capitalizzazione del nuovo

titolo risultassi uguale o superiore al 3% di quella corrente dell'intero mercato, l'indice potrebbe essere soggetto a ribilanciamenti.

Il 18 febbraio 2020, il giorno successivo al lancio dell'OPS da parte di Intesa Sanpaolo, il generale andamento positivo si riflette anche sul FTSEMIB, che al termine della giornata registra una variazione in positivo dello 0,41%.

Variazione in positivo anche il giorno successivo, il 19 febbraio 2020, l'ultima, prima di una forte discesa a seguito dell'emergenza Covid-19 [15].



## 1.4 L'impatto della pandemia

Gli effetti della diffusione dell'epidemia di Covid-19 sull'attività economica hanno esposto il sistema bancario a nuovi rischi; rispetto all'avvio della crisi finanziaria globale, le condizioni di partenza sono tuttavia più solide.

La maggiore solidità è dovuta a diversi fattori, uno tra tutti l'ampia operazione di revisione della regolamentazione prudenziale realizzata negli ultimi anni dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (Basel Committee on Banking Supervision BCBS), grazie alla quale è aumentata la capacità di fronteggiare condizioni economiche avverse: infatti tra il 2007 e il 2019 il rapporto tra il capitale di migliore qualità e gli attivi ponderati per il rischio (il cosiddetto *Common Equity Tier 1*) è quasi raddoppiato. Guardando ai crediti deteriorati la loro incidenza si è ridotta di due terzi dal picco del 2015; l'impatto sul capitale da parte delle variazioni di valore dei titoli di Stato è stato mitigato dalla minor quota di quelli al *fair value*; con prestiti finanziati interamente da depositi [16].

Un altro fattore da considerare sono le ampie possibilità di prestito presso l'Eurosistema che contribuiscono ad attenuare le tensioni sulla provvista.

La crisi dovuta alla pandemia COVID – 19 ha anche influito sulle dinamiche relative ai finanziamenti a famiglie e imprese.

Lato famiglie si è registrato un rallentamento, che, probabilmente, si protrarrà nel tempo.

Lato imprese il credito ha registrato una crescita considerevole grazie all'aumento del fabbisogno di liquidità dovuto all'interruzione dell'attività produttiva. Tale accesso al credito sarà caratterizzato da ampie garanzie pubbliche sui prestiti.

In generale, la recessione comporterà un deterioramento della qualità del credito e pressioni sulla redditività.

Il perdurare delle tensioni sui mercati finanziari avrebbe potuto inoltre tradursi in un ulteriore calo delle sottoscrizioni di prodotti del risparmio gestito e in una contrazione delle commissioni.

Si tratta tuttavia, di considerazioni a carattere ancora incerto, molto dipenderà dalla durata della recessione e dalla velocità della ripresa.

Le misure adottate dalle autorità di vigilanza miravano a contenere le conseguenze della pandemia sulla capacità delle banche di finanziare l'economia e a evitare effetti prociclici.

Nel primo trimestre del 2020 i fondi comuni aperti di diritto italiano hanno registrato deflussi netti rilevanti; a partire dall'ultima settimana di marzo il calo della raccolta si è tuttavia attenuato. I fondi hanno fatto fronte regolarmente alle richieste di rimborso, anche grazie a un grado di liquidità dei portafogli relativamente elevato; vi ha contribuito la normativa nazionale, che prevede limiti agli investimenti in attività illiquide [16].

| <b>Variatione percentuale dei ricavi operativi:</b> |                           |                         |
|---|---------------------------|-------------------------|
| <b>Δ% I trim. 2020 vs. I trim. 2019</b>             |                           |                         |
| <b>Ranking</b>                                      | <b>Banca</b>              | <b>Var. %</b>           |
| 1   | BPER                      | 20,4% <sup>(*)</sup>    |
| 2   | ISP                       | 11,7%                   |
| 3   | Banco BPM                 | 8,8%                    |
| 4   | Credito Emiliano          | 3,8%                    |
| 5   | Mediobanca                | 1,2%                    |
| 6   | UBI Banca                 | (0,8%)                  |
|   | <b>Media<sup>30</sup></b> | <b>(2,3%)</b>           |
| 7   | UniCredit                 | (8,2%)                  |
| 8   | Creval                    | (8,9%)                  |
| 9   | Monte dei Paschi di Siena | (9,3%)                  |
| 10  | Banca Popolare di Sondrio | (41,5%) <sup>(**)</sup> |

### **1.4.1 La reazione di Intesa Sanpaolo**

La motivazione strategica dell'offerta assumeva ancora maggiore valenza nel contesto conseguente all'epidemia da COVID-19, in particolare per quanto riguardava le sinergie di costo nonché l'aumento del grado di copertura dei crediti deteriorati e la riduzione dei crediti *unlikely to pay* e in sofferenza. Va infatti tenuto presente che le banche di minori dimensioni hanno ridotto possibilità di avvalersi delle leve dell'efficienza e della riduzione del profilo di rischio per fronteggiare un quadro economico sfavorevole e contrastare gli impatti sul tessuto sociale, a fronte del rafforzamento del ruolo di motore della crescita sostenibile e inclusiva e di punto di riferimento per la sostenibilità e la responsabilità sociale del Gruppo risultante dall'operazione.

Il 5 maggio 2020 Intesa Sanpaolo pubblica una relazione con i risultati del gruppo raggiunti nel primo trimestre dell'anno. Il gruppo si conferma un player dominante sia a livello italiano che

europeo in grado di fronteggiare le difficoltà dovute alla pandemia grazie ad un profilo solido che nel tempo ha visto: patrimonializzazione più elevata, riduzione significativa dei crediti deteriorati, maggior efficienza, con Cost/Income ratio migliore rispetto alla media europea ed elevata diversificazione dei ricavi.

Quindi, come delineato nel Piano di Impresa 2018-2021, il gruppo ISP avrebbe potuto continuare a contare sui propri punti di forza, ovvero: un modello di business resiliente e ben diversificato, focalizzato sull'attività di *Wealth Management & Protection* ed in particolare sullo sviluppo dei prodotti assicurativi danni *non-motor*, nella flessibilità strategica nella gestione dei costi operativi e nella gestione proattiva del credito deteriorato.

Inoltre il gruppo poteva contare su un *buffer* per contrastare gli eventuali effetti economici negativi della pandemia, costituito da accantonamenti per Euro 300 milioni ai fondi rischi e oneri effettuati nel primo trimestre 2020 a fonte della diminuzione dei crediti deteriorati e del costo del rischio rispetto all'esercizio 2019, oltre che della plusvalenza Nexi di circa Euro 900 milioni.

Nel contesto conseguente all'epidemia da COVID-19, la motivazione strategica dell'offerta pubblica di scambio volontaria totalitaria sulle azioni ordinarie di UBI Banca assumeva ancora maggiore valenza, in particolare in considerazione delle sinergie, soprattutto di costo, nonché dell'aumento del grado di copertura dei crediti deteriorati e della riduzione dei crediti *unlikely to pay* e in sofferenza.

In relazione ai benefici dell'operazione previsti per gli *stakeholder*, precisando che al 5 maggio 2020 era ancora difficile stimare con precisione gli impatti della pandemia (lo scenario ipotizzabile era sintetizzabile nella previsione di un andamento del PIL italiano in calo nell'ordine dell'8-10,5% per il 2020 e in ripresa nell'ordine del 4,5-7% per il 2021), si riteneva comunque che il gruppo risultante avrebbe potuto registrare un utile non inferiore a 5 miliardi di euro nel 2022.

Veniva di conseguenza aggiornata la politica dei dividendi del gruppo risultante dall'operazione, prevedendo la distribuzione di un ammontare di dividendi *cash* corrispondente a un *payout ratio* pari al 75% del risultato netto per l'esercizio 2020 (escludendo dall'utile l'apporto del *goodwill* negativo non allocato alla copertura degli oneri di integrazione e alla riduzione del profilo di rischio) e al 70% per l'esercizio 2021, sempre subordinatamente alla indicazione che sarebbero state fornite dalla BCE in merito alla distribuzione dei dividendi successivamente al 1° ottobre 2020.

Questo fattore è molto importante da considerare in relazione al corrispettivo, in quanto gli azionisti di UBI Banca avrebbero goduto del dividendo delle attività 2019 di Intesa Sanpaolo, con un premio maggiore rispetto a quello prospettato (si passava dal 23% al 28% considerando i prezzi al 14 febbraio, e dal 33% al 39% considerando la media prezzi dei sei mesi precedenti).

Inoltre, ISP ha confermato l'incremento dell'utile per azione di circa il 6% rispetto all'utile per azione 2019. A titolo di raffronto, nell'anno finale del Piano di Impresa 2018-2021 del Gruppo ISP la politica dei dividendi comunicata il 5 maggio 2020 si traduce – considerando l'utile atteso per il Gruppo ISP nel 2021 non inferiore a Euro 3,5 miliardi – in un dividendo per azione previsto per il Gruppo ISP *stand-alone* non inferiore a Euro 0,14, rispetto a Euro 0,24 risultanti dall'utile netto di Euro 6 miliardi comunicato il 6 febbraio 2018 in occasione dell'approvazione del Piano di Impresa 2018-2021, e in un dividendo per azione, previsto per la realtà risultante dall'integrazione del Gruppo UBI nel Gruppo ISP, non inferiore al predetto valore previsto per il Gruppo ISP, rispetto al valore superiore a Euro 0,20 comunicato il 17 febbraio 2020.

Veniva confermato per il gruppo risultante dall'operazione un coefficiente patrimoniale *Common Equity Tier 1* a regime pro-forma atteso superiore al 13% nel 2021.

Nonostante l'impatto negativo dovuto all'emergenza sanitaria, viene confermato quindi che il solido razionale dell'operazione risultava ulteriormente rafforzato sia per gli azionisti di ISP che per quelli di UBI Banca, con una significativa generazione di valore ampiamente realizzabile anche nel caso in cui Intesa avesse raggiunto solo il 50% + 1 (una) azione del capitale sociale di UBI Banca.

Secondo le valutazioni di Intesa Sanpaolo, inoltre, i tempi di messa a regime non avrebbero subito ritardi [17].

#### **1.4.2 La reazione di UBI Banca**

Il 26 maggio 2020, il Consiglio di Amministrazione di UBI Banca comunica di aver deliberato l'avvio di un'azione volta ad accertare che, a causa dell'avveramento della condizione MAC (Material Adverse Change) di efficacia dell'offerta pubblica di scambio promossa da ISP, determinato dalla pandemia COVID-19, e della mancata tempestiva rinuncia di ISP a tale condizione, gli effetti della comunicazione del 17 febbraio 2020 erano cessati, con tutte le relative conseguenze, incluso il venire meno della c.d. *passivity rule* in capo ad UBI Banca,

secondo cui non era possibile compiere atti od operazioni che potessero contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta.

Successivamente il 28 maggio 2020, il CdA di UBI Banca avvia un giudizio ordinario di cognizione innanzi al Tribunale di Milano, chiedendo di accertare l'asserito avveramento della condizione e la presunta sopravvenuta inefficacia della comunicazione di Intesa Sanpaolo.

Intesa Sanpaolo risponde a queste posizioni ritenendo infondate le domande svolta da UBI Banca (oltretutto in assenza di preventiva autorizzazione degli azionisti) ribadendo quanto precedentemente comunicato nella presentazione dei risultati intermedi del 5 maggio 2020.

# Capitolo 2 – La fusione

## 2.1 Le approvazioni preventive

Il 5 giugno 2020 Intesa Sanpaolo riceve la prima autorizzazione preventiva all'OPS da parte della BCE [18].

Inoltre, alla stessa data, Intesa Sanpaolo conferma che la pandemia da COVID-19, e di conseguenza i suoi effetti, non avessero avuto un impatto tale da modificare negativamente l'attività di UBI Banca e/o la situazione finanziaria, patrimoniale, economica o reddituale sua e/o delle società del Gruppo UBI (oltre ad analoghi effetti per l'offerta e per Intesa Sanpaolo) e che quindi l'emergenza non rientrasse tra le condizioni di efficacia dell'offerta.

L'8 giugno 2020 arriva l'autorizzazione da parte della Banca d'Italia [19].

Il 17 giugno, inoltre, Intesa Sanpaolo riceve una nota della Presidenza del Consiglio dei Ministri [20] con la quale viene confermato che l'operazione prospettata non rientra nell'ambito di applicabilità della disciplina in materia di *golden power*, ovvero un insieme di poteri speciali esercitabili dal governo con lo scopo di salvaguardare gli assetti proprietari delle società operanti in settori strategici e di interesse nazionale. Si tratta di una serie di poteri che possono essere esercitati in diversi ambiti tra cui: difesa, sicurezza nazionale, energia, trasporti, comunicazioni... ma si tratta anche di poteri che permettono di intervenire in condizioni specifiche ad esempio l'acquisto di partecipazioni [21].

### 2.1.1 La modifica dell'accordo BPER

Come precedentemente citato, tra le varie entità a cui Intesa Sanpaolo ha dovuto richiedere l'autorizzazione, vi era anche l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (AGCM), poiché l'unione di due banche di dimensioni tali come Intesa Sanpaolo e UBI Banca avrebbe potuto portare a delle criticità in termini di concorrenza sul mercato, in quanto poteva venirsi a creare una presenza su tutto il territorio nazionale tale da impedire agli altri istituti bancari di operare.

Per porre rimedio a tale situazione era nato l'accordo BPER.

L'AGCM studiando l'offerta, l'accordo stipulato ai fini anti-trust e il possibile scenario bancario con un gruppo che univa ISP e UBI, ha riconosciuto la possibilità che l'unione risultante dai due gruppi potesse portare alla creazione o al rafforzamento di una posizione dominante in alcuni mercati provinciali della raccolta, degli impieghi alle famiglie consumatrici e degli impieghi alle famiglie produttrici-piccole imprese, nei mercati degli impieghi alle imprese medio-grandi e degli impieghi agli enti pubblici, nei mercato nel settore del risparmio gestito, nel mercato del risparmio amministrato, nonché nei mercati della distribuzione di prodotti assicurativi, tale da eliminare o ridurre in modo sostanziale e durevole la concorrenza sui medesimi mercati.

Per questo il 5 giugno 2020, l'AGCM ha notificato ad Intesa Sanpaolo che l'operazione comunicata era suscettibile di ricadere nel divieto di cui all'articolo 6 della Legge n. 287/90 (*Divieto delle operazioni di concentrazione restrittive della libertà di concorrenza*), secondo cui:

1. Nel caso di operazioni di concentrazione, che ai sensi dell'articolo 16, devono essere soggette a comunicazione, l'autorità ha il compito di verificare che tali operazioni non comportino la costituzione o il rafforzamento di una posizione dominante sul mercato nazionale, tale da ridurre o eliminare in modo significativo e durevole la concorrenza. Per poter effettuare tale verifica è necessario tener conto delle possibilità di scelta dei fornitori e degli utilizzatori, della posizione sul mercato delle imprese oggetto della concentrazione, del loro accesso a fonti di approvvigionamento o agli sbocchi di mercato, della struttura dei mercati stessi, della situazione in termini di competitività all'interno dell'industria della nazione, delle barriere all'entrata sul mercato di imprese da considerarsi concorrenti, nonché dell'andamento della domanda e dell'offerta dei prodotti o servizi offerti;
2. L'autorità al termine delle opportune verifiche, qualora rilevasse che l'operazione comporti le limitazioni previste dal comma 1 dell'articolo 16, vieterebbe la concentrazione e quindi non autorizzerebbe l'operazione, ma notificherebbe le misure necessarie per impedire le conseguenze di cui sopra.

Il 15 giugno 2020 viene allora concluso un accordo integrativo all'accordo vincolante, a seguito della comunicazione dell'istruttoria da parte dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (AGCM), in tale modifica viene delineato con coerenza il ramo d'azienda oggetto di cessione [22].

Il corrispettivo in denaro viene determinato in un importo pari al minore tra il 55% del patrimonio in termini di *Common Equity Tier 1* del ramo e il 78% del multiplo implicito pagato da Intesa Sanpaolo per il patrimonio in termini di *Common Equity Tier 1* di UBI Banca.

Tale importo sarà pagato per cassa grazie all'aumento di capitale, da 1 miliardo, già approvato il 22 aprile e pre-sottoscritto da Mediobanca.

Il nuovo accordo avrebbe potuto portare a BPER depositi della clientela per 29,3 miliardi; crediti netti per 26,2 miliardi.

Viene inoltre modificato il numero delle filiali oggetto di cessione, inizialmente stimato a 400/500 filiali, a 532 numero composto non solo da filiali UBI ma anche da filiale proprie di ISP (anche se in percentuale delle 532 filiali la maggior parte di quelle che sarebbero state cedute rientravano nel perimetro di UBI Banca), con definizione puntuale degli indirizzi e conseguente ridefinizione della stima delle consistenze.

Nel ramo bancario erano incluse 31 filiali ISP per un totale di 1,5 miliardi di euro impieghi lordi ed 2,2 miliardi di euro di raccolta diretta.

Gli impieghi incrementali rispetto a quanto previsto nell'Accordo BPER sottoscritto il 17 febbraio 2020, pari a 4,5 miliardi, erano costituiti integralmente da impieghi in bonis.

Inoltre, Intesa Sanpaolo si era impegnata, qualora successivamente alla cessione del ramo bancario a BPER, l'AGCM avesse notificato ulteriori criticità in ambito antitrust in alcune aree locali in cui non fossero stati presenti sportelli soggetti al trasferimento a BPER, ad assumere impieghi di natura strutturale, che avrebbero portato alla dismissione di 17 sportelli di UBI Banca situati nelle aree interessate. In particolare, ISP aveva stipulato, con uno o più soggetti terzi indipendenti, entro 9 mesi dalla data di pagamento dell'offerta, contratti per la cessione di 17 sportelli di UBI Banca, ritenendo quest'ultima operazione sufficiente ad eliminare le residue criticità antitrust.

Al 19 giugno 2020 il corrispettivo per la cessione era stimato a circa 660 milioni di euro.

### **2.1.2 L'approvazione del Documento di Offerta da parte della CONSOB**

Il 25 giugno 2020 ISP riceve l'autorizzazione da parte della CONSOB relativa a:

- Documento di offerta

- Documento di registrazione, la nota informativa e la nota di sintesi, che insieme andavano a comporre il Prospetto Informativo, relativi all'offerta al pubblico delle azioni ordinarie, derivanti dall'aumento di capitale sociale di Intesa Sanpaolo a servizio dell'OPS, a pagamento e in via scindibile, con esclusione del diritto di opzione.

Il periodo di adesione, concordato con Borsa Italiana S.p.A, avrebbe avuto inizio alle 8.30 (ora italiana) del 6 luglio 2020 e sarebbe terminato alle 17.30 (ora italiana) del 28 luglio 2020 (estremi inclusi). Quindi il 28 luglio 2020 avrebbe rappresentato, salvo deroghe, la data di chiusura dell'Offerta Pubblica di Scambio.

Il corrispettivo sarebbe stato corrisposto alla data di pagamento fissata al 3 agosto 2020 (sempre salvo proroghe).

## 2.2 Il periodo di adesione

### 2.2.1 L'aumento di capitale

Il 16 giugno 2020 viene deliberato l'aumento di capitale a servizio dell'offerta.

Nella relazione del Consiglio di Amministrazione viene specificato che, ai fini della valutazione dei beni oggetto di conferimento (cioè le azioni ordinarie di UBI Banca che sarebbero state portate in adesione in sede di OPS), il CdA si era avvalso della relazione di stima di Pricewaterhouse Coopers Advisory S.p.A (PWC), nominato esperto indipendente.

Secondo una prima stima di PWC, risalente a marzo 2020, il valore attribuibile alle azioni di UBI Banca non era inferiore a 3,577€ *cum dividend*, ovvero il valore comprende anche la cedola relativa all'eventuale dividendo relativo all'esercizio 2020 di UBI Banca, e incluso il premio di controllo.

Successivamente, il 15 giugno 2020, PWC su richiesta del Consiglio di Amministrazione di Intesa Sanpaolo, ha emesso una nuova relazione di stima aggiornata, che è stata redatta tenendo conto dei dati e delle informazioni disponibili al 31 marzo 2020, concludendo che, a quella data, il *fair value* per azione di UBI Banca fosse compreso tra 3,577€ ed 4,406€ (*cum dividend* e incluso il premio di controllo).

Viene quindi confermato da parte dell'esperto indipendente che il *fair value* per ciascuna azione di UBI Banca non era inferiore a 3,577€, *cum dividend* e incluso il premio per il controllo, pari all'estremo inferiore dell'intervallo individuato nella più recente valutazione.

Ai sensi di legge, per poter determinare il capitale sociale e il sovrapprezzo, il valore che doveva essere attribuito alle azioni di UBI Banca oggetto dell'offerta doveva essere pari o inferiore al valore indicato dalla relazione dell'esperto indipendente

Precedentemente all'aumento il capitale di Intesa Sanpaolo, sottoscritto e versato, era pari a 9.085.663.010,32€ diviso in n. 17.509.728.425 azioni ordinarie prive del valore nominale.

Si ricorda che l'offerta aveva ad oggetto, complessivamente, massime n. 1.144.285.146 azioni di UBI Banca, incluse le n. 9.251.800 azioni proprie pari allo 0,8085% del capitale sociale di UBI, rappresentanti complessivamente l'intero capitale sociale.

Non potevano essere portate in adesione le azioni di titolarità di ISP (n. 288.204 pari allo 0,0252% del capitale sociale).

### **2.2.2 Il primo “no” di UBI Banca**

Il 3 luglio 2020 il Consiglio di Amministrazione di UBI Banca esprime la loro prima valutazione, mediante un comunicato, relativamente all’offerta e alla congruità del corrispettivo, secondo tale valutazione il corrispettivo si riteneva non congruo [23].

Tali considerazioni erano state valutate anche in base alle *fairness opinion* rilasciate dagli advisor finanziari: Credit Suisse Securities, Sociedad de Valores, S.A. - Italian Branch e Goldman Sachs International Filiale Italiana.

Inoltre, in tale comunicato, UBI Banca si soffermava anche sui possibili effetti che l’eventuale fusione avrebbero avuto sugli interessi del Gruppo UBI Banca, nonché sull’occupazione e sulla localizzazione dei siti produttivi.

In particolare, il CdA di UBI Banca riteneva che:

- 1) L’offerta configurandosi come OPS prevedeva un corrispettivo composto esclusivamente da azioni quindi privo di una parte in contanti, secondo il CdA di UBI questo elemento poneva a carico degli azionisti della loro banca i rischi connessi al raggiungimento degli obiettivi strategici dell’operazione che erano stati definiti da Intesa Sanpaolo. Il corrispettivo, calcolato in base al rapporto di cambio tra le azioni di UBI e quelle di Intesa Sanpaolo, non si riteneva remunerasse adeguatamente i rischi di cui sopra e, inoltre, comportava un’allocazione del valore e delle sinergie molto più favorevole per quelli che allora erano gli azionisti di ISP.
  - a. I target reddituali e i flussi di dividendi prospettati da ISP dovevano essere attentamente valutati, per i seguenti motivi:
    - o Nel determinare i benefici che gli azionisti di UBI Banca potevano conseguire in seguito all’adesione all’OPS, il CdA di UBI riteneva che ISP avesse rivisto al ribasso e per importi particolarmente rilevanti, anche prima e a prescindere dalla pandemia da COVID-19, i target reddituali e i flussi di dividendi annunciati al mercato e aveva modificato le modalità di

rappresentazione dell'entità dei dividendi futuri. Quindi risultava evidente l'aleatorietà dei target reddituali e dei flussi di dividendi prospettati da Intesa Sanpaolo;

- Guardando al flusso di dividendi di Intesa Sanpaolo era possibile notare come questi fossero stati alimentati significativamente anche da operazioni straordinarie e quindi non ripetibili. Inoltre, una frazione significativa dei ricavi di Intesa era legata ad attività particolarmente volatili e legate all'andamento del mercato, come ad esempio le attività di trading, che avevano rappresentato l'11% dei ricavi nel 2019 e il 20% nel primo trimestre del 2020, e che quindi, per loro natura avrebbero potuto portare ad un flusso di ricavi non stabile e costante nel tempo;
- Il piano industriale di Intesa Sanpaolo non era stato soggetto ad aggiornamenti in seguito al lancio dell'OPS e alla diffusione della crisi pandemica, era stato semplicemente comunicato l'utile atteso, senza che fosse fornita una specifica disclosure sulle ipotesi sottostanti e sulle componenti economiche, patrimoniale e di Patrimonio di Vigilanza in base ai quali si era pervenuto a quel risultato. Inoltre nel Documento di Registrazione Intesa Sanpaolo evidenziava che il nuovo piano industriale, che avrebbe tenuto conto dell'integrazione delle due realtà, non sarebbe stato approvato se non nei primi mesi del 2022;
- Sempre in riferimento al piano industriale di Intesa Sanpaolo 2018-2021, analizzando i target reddituali presentati da ISP al mercato prima e dopo l'annuncio dell'OPS, per il CdA di UBI l'integrazione della loro banca rappresentava per ISP un condizione essenziale per raggiungere, almeno parzialmente, gli obiettivi del prima citato piano, soprattutto considerando la rilevanza che il contributo di UBI Banca avrebbe apportato al risultato della gestione operativa annuale 2021-2022 della combined equity; mentre UBI Banca non necessitava dell'integrazione per il raggiungimento degli obiettivi del proprio piano industriale aggiornato.

b. L'offerta proposta da Intesa Sanpaolo portava ad un'allocazione del valore e delle sinergie tra azionisti che favoriva quelli che al momento erano gli azionisti di ISP e non quelli di UBI Banca

- Qualora gli azionisti di UBI Banca avessero aderito all'offerta dando luogo all'integrazione, sarebbero venuti a detenere una quota marginale nel capitale di Intesa (pari a circa il 10%), e di conseguenza avrebbero avuto una partecipazione marginale al valore e alle sinergie che si prospettavano nell'offerta, realizzabili poi sono grazie al contributo che UBI Banca avrebbe apportato;
- Inoltre, proprio considerando che le sinergie prospettate, il cui valore attuale netto era stimabile, al netto dei costi di integrazione, in circa 3,2 miliardi di €, sulla base del rapporto di cambio tra le azioni dei due gruppi, agli azionisti di UBI Banca sarebbe stato riconosciuto un valore di solo 320 milioni di €, quindi una piccola parte del totale previsto.

2) Il corrispettivo esprimeva una valorizzazione di UBI Banca che non rifletteva il suo reale valore penalizzando quindi gli azionisti di UBI Banca rispetto agli azionisti di ISP

a. L'OPS non risultava conveniente sotto il profilo finanziario, in quanto:

- considerando quanto prima detto, quindi il mancato riconoscimento agli azionisti di UBI Banca del contributo apportato al valore complessivo della combined entity e di un adeguato valore delle sinergie prospettate da Intesa, il corrispettivo non era congruo da un punto di vista finanziario
- considerando che il piano industriale di UBI Banca era stato presentato lo stesso giorno in cui Intesa Sanpaolo aveva lanciato l'offerta (17 febbraio), il mercato non aveva potuto apprezzare a pieno le iniziative promosse da UBI, quindi il premio che ISP dichiarava di riconoscere agli azionisti di UBI Banca aveva una limitata valenza informativa

3) Proprio in virtù di quanto esposto nel piano industriale di UBI Banca aggiornato, l'azione della banca presentava elevate potenzialità di crescita di valore in base alle prospettive di crescita su base stand-alone di UBI rappresentate dai target del piano, alla sua solidità patrimoniale e alla sua posizione di player di rilievo con un ruolo da protagonista nel processo di consolidamento nel contesto bancario italiano

a) Elevata potenzialità di crescita delle Azioni UBI Banca, in quanto:

- Considerando l'importante lavoro portato avanti da UBI negli ultimi anni, precedenti alla fusione, volto al rafforzamento patrimoniale, al de-risking, agli investimenti in tecnologia e all'ottimizzazione dei costi, la Banca risultava essere in grado di perseguire, anche nell'allora contesto fortemente influenzato dalla crisi pandemica ed economica, un significativo miglioramento della propria redditività prospettica e la crescita del flusso di dividendi. Grazie alle operazioni di miglioramento citate, UBI poteva contare su una buona base di partenza per aumentare la creazione di valore sostenibili per gli azionisti e gli altri stakeholder;
- Sempre in un'ottica di valutazione delle potenziali prospettive di crescita, guardando al valore di mercato delle due società, quello di Intesa Sanpaolo, storicamente, era stato positivamente influenzato anche dalla significativa distribuzione di dividendi realizzata. Quindi, l'effettiva minore capacità di ISP di distribuire in futuro utili agli azionisti avrebbe potuto avere un significativo impatto sul valore di mercato delle azioni di Intesa offerte come corrispettivo agli azionisti di UBI Banca.

b) UBI Banca stand-alone era una banca solida con grandi prospettive di crescita e di creazione di valore per azionisti e stakeholder

- Pur in un contesto estremamente difficile, come quello che si era venuto a creare durante la pandemia, UBI Banca era riuscita a dimostrare la propria resilienza e di sapersi adattare con rapidità all'evoluzione del

contesto in cui operava, provando la propria solidità e la propria capacità di creare valore, anche nei mesi di crisi sanitari ed economica

c) Relativamente alla possibilità di configurarsi come un player rilevante in grado di avere un ruolo chiave nel processo di consolidamento del mercato bancario italiano, il CdA di UBI sottolineava:

- Il gruppo era il risultato dell'unione di più realtà bancarie del territorio e, in virtù di ciò, era riuscita a ricoprire con successo un ruolo quale ente "aggregatore" anche grazie al proprio modello di business che si basava soprattutto sulla presenza dell'istituto nelle varie aree territoriali, sull'organizzazione interna e sulle fondazioni per quanto riguarda il raccordo con la società civile;
- Quindi qualora UBI avesse continuato la sua storia come una realtà indipendente avrebbe potuto continuare a svolgere il proprio ruolo da protagonista nell'operazione di consolidamento del mercato bancario italiano, dando impulso a possibili aggregazioni con altri operatori, in modo da creare valore per i proprio azionisti e per gli altri stakeholder e costruire un "terzo polo" bancario caratterizzato dal legame con i territori e da un azionariato stabile di lungo periodo, un polo in cui poter raccogliere le istanze provenienti dalle diverse componenti economiche e sociali del territorio

4) Non vi era alcuna certezza in merito al raggiungimento degli obiettivi strategici dell'operazione, in quanto condizionato dal verificarsi da una serie di fattori, evidenziati anche nel documento di registrazione, tra cui le insicurezze relative al realizzarsi della fusione e le insicurezze relative alla cessione del ramo bancario a BPER e dei rami assicurativi a UnipolSai ai termini e alle condizioni previste da Intesa Sanpaolo

a) La realizzazione della Fusione era incerta

- Il verificarsi della fusione era un evento incerto, subordinato ad una serie di condizioni, tra cui l'attuazione dell'accordo BPER, agli impieghi di ISP e all'accordo Unipol, al raggiungimento degli obiettivi strategici dell'operazione e ai livelli di sinergie prospettati e dei target reddituali che ISP aveva preventivato
- La possibilità di una possibile fusione era anche legata alla percentuale di capitale sociale che ISP sarebbe venuto a detenere al termine del periodo di adesione, qualora tale percentuale fosse stata inferiore al 66,67% del capitale sociale di UBI Banca, Intesa non avrebbe potuto controllare l'assemblea straordinaria di UBI e quindi disporre dei voti necessari per approvare la fusione
- Pur non verificandosi la fusione, ISP riteneva che sarebbe comunque riuscita a realizzare una quota pari al 100% delle sinergie da ricavo e all'84% delle sinergie di costo che erano state stimate (pari all'87% del totale delle sinergie stimate). Tuttavia, per il CdA di UBI Banca nel documento in cui veniva presentata l'offerta non erano presenti dati, analisi o considerazioni soddisfacenti per verificare la correttezza e la fondatezza delle previsioni che erano state stimate;
- Qualora non si fossero venute a creare le condizioni per dar luogo alla fusione, la separazione giuridica, organizzativa e gestionale di Intesa e UBI e l'applicazione dei principi e delle norme in materia di operazione con parti correlate avrebbero determinato ostacoli operativi e materiali nonché oneri economici aggiuntivi che avrebbero condizionato il pieno conseguimento delle sinergie annunciate da ISP, con conseguenze significative sulla possibilità e capacità di Intesa di raggiungere i target reddituali "promessi" agli azionisti di UBI Banca

5) Qualora gli azionisti di UBI Banca non avessero aderito all'offerta, sarebbero stati comunque tutelati dai presidi previsti dalla normativa

- 6) Nell'ottica strategica dell'offerta, l'obiettivo di Intesa Sanpaolo era rafforzare la propria posizione nel mercato bancario italiano eliminandone un concorrente, senza in realtà modificare in maniera significativa il proprio ruolo in ambito europeo. L'OPS non era quindi conveniente per gli azionisti di UBI Banca poiché aderendo avrebbero portato ISP in una posizione di leadership dominante in Italia, anomala in relazione agli altri paesi europei e potenzialmente dannosa per il tessuto economico e sociale dei territori in cui UBI operava.

### **2.2.3 La risposta di Intesa Sanpaolo**

Con un successivo comunicato del 6 luglio Intesa Sanpaolo precisa che [24]:

- Il Consiglio di Amministrazione di UBI Banca aveva indicato un ammontare relativo all'allocazione del valore e delle sinergie derivanti dall'operazione a favore degli azionisti UBI Banca inferiore rispetto a quello stimato, pari al 10% del valore delle allora sinergie complessive al netto dei costi di integrazione (ossia circa € 320 milioni rispetto a un totale di € 3,2 miliardi)
- In riferimento al nuovo Piano Industriale di UBI Banca aggiornato al 3 luglio nonostante fosse stata indicata una redditività rivista al ribasso - e in contrasto con quanto storicamente registrato da UBI Banca - vedeva un incremento, rispetto a quanto comunicato precedentemente, dell'obiettivo in termini di distribuzione cumulata di dividendi nel triennio 2020-2022
- Relativamente alla mancanza di un premio per gli azionisti minori di UBI Banca che non avessero aderito all'offerta, Intesa Sanpaolo evidenziava che la legge e le prassi imponevano di determinare il concambio di fusione con criteri e metodologie che si ispiravano al principio di omogeneità e comparabilità degli elementi considerati, garantendo quindi la correttezza e la congruità del concambio; qualora gli azionisti non avessero aderito all'offerta, avrebbero detenuto un'azione con un prezzo che non

avrebbe contenuto il premio implicitamente riconosciuto da Intesa nell'offerta a coloro che avessero aderito (pari a circa il 28% il relazione ai prezzi al 14 febbraio);

- Attraverso la fusione sarebbe stato perseguito un obiettivo di creazione di valore, ma anche se non si fossero venute a creare le condizioni per poter dar luogo alla fusione, gli obiettivi strategici e le sinergie erano in gran parte conseguibili (in assenza di fusione sarebbe stato conseguito l'87% delle sinergie previste in caso di fusione)
- Relativamente all'opinione di non congruità del rapporto di cambio espressa dal Consiglio di Amministrazione di UBI, Intesa Sanpaolo sottolineava che non era stato utilizzato un approccio omogeneo, infatti per UBI Banca si era fatto riferimento al Piano Industriale aggiornato, mentre per Intesa Sanpaolo si era fatto riferimento alle stime degli analisti di ricerca pubblicate successivamente alla diffusione dei risultati al 31 marzo. Utilizzando questo approccio disomogeneo da una parte si era valorizzato quanto stimato dal CdA di UBI Banca, senza quindi l'influenza di quella che sarebbe stata la reazione del mercato e degli analisti sulla realizzabilità di tali stime (considerazione che generalmente tengono conto sia delle condizioni di mercato che dei risultati passati conseguiti nel raggiungimento degli obiettivi), dall'altro lato si erano utilizzate le stime riguardanti ISP elaborate dagli analisti. Inoltre, relativamente alle considerazioni degli analisti, questi avevano determinato un utile netto di UBI Banca previsto per il 2022 di circa il 30% rispetto a quanto indicato nel Piano Industriale promosso da UBI. Per Intesa Sanpaolo, poi, i dirigenti di UBI Banca non avevano considerato che, tra i metodi di valutazione era stato utilizzato quello dei prezzi di borsa, nonostante ISP e UBI fossero società quotate e con una liquidità tali da non consentire la formazione dei prezzi sulla base delle ampie informazioni disponibili sulle prospettive di crescita, sul profilo di rischio e sulla generazione dell'utile e che non aveva sottolineato in maniera definitiva il premio implicito che sarebbe stato riconosciuto aderendo all'offerta relativamente alle quotazioni di mercato delle azioni di UBI Banca nei vari orizzonti temporali considerati nell'analisi. Infine, il CdA di UBI non aveva tenuto conto di quanto mediamente pagato in altre operazioni di mercato simili (OPS, OPAS e OPA).

## 2.2.4 Il secondo “no” di UBI Banca

Con un ulteriore comunicato UBI Banca rafforza la propria posizione di contrarietà all’offerta, evidenziando le criticità presenti nel documento di offerta e specificando che [23]:

- Guardando alla ripartizione del valore e delle sinergie derivanti dall’operazione a favore di quelli che erano gli azionisti di UBI Banca, le valorizzazioni dei due gruppi fatte da ISP per quantificare il premio offerto agli azionisti, venivano calcolate sui prezzi di mercato dei titoli al 14 febbraio, giorno di borsa aperta precedente all’annuncio dell’offerta e alla presentazione del Piano Industriale di UBI Banca, e non su una valutazione fondamentale delle due banche. Quindi, il valore di UBI implicito nel corrispettivo presentava uno sconto rispetto a quello che era il valore fondamentale, anche in relazione alle valutazioni eseguite dagli advisor finanziari. Inoltre le due banche erano state considerate in un’ottica stand alone quindi senza tener conto delle sinergie che avrebbero seguito l’integrazione, e di conseguenza il corrispettivo non veniva ritenuto congruo poiché non riconosceva agli azionisti di UBI Banca: il contributo che avrebbero apportato al combined equity ed un giusto valore delle sinergie prospettate;
- Relativamente alla distribuzione cumulata dei dividendi per i tre anni che andavano dal 2020 al 2022 pari a 840 milioni, la componente legata ad operazioni o iniziative a carattere strategico riguardanti partecipazioni/attività pari a 350 milioni era da considerarsi all’interno del più ampio insieme di attività previste nel Piano Industriale Aggiornato. Inoltre, il flusso di dividendi del gruppo Intesa Sanpaolo, negli ultimi anni, era stato considerevolmente alimentato da numerose e rilevanti operazioni straordinarie;
- Il corrispettivo non rifletteva in maniera adeguata il valore reale di UBI Banca e inoltre si riteneva che il risultato dell’offerta avrebbe potuto portare ad oscillazioni negative del titolo UBI Banca;
- Sempre considerando una possibile fusione, il consiglio di amministrazione di UBI Banca, considerando i presidi dalla normativa, evidenziava che ISP, qualora la fusione non avesse avuto luogo, non avrebbe potuto legittimamente imporre a UBI Banca operazione che violassero i principi di corretta gestione societaria e che contrastassero

con il suo interesse sociale, non potendo un'azionista di controllo, che intendesse influenzare la gestione della propria controllata, portare ad una violazione del principio giuridico in virtù del quale ogni società deve essere gestita dai propri amministratori al fine di perseguire e tutelare gli interesse degli azionisti. Quindi, qualora la fusione non avesse potuto avere luogo, Intesa Sanpaolo non avrebbe potuto imporre a UBI la cessione del ramo bancario e BPER Banca e la conseguente poi gestione delle relative attività assicurative a UnipolSai;

- Sempre relativamente alla non congruità del corrispettivo proposto a fronte dell'offerta, il Consiglio di Amministrazione di UBI Banca sottolineava la mancanza da parte di Intesa Sanpaolo di un Piano Industriale aggiornato.

### **2.2.5 Autorizzazione AGCM**

Il 16 luglio l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato ha autorizzato l'operazione di acquisizione del controllo di UBI Banca subordinatamente all'esecuzione di cessioni strutturali in linea con quanto previsto nell'Accordo BPER e dagli Impegni ISP. L'AGCM ha quindi imposto alcune misure svolte a scongiurare eventuali criticità antitrust, in particolare ha imposto a ISP di cedere entro un termine prestabilito oltre 500 sportelli e – diversamente da quanto proposto dalla stessa ISP – ha espressamente precisato che, nel caso in cui non riesca a dismettere sportelli di proprietà di UBI Banca, ISP sarà obbligata a cedere sportelli di sua proprietà idonei a produrre nei mercati interessati effetti almeno equivalenti a quelli derivanti dalla cessione di sportelli UBI Banca, così da preservare il dispiegarsi delle dinamiche concorrenziali a seguito dell'operazione di concentrazione [25].

Ma un altro importante fattore da considerare è che dando la propria autorizzazione, l'AGCM si ritrova anche a dare una spinta all'offerta, in quanto stabilisce che l'operazione avrebbe consentito di sviluppare importanti sinergie e soprattutto di attuare una considerevole riduzione del profilo di rischio del portafoglio creditizio di UBI Banca.

Viene poi smontata la tesi avanzata dai dirigenti di UBI che avevano formulato la possibilità di creare un terzo polo bancario italiano, infatti l'AGCM non aveva rilevato evidenza che avessero potuto portare a considerare UBI un possibile soggetto aggregatore con altre realtà di medie dimensione presenti sul territorio.

## 2.2.6 La trasformazione da OPA a OPAS

In un clima di incertezza, in cui UBI Banca conferma di non essere favorevole all'operazione, Intesa Sanpaolo decide di modificare l'offerta, portando così ad una trasformazione da OPA a OPAS, ovvero formulando un nuovo corrispettivo così composto:

- n. 1,7000 azioni ordinarie di Intesa Sanpaolo di nuova emissione in esecuzione dell'aumento di capitale al servizio dell'Offerta
- un corrispettivo in denaro pari a 0,57€ per azione

Con riferimento ai prezzi del 14 febbraio 2020 (2,502€ per ISP e 3,333€ per UBI Banca), il corrispettivo così formulato esprimeva una valorizzazione di 4,824€ incorporando un premio del 44,7%.

Alla base della nuova valutazione c'erano state una serie di valutazioni [26]:

- gli allora dati di mercato che riflettevano con maggiore precisione il mutato contesto macroeconomico dovuto alla pandemia
- la situazione economico-patrimoniale e finanziaria di ISP e UBI in relazione dei resoconti intermedi relativi al primo trimestre 2020
- l'aggiornamento del Piano Industriale di UBI pubblicato il 3 luglio
- gli effetti economico-patrimoniali e finanziari in relazione alla creazione di valore sia nello scenario base (i.e. partecipazione complessiva nel capitale sociale di UBI Banca pari al 50% +1 azione senza fusione) sia nello scenario teorico (i.e. partecipazione complessiva nel capitale sociale di UBI Banca pari al 100% con fusione).

## 2.2.7 L'ulteriore "no" di UBI

Nonostante la modifica del corrispettivo, il 23 luglio UBI Banca esprime ancora una volta una valutazione negativa dell'offerta, ritenendo che [23]:

- l'aumento in denaro non riflettesse correttamente l'apporto degli azionisti al valore complessivo della *combined equity* e alle sinergie

- l'aumento in denaro non remunerasse adeguatamente gli azionisti relativamente ai rischi a loro carico
- l'eventuale cessione di sportelli ISP avrebbe potuto produrre effetti negativi sul perseguimento delle prospettive di sviluppo reddituale.

### **2.2.8 Proroga del periodo di adesione**

Con comunicazione del 27 luglio, la CONSOB allunga il periodo di adesione fino al 30 luglio per garantire il corretto svolgimento dell'operazione, anche in virtù di una serie di comportamenti da parte di UBI ritenuti non idonei ad una completa e corretta informazione per i suoi azionisti.

## 2.3 I risultati definitivi

Il 3 agosto vengono mostrati i risultati definitivi che attestano il raggiungimento del 91,0139% del capitale sociale di UBI Banca da parte di Intesa Sanpaolo. Dato poi il raggiungimento di tutte le condizioni di efficacia, l'operazione poteva essere considerata efficace ed eseguibile.

Il 5 agosto viene fissato come termine per il pagamento del corrispettivo:

- Per ogni azione di UBI sarebbero state corrisposte 1,7 azioni ISP di nuova emissione, per un totale di 1.754.328.645 nuove azioni di ISP pari al 9,107% del capitale sociale di Intesa Sanpaolo, che a seguito dell'emissione sarebbe stato rappresentato da n. 19.264.057.070 azioni ordinarie
- Pagamento del corrispettivo in denaro pari a 0,57€ per ogni azione UBI portata in adesione per un totale di 588.216.075,39€.

Come precedentemente descritto, a seconda della percentuale raggiunta nel periodo di adesione, potevano verificarsi diversi eventi. Al 3 agosto Intesa Sanpaolo venendo a detenere una percentuale del capitale sociale di UBI superiore al 90% ma inferiore al 95%, si muoveva verso lo scenario dell'Opa Residuale, quindi si erano venuti a creare i presupposti per l'Obbligo di Acquisto e, come già specificato da Intesa, non sarebbero state attuate misure finalizzate a ripristinare le condizioni minime di flottante per un regolare andamento delle contrattazioni delle azioni ordinarie UBI Banca.

Intesa Sanpaolo aveva quindi l'obbligo di acquistare dagli azionisti di UBI che ne avrebbero fatto richiesta le azioni residue che ammontavano a n. 112.327.119 pari a 9,8164% del capitale sociale.

Per gli azionisti che avrebbero fatto richiesta si presentavano due possibilità:

- Ricevere un corrispettivo pari a quello dell'offerta
- Ricevere un corrispettivo integrale in contanti pari alla somma della media ponderata dei prezzi ufficiali delle azioni registrati nei 5 giorni precedenti alla data del pagamento (1,74638€) moltiplicata per il rapporto di cambio (2,969€) e del corrispettivo in denaro previsto dall'offerta (0,57€), per un totale di 3,539€.

Trascorso il periodo previsto per presentare la richiesta di acquisto, qualora Intesa avesse raggiunto una percentuale pari o superiore al 95% del capitale sociale di UBI, avrebbe esercitato il Diritto d'Acquisto sulle rimanenti azioni portando poi al *delisting* delle azioni di UBI, ovvero alla loro revoca dalla quotazione sul Mercato Telematico Azionario a decorrere dal Giorno di Borsa Aperta successivo al giorno di pagamento del corrispettivo dell'Obbligo di Acquisto.

Qualora tutti gli azionisti di UBI, relativamente alle azioni residue, avessero presentato richiesta di vendita chiedendo il corrispettivo integrale in contanti, l'importo complessivo in contanti che Intesa avrebbe dovuto pagare sarebbe stato di 397.525.674,14€.

A garanzia dell'esatto adempimento, l'11 agosto Intesa Sanpaolo aveva ottenuto da Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A una lettera di garanzia, con la quale Mediobanca si impegnavano a corrispondere il corrispettivo in denaro o quello integrale in contanti, esclusivamente nel caso di inadempimento da parte di ISP.

Inoltre, ipotizzando che tutti gli azionisti in possesso delle azioni residue, avessero richiesto il corrispettivo composto da azioni e denaro, entro la data di pagamento di tale corrispettivo Intesa avrebbe emesso n. 190.956.102 azioni ordinarie rivenienti dall'aumento di capitale che era stato predisposto per l'offerta, prive di valore nominale aventi godimento regolare [27].

## **La vendita delle azioni residue**

Gli azionisti di UBI Banca (relativamente alle azioni rimanenti) potevano, nel periodo tra il 24 agosto e l'11 settembre, richiedere la vendita delle proprie azioni, nelle modalità prima citate.

L'11 settembre vengono rilasciati i risultati provvisori che vedono una percentuale di raggiungimento del 98,8988% del capitale sociale di UBI Banca, ovvero erano state presentate richieste di vendita per 90.691.212 azioni residue, rappresentanti il 7,9256% del capitale sociale e l'80,7385% delle azioni rimanenti.

Delle 90.691.212 azioni residue:

- Per 87.853.607 era stato richiesto il pagamento del corrispettivo
  
- E per 2.837.605 era stato richiesto il pagamento del corrispettivo integrale in contanti.

In base alla condizione descritte, Intesa Sanpaolo avrebbe detenuto 1.131.684.186 azioni di UBI Banca, pari al 98,8988% del capitale sociale. Come già annunciato dal gruppo Intesa, avendo raggiunto una percentuale superiore al 95%, sarebbe stato esercitato il diritto d'acquisto sulle restanti azioni, di conseguenza gli azionisti di UBI Banca titolari della azioni soggette al diritto d'acquisto avrebbero potuto richiedere il pagamento del corrispettivo dell'offerta o del corrispettivo integrale in denaro, qualora tali azionisti non avessero presentato alcun tipo di richiesta sarebbe stato solo corrisposto esclusivamente il corrispettivo.

Il 15 settembre vengono rilasciati i risultati definitivi che confermano una percentuale di raggiungimento del 98,8988% del capitale sociale di UBI Banca, con richieste di vendita per 90.691.202 azioni residue, rappresentanti il 7,9256% del capitale sociale, nonché l'80,7385% delle azioni residue.

In riferimenti alle 90.691.202 azioni residue:

- Per 87.853.597 era stato richiesto il pagamento del corrispettivo dell'offerta, quindi sarebbero state assegnate n. 149.351.114 nuove Azioni ISP, pari allo 0,7693% del capitale sociale, che sarebbe stato quindi composto da n. 19.413.408.184 azioni ordinarie e sarebbero stati pagati 50.076.550,29€
- E per le rimanenti 2.837.605 il pagamento del corrispettivo integrale in contanti per un totale di 10.042.284,10€.

In definitiva Intesa Sanpaolo deteneva 1.131.684.176 azioni di UBI Banca pari al 98,8988% del capitale sociale.

### **Lo squeeze out**

Data la percentuale raggiunta terminato il periodo concesso per richiedere la vendita delle azioni, Intesa Sanpaolo il 18 settembre ha dato inizio al periodo per l'esercizio del diritto d'acquisto, periodo che si sarebbe concluso il 29 settembre.

Anche in questo caso era stata ottenuta da Mediobanca una lettera di garanzia con la quale in caso di inadempimento da parte di ISP, Mediobanca avrebbe garantito l'erogazione per un totale non superiore a 76.569.510,26€, pari alla somma dovuta nel caso in cui gli azionisti titolari

delle azioni residue avessero richiesto il corrispettivo integrale in contanti per le n. 21.635.917 azioni UBI ancora in circolazione (pari all'1,8908% del capitale sociale).

Sarebbero comunque state erogate n. 36.781.058 azioni ordinarie di ISP di nuova emissione rivenienti dall'aumento di capitale a servizio dell'offerta, assumendo che tutti i titolari delle azioni UBI rimanenti avessero richiesto il corrispettivo dell'offerta.

Il 29 settembre vengono pubblicati i risultati provvisori, che vedevano un'adesione da parte degli azionisti UBI per 3.013.070 azioni, pari allo 0,2633% del capitale sociale nonché al 13,9262% delle azioni rimanenti.

Il 1° ottobre vengono rilasciati i risultati definitivi secondo cui erano pervenute richieste di vendita per 3.013.070 azioni residue:

- per n. 408.474 era stato chiesto il pagamento del corrispettivo dell'offerta, quindi sarebbero state loro erogate n. 694.405 azioni ISP e sarebbe stato erogato un pagamento in contanti per un totale di 232.830,18€
- e per le restanti n. 2.604.596 il pagamento del corrispettivo integrale in contanti per un totale di 9.217.665,24€.

Quindi per n. 18.622.847 azioni non erano state presentate richieste, tuttavia è necessario specificare che tale numero era composto da n. 8.877.911 azioni proprie (rappresentative dello 0,7758% del capitale sociale) di titolarità di UBI Banca e n. 120.985 azioni UBI Banca detenute da Intesa Sanpaolo prima che venisse lanciata l'offerta (quindi prima del 17 febbraio 2020) e quindi non oggetto di trasferimento. Pertanto, Intesa Sanpaolo ha acquistato, tramite l'esercizio del diritto d'acquisto, n. 9.623.951 azioni rimanenti (che non comprendevano le azioni proprie di UBI e quelle detenute precedentemente da ISP).

Agli azionisti che non avevano presentato richiesta sarebbe stato corrisposto il corrispettivo dell'offerta.

Quindi [28]:

- agli gli azioni che avevano richiesto il corrispettivo e per quelli che non avevano presentato richiesta di vendita sarebbero state corrisposte n. 17.055.121 nuove azioni ISP, pari allo 0,0878% del capitale sociale di Intesa Sanpaolo, cha sarebbe quindi stato composto da n.19.430.463.305 (per un totale di 10.084.445.147,92€) azioni ordinarie e il corrispettivo in contanti per un totale di 5.718.482,25€

- agli azionisti che avevano richiesto il pagamento del corrispettivo integrale in denaro sarebbero stati erogati in totale 9.217.665,24€.

### ***Il delisting delle azioni di UBI Banca***

Il 5 ottobre viene ufficialmente rimosso dal Mercato Telematico azionario il titolo UBI Banca.

Anche l'indice FTSE MIB si viene a modificare, con l'uscita infatti di UBI Banca il paniere viene aggiornato con l'introduzione di BPER Banca (che ne era uscita due mesi prima).

Con il delisting delle azioni di UBI Banca si concludeva la prima importante parte dell'operazione, che era nata come OPS e si era conclusa come OPAS dopo una serie di momenti critici, non rari nel caso di offerte di pubblico scambio/acquisto ostili [6].

## **2.4 Il nuovo assetto**

Dopo aver analizzato la storia della fusione, quindi tutto il periodo dal 17 febbraio 2020 (giorno in cui viene lanciata l'OPA) al 5 ottobre (giorno in cui viene rimosso dal mercato telematico il titolo UBI), è bene analizzare il periodo successivo, o più specificatamente gli elementi che caratterizzano il nuovo gruppo Intesa Sanpaolo.

Dopo il 5 ottobre 2020 c'è un'altra data significativa, il 12 aprile 2021 giorno in cui le due banche si sono ufficialmente fuse.

I mesi precedenti a questo evento sono stati molto complessi: da una parte c'era il contesto economico ancora fortemente condizionato dalla pandemia (in particolare per quanto riguarda la seconda ondata) dall'altra la necessità di integrare due banche, che seppur simili sotto molti aspetti, gli stessi aspetti che hanno portato Intesa Sanpaolo e scegliere UBI Banca, risultavano comunque essere due entità distinte.

### **2.4.1 Modifica all'accordo BPER**

Il 5 agosto l'accordo viene modificato definendo in modo puntuale il moltiplicatore che doveva essere utilizzato per determinare il corrispettivo alla base dell'accordo: 38% del *Common Equity Tier 1* relativamente alla situazione patrimoniale del ramo che sarebbe stato ceduto, in base ai risultati aggiornati del 30 giugno 2020 [29].

Il 12 novembre l'accordo viene integrato con la definizione del perimetro di cessione comprendente 486 filiali dotate di autonomia contabile (7 in più rispetto a quanto precedentemente concordato) e 134 punti operativi privi di autonomia contabile.

Di conseguenza sarebbero state oggetto di trasferimento 5.107 persone riferibili prevalentemente alla rete di filiali e punti operativi e alle aree di business Private e Corporate.

### **2.4.2 L'integrazione**

Tra i primi passi c'era sicuramente la necessità di organizzare la distribuzione del gruppo sul territorio, integrando le filiali UBI e gestendo la cessione del ramo di filiali predisposto a BPER Banca, quindi, guardando al gruppo ISP, è bene concentrarsi sulla divisione Banca dei Territori.

### **2.4.3 Il post fusione**

Post-fusione sono state quindi completate due migrazioni di ampia scala:

- Lato IT: migrate 587 filiali UBI a BPER (22 febbraio), la più grande cessione di filiali bancarie in Italia, e completata la migrazione IT con il coinvolgimento di circa 1000 filiali
- Lato clienti: sono stati trasferiti 2,4 milioni di clienti ad ISP e 1,4 milioni di clienti a BPER Banca
- Lato dipendenti: è stata realizzata una nuova struttura organizzativa, con 14.500 persone riallocate nella nuova rete e 5.100 trasferite a BPER Banca

### **2.4.4 Il nuovo assetto post-integrazione**

Tra gli aspetti più significativi della fusione troviamo sicuramente il nuovo assetto assunto dalla rete di filiali e sportelli sul territorio italiano, quindi la nuova organizzazione della Banca dei Territori.

Come già discusso in precedenza, l'unione delle due banche con un ruolo così importante sul mercato avrebbe determinato una serie di problematiche sulla possibile concorrenza post-fusione, portando così alla nascita dell'accordo BPER.

Quindi ai 4.200 sportelli circa della rete di Intesa Sanpaolo non si sono aggiunti anche la totalità di quelli di UBI Banca (circa 1.500), ma 587 sportelli UBI e 33 ISP sono stati entrati a far parte della rete di BPER, portando Intesa Sanpaolo a detenere sul territorio italiano all'incirca 4.600 sportelli a supporto di ben 13,5 milioni in Italia (7,1 milioni all'estero).

### **Le nuove divisioni di Banca dei Territori**

Quando si parla della presenza del gruppo sul territorio è necessario far riferimento alla divisione Banca dei Territori, la più importante del gruppo, responsabile della gestione dei clienti *Retail, Exclusive e Imprese (PMI)*.

Prima della fusione tale divisione poteva contare 8 direzioni regionali [30]:

- Piemonte, Valle d'Aosta e Liguria
- Lombardia
- Milano e Provincia
- Veneto, Friuli-Venezia Giulia e Trentino-Alto Adige
- Emilia-Romagna, Marche, Abruzzo, Molise
- Toscana e Umbria
- Lazio, Sardegna e Sicilia
- Campania, Basilicata, Calabria e Puglia

Dal 12 aprile 2021 Bdt ha visto una riorganizzazione di alcune precedenti direzioni e la nascita di nuove 4 direzioni, per un totale di 12 direzioni regionali, per la gestione di 13,5 milioni di clienti e circa 50mila dipendenti:

- Lombardia Nord
- Lombardia Sud
- Milano e Provincia
- Piemonte Nord, Valle d'Aosta e Sardegna
- Piemonte Sud e Liguria
- Veneto Ovest e Trentino-Alto Adige
- Veneto Est e Friuli-Venezia Giulia
- Emilia-Romagna e Marche
- Toscana e Umbria
- Lazio e Abruzzo
- Basilicata, Puglia e Molise
- Campania, Calabria e Sicilia

### **La nuova Direzione Agribusiness**

Sempre nel perimetro di Banca dei Territori con l'integrazione di UBI Banca è nata anche una nuova realtà, quella legata all'agribusiness. La nascita di questa nuova direzione sottolinea l'importanza ricoperta da questo settore sull'economia italiana, basti pensare che nel 2019 il sistema agroalimentare italiano ha generato un valore aggiunto di 64,8 miliardi di euro e

coinvolgendo oltre 1,4 milioni di persone, con un peso sull'economia rispettivamente del 4% e del 5,5%.

L'Italia si classifica al terzo posto nell'agroalimentare per valore aggiunto tra i grandi paesi europei. In particolare, nell'agrifood italiano lavora il 9,2% dei lavoratori europei del settore, che si dividono all'incirca in questo modo: due terzi nel primario e un terzo nella trasformazione.

Si tratta quindi di un comparto strategico per il territorio italiano, fondamentale soprattutto nei periodi di crisi in cui può essere caratterizzato da una crescita, in virtù di quella struttura che ne ha determinato il successo nei mercati mondiali. L'Italia, infatti, accoglie produzioni di altissima qualità (maggior numero di prodotti a Denominazione di Origine Protetta e Indicazione Geografica Protetta), espressione di un grandissimo valore aggiunto e leva per l'Italia che conquista i vertici nel ranking internazionale delle quote di mercato nella fascia "top di gamma".

## **Il trasferimento dei clienti Private**

Quindi nel primo periodo dell'integrazione Intesa Sanpaolo si è maggiormente concentrata sulla Divisione Banca dei Territori, ma vi è un'altra importante divisione che, nei prossimi mesi, sarà soggetto ad un cambiamento, quella del Private banking.

Infatti, nelle prime settimane del 2022 IW Bank, banca che era stata controllata al 100% dal gruppo UBI, specializzata nella gestione degli investimenti, servizi di pianificazione finanziaria, trading e online banking (nel 2020 si è classificata terza nella classifica degli operatori italiani per volumi scambiati con una quota dell'11,82%), entrerà nella divisione private banking, con autonomia societaria e commerciale, affiancandosi alle altre società della divisione: Fideuram, Sanpaolo Invest e Intesa Sanpaolo Private Banking.

# Capitolo 3 – La nuova scacchiera delle banche italiane

Quando si parla della fusione Intesa Sanpaolo – UBI Banca, si fa riferimento ad una delle operazioni più importanti del panorama bancario italiano europeo, un'operazione che ha portato alla creazione di un player in grado di modificare significativamente gli equilibri del mercato.

## 3.1 La fusione Banca Intesa – Sanpaolo IMI

Non però la prima volta che Intesa Sanpaolo, prima degli altri, ha mosso i propri pedoni della scacchiera cambiando gli assetti.

Basti tornare al 2006 anno in cui nasce il gruppo Intesa Sanpaolo S.p.A, grazie alla fusione tra Banca Intesa e Sanpaolo IMI.

Analizzando questa fusione e quella con UBI Banca è possibile rilevare molti punti di interesse [31]:

- **Il periodo storico in cui si colloca la fusione**

Come già precedentemente accennato, la fusione ISP-UBI si è collocata in un periodo storico complesso e incerto in cui il gruppo Intesa, promuovendo la fusione, ha cercato di consolidare la propria posizione nel mercato italiano ed internazionale, ma, facendo un passo indietro, anche nel 2006 la banca, prima di altri istituti, ha dato inizio ad una manovra che l'avrebbe portata ad assumere un ruolo di rilievo nel mercato, in quel periodo soggetto ad una progressiva integrazione. L'operazione si inseriva in un trend di vari processi di fusione e acquisizione che vedevano protagoniste le principali istituzioni finanziarie Europee, e che iniziavano a coinvolgere anche le banche italiane, si ricorda che in quegli anni circa il 53% del mercato era in possesso dei primi 5 gruppi bancari

- **Tipologia di fusione**

Mentre la fusione Banca Intesa-Sanpaolo è nata e si è conclusa come una “transazione amichevole tra eguali”, quella ISP-UBI, invece, è nata come OPA lanciata dal gruppo Intesa e si è conclusa come OPAS, tale aspetto è da tenere in considerazione, in quanto

UBI Banca si è mostrata inizialmente in disaccordo con il progetto, ed è anche in virtù di ciò che ISP ha dato inizio all'OPAS, quindi accompagnando il corrispettivo in azioni con un corrispettivo in denaro

- **Obiettivi della fusione**

Lo scopo di intenti in entrambi i casi era simile, rafforzare la propria posizione di protagonista nel mercato: incremento massa critica, sinergie di ricavo, rafforzamento leadership, allineamento best policies...

- **Gli accordi ai fini antitrust**

In entrambe le operazioni, data l'entità delle fusioni, sono stati stipulati degli accordi per impedire delle criticità in termini di concorrenza sul mercato. Nella fusione tra Banca Intesa e Sanpaolo IMI è stato sottoscritto un accordo con Crédit Agricole che prevedeva la cessione di 652 filiali per un corrispettivo totale in contanti pari a €6mld; nella fusione ISP-UBI, invece, l'accordo è stato stipulato con BPER Banca a cui sono stati ceduti 620 sportelli (prevalentemente di appartenenza ad UBI Banca)

- **Il corrispettivo dell'offerta**

Come già precedentemente anticipato, le due operazioni le due operazioni si differenziano per il tipo di corrispettivo alla base della fusione, tuttavia le metodologie utilizzate per determinare l'importo sono molto simili

Nel caso della fusione Banca Intesa – Sanpaolo IMI era stato previsto un rapporto di cambio pari a n. 3,115 nuove azioni ordinarie di Banca Intesa per ogni azione di SPIMI, mentre nel caso della fusione Intesa Sanpaolo – UBI Banca era stato inizialmente predisposto un corrispettivo di 1,7 azioni di nuova emissione ISP per ogni azione di UBI Banca, successivamente, tenendo conto delle criticità avanzate dal consiglio di amministrazione di UBI e del difficile contesto economico, il corrispettivo era stato modificato aggiungendo anche una parte in contanti di 0,57€.

## 3.2 La fusione Crédit Agricole – Creval

Tornando ai giorni nostri un altro fattore da considerare è come, in seguito alla fusione, sia cambiato il panorama bancario, la nascita di gruppo con una posizione di rilievo come quella assunta da ISP rende necessaria una profonda riflessione da parte degli altri player presenti sul mercato. A tal proposito, quasi parallelamente alla fusione ISP – UBI, altre due banche sono state protagoniste di una fusione Crédit Agricole Italia (che opera per conto di Crédit Agricole) – Creval (Credito Valtellinese).

Crédit Agricole che, non solo era stata coinvolta nella fusione Banca Intesa – Sanpaolo IMI, ma anche in un accordo con cui ISP per la cessione al Gruppo Cariparma FriulAdria dell'80% della Cassa di Risparmio della Spezia e di 96 filiali.

Come precedentemente accennato il contesto economico è un importante elemento da considerare, se la fusione ISP – UBI era stata lanciata poco prima dello scoppio della pandemia in Italia ed era poi proseguita in circostanze sicuramente complesse, quella Crédit Agricole – Creval iniziava a novembre 2020 quindi in concomitanza con la seconda ondata, la quale ha portato ad una nuova contrazione dell'attività economica (sicuramente meno significativa rispetto a quella della prima ondata) con peggioramento della qualità del credito e un'ulteriore riduzione della redditività.

In un clima incerto, anche Crédit Agricole ha lanciato un OPA con l'obiettivo di rafforzare la propria posizione sul territorio italiano e creare valore per gli stakeholder, scegliendo un partner con cui già aveva una relazione esclusiva sul ramo vita.

Per ciascuna azione portata in adesione sarebbe stato riconosciuto agli aderenti un corrispettivo in denaro pari a 10,5€ *cum dividendo*, quindi inclusivo delle cedole relative ad eventuali dividendi distribuiti, con un premio del 21,4% rispetto al prezzo ufficiale delle azioni alla data precedente al lancio dell'offerta, e del 50,2% rispetto alla media aritmetica dei prezzi nei sei mesi precedenti alla pandemia [32].

Considerando un'adesione totale, quindi su tutte le 68.428.903 azioni ci sarebbe stato un esborso di 718.503.481,50€.

Come nel caso ISP – UBI anche il periodo di adesione dell'offerta Crédit Agricole – Creval è stato caratterizzato da una serie di criticità e rimostranze da parte della banca che sarebbe stata incorporata, ed è forse proprio in virtù di quest'ultime che quasi al termine del periodo di

scadenza Crédit Agricole ha promosso un aumento del corrispettivo, che quindi arrivava a 12,2€ *cum dividendo* per azione a cui sarebbe stato aggiunto un importo addizionale di 0,3€ per ciascuna azione qualora al termine del periodo di adesione fosse stata superata la soglia del 90% del capitale sociale, condizione che verrà poi eliminata il 20 aprile data in cui era stata raggiunta una percentuale di adesione del 22,2%.

Al termine del periodo di adesione la percentuale di raggiungimento risultava pari al 91,167% del capitale sociale (considerando anche le azioni già in possesso prima che venisse lanciata l'offerta), dato il risultato è stata poi lanciata l'OPA Residuale con obbligo di acquisto delle azioni rimanenti.

Poiché il termine del periodo di adesione cadeva dopo la data preposta per il pagamento del dividendo, i titolari di azioni residue avevano consegnato azioni ex-dividendo, quindi non inclusive della cedola relativa al dividendo 2021, e per tanto hanno ricevuto il 28 aprile 2021 il dividendo pari a 0,23€ per azione e il 28 maggio (giorno del pagamento del corrispettivo) l'importo residuo di 12,27€ per azione oggetto della richiesta di vendita.

Al termine del periodo di riferimento, Crédit Agricole presentava una percentuale del 97,203% del capitale sociale di Creval (pari a 68.187.439 azioni), risultato raggiunto grazie alle richieste di vendita per 1.835.136 e grazie all'acquisto di 2.398.846 azioni residue al di fuori della procedura di adempimento dell'obbligo di acquisto [32].

Dopo un ulteriore intervallo di tempo per l'esercizio del diritto di acquisto sulle azioni rimanenti, il 5 giugno 2021 il titolo Creval è stato rimosso dal Mercato Telematico Azionario.

### 3.3 Il nuovo ruolo di Intesa Sanpaolo

Dopo la fusione il nuovo gruppo Intesa Sanpaolo ha quindi raggiunto una posizione di rilievo nel mercato italiano ed europeo, potendo contare, grazie all'integrazione con UBI Banca su (dati al 31 marzo 2021) [33]:

- Sinergie annue di oltre 1mld€ senza oneri sociali, rispetto a 700mln annunciati, con oneri di integrazione pari a circa 2mld€ interamente spesi nel quarto trimestre e completamente coperti dal *goodwill* negativo generato dall'operazione
- CET1 Fully Loaded/Totale attivi illiquidi del 71% (+46pp rispetto alla media concorrenti)
- Solida patrimonializzazione 710pb (+210pb rispetto alla media concorrenti)
- *Cost/income* al 46,5% (-11,8pp rispetto alla media concorrenti)
- Utile al 31.03 di 3,5mld€
- Forte posizionamento nel business protezione (terza compagnia italiana nell'ambito non motor)
- Partnership strategiche
- Progressiva riduzione dei crediti deteriorati

Di fronte ad un leader di mercato così importante risulta naturale chiedersi come cambia il panorama bancario e, soprattutto, quale diventa la posizione degli altri player.

Ma queste considerazioni andrebbero accompagnate anche da una riflessione sul contesto economico-finanziario in cui operano le banche.

### **3.4 Un contesto impegnativo**

Come precedentemente sottolineato, la fusione ISP – UBI ha avuto luogo in un periodo critico, in cui la crisi sanitaria aveva avuto un impatto fortemente negativo sul mercato e, sebbene nel terzo semestre del 2020 la ripresa dell'attività sia stata più forte di quanto atteso, grazie ad un grande recupero di tutte le componenti della domanda interna, il PIL ha comunque subito una contrazione a causa dell'aumento dei casi di COVID-19 e alle misure di contenimento adottate.

Tuttavia si stima che tali ripercussioni hanno avuto un impatto più contenuto rispetto alla prima parte del 2020, in quanto le restrizioni imposte dal governo hanno interessato in particolare il comparto dei servizi, la cui attività è stata frenata dall'incremento dei tassi di contagio e dalle misure sociali e sulla mobilità, mentre l'attività del settore manifatturiero e industriale ha continuato a mostrare una tenuta seppur eterogenea tra settori e all'interno degli stessi settori.

Un altro importante fattore da considerare è l'intervento della BCE che, per incoraggiare la ripresa economica, ha portato avanti politiche monetarie espansive, per preservare condizioni di finanziamento favorevoli. Il Consiglio direttivo ha deciso di aumentare il ritmo degli acquisti di titoli nell'ambito del programma per l'emergenza pandemica, per evitare che la trasmissione del rialzo dei rendimenti osservato sui mercati internazionali si traducesse in un inasprimento prematuro delle condizioni finanziarie nell'area, che non sarebbe giustificato dalle attuali prospettive economiche.

Altre spinte positive sono quelle che verranno apportate dal piano europeo pluriennale NextGen EU comprensivo della Recovery Facility e quelle che giungeranno con il progressivo venir meno delle misure di contenimento.

Per quanto riguarda l'Italia, la Banca d'Italia nelle ultime stime pubblicate riporta una ripresa del PIL 2021 pari al 3,5% e del 3,8% nell'anno successivo.

Tutte queste considerazioni, accompagnate dall'avanzamento in ritardo della campagna vaccinale e dalla diffusione delle varianti, sulle prospettive di crescita sono comunque accompagnate da rischi al ribasso legati dall'evoluzione della pandemia e alle sue implicazioni sulle condizioni economiche e finanziarie di famiglie e imprese. Famiglie che da una parte si muovono verso una ripresa delle intenzioni al consumo, ma dall'altra comunque propense al risparmio.

### **3.4.1 Il possibile intervento del governo**

Con la Legge di Bilancio 2021 è stato poi introdotto un potenziale incentivo ai processi di aggregazione tra istituti di credito realizzati attraverso operazioni di fusione, scissione o conferimento d'azienda.

In particolare, secondo certe condizioni, la legge consentirebbe la trasformazione in credito d'imposta del valore delle perdite fiscali (piuttosto che dei benefici della cosiddetta ACE – Aiuto alla Crescita Economica, quindi dell'importo del rendimento nozionale eccedente il reddito complessivo netto riconosciuto in deduzione) sia nell'ipotesi in cui le DTA (Imposte Attività Differite) relative a tale valore fossero iscritte in bilancio sia nel caso contrario, a fronte del pagamento di una commissione lorda del 25% delle DTA, deducibile ai fini IRES ed IRAP.

Quindi si prevede la trasformazione delle DTA in crediti d'imposta per altri sei mesi, includendo tra le aggregazioni agevolabili anche quelle deliberate fino al 30 giugno 2022 (prima la scadenza era il 31 dicembre 2021) con il limite delle DTA convertibili elevato dal 2% al 3% del totale degli attivi del soggetto minore coinvolto nella fusione, la scelta quindi della banca con cui fondersi diventa fondamentale, soprattutto perché, probabilmente, gli sgravi varranno su una sola operazione di fusione.

Tuttavia al momento non c'è ancora alcun tipo di certezza, si concede alle banche interessate a operazioni straordinarie di convocare le assemblee nel 2022, e dunque il limite del 31 dicembre 2021 vale solo per i cda, quindi entro la fine dell'anno, eventuali fusioni dovranno passare l'esame dei board, che quindi avranno più tempo a disposizione rispetto a quanto previsto dalle norme in vigore, ma ancora nulla di stabilito sull'ammontare degli incentivi.

### **3.4.2 Le prossime possibili mosse**

Il peggioramento della qualità del credito, l'ulteriore riduzione della redditività, la necessità di investimenti in ambito tecnologico, le società non bancarie operanti nel settore, la forte concorrenza di Intesa Sanpaolo, la spinta della BCE ad avere meno banche ma più grandi e gli aiuti del governo sottoforma di benefici fiscali per le banche che si aggregano sono fattori che le banche oggi devono considerare e affrontare guardando a un'ottica di ottimizzazione dei costi e di ampliamento della propria offerta per attrarre nuovi clienti.

Guardando ai concorrenti di Intesa Sanpaolo, ponendosi in un'ottica di possibili fusioni, alcune banche potrebbero dar luogo ad operazioni importanti: UniCredit, BPER, BPM e MPS.

Tra le banche elencate il Monte dei Paschi di Siena è sicuramente quello con la posizione più fragile e incerta, che veda una partecipazione nel proprio capitale sociale del 68% da parte dello stato, partecipazione però a scadenza, in quanto per gli accordi antitrust stipulati con l'Unione Europea nel 2017 il Tesoro ha tempo fino ad aprile 2022 per uscire dal capitale.

Unicredit sembrerebbe essere il partner ideale, ma c'è da considerare la forte debolezza patrimoniale di MPS, che potrebbe portare anche ad una divisione della banca in più parti.

Unicredit, d'altra parte, potrebbe anche muoversi verso Banco BPM, per rafforzare la propria presenza nel lombardo-veneto e contrastare la forte concorrenza di Intesa Sanpaolo.

BPM, invece, si trova d'innanzi ad un bivio, essere aggregata da Unicredit o aggregarsi con BPER per costituire un terzo polo che si affiancherebbe ad Unicredit e Intesa Sanpaolo.

Un altro fronte da considerare è quello assicurativo con Generali che a fine maggio 2021 ha lanciato un OPA totalitaria su Cattolica, di cui già deteneva il 24%, per rafforzare la propria posizione nel mercato assicurativo, ma in questa coppia c'è da considerare un terzo elemento, Mediobanca, azionista al 13% di Generali.

Le combinazioni potrebbero essere diverse, ma date le premesse prima descritte è indubbio che la scacchiera su cui operano questi istituti potrebbe essere soggetta a dei cambiamenti, si tratterà sicuramente di operazioni che dovranno essere ben ponderate, ma che impatteranno fortemente sul mercato bancario italiano ed europeo.

# Conclusioni

In questo elaborato di tesi è stata condotta un'analisi sulla fusione tra Intesa Sanpaolo e UBI Banca, sono state esaminate le varie fasi dell'operazione e come questa abbia influenzato il mercato bancario italiano ed europeo.

Nel primo capitolo è stata svolta una prima analisi in merito al contesto economico europeo al termine del 2019, con focus poi su quello italiano, sottolineando le criticità che lo caratterizzavano, in particolar modo con riferimento al sistema bancario. Successivamente è stata ricostruita la sequenza temporale con cui si è sviluppata l'operazione, dal lancio dell'offerta, avvenuta in data 17 febbraio 2020 da parte di Intesa Sanpaolo, all'inizio del periodo di adesione. Sono stati studiati gli aspetti strategici che avevano portato ISP a lanciare l'offerta (tra cui la scelta di UBI Banca) e i diversi scenari che potevano venirsi a creare. Particolare attenzione è stata posta sulla determinazione del rapporto di cambio e sulle metodologie utilizzate. Inoltre, sono stati esaminati gli accordi stipulati con BPER Banca e UnipolSai per far fronte alle possibili criticità Antitrust. In questa parte è stato anche valutato l'impatto che l'offerta aveva suscitato nei mercati, nonché l'influenza che la crisi pandemica ed economica aveva apportato al processo.

Nel secondo capitolo è stato analizzato lo sviluppo del periodo di adesione ed in particolar modo le rimostranze avanzate a più riprese da UBI Banca relativamente all'operazione, nonché la trasformazione da OPS a OPAS. In seguito ai risultati definitivi, dopo cui ha avuto luogo la fase di squeeze out e il delisting delle azioni di UBI Banca, è stato esaminato l'assetto nel nuovo gruppo bancario che si era venuto a creare, in particolar modo la distribuzione territoriale dell'istituto e le fasi di integrazione con le ex-filiali UBI, la modifica dell'accordo con BPER Banca con cui veniva definito con precisione il ramo bancario che sarebbe stato ceduto e quindi il successivo trasferimento delle filiali. Particolare attenzione è stata posta alla nuova configurazione della Divisione Banca dei Territori.

Nel terzo ed ultimo capitolo si è dato rilievo al nuovo panorama bancario italiano fortemente influenzato dalla mossa di Intesa Sanpaolo, la quale, nella storia, ha più volte dato luogo ad operazioni di rilievo, tra cui quella che ha dato origine al gruppo: la fusione tra Banca Intesa e Sanpaolo IMI. In virtù del cambiamento apportato al contesto economico in cui operano gli istituti bancari, è stata poi analizzata la fusione tra Crédit Agricole e Creval. Infine, sono state

esaminate le modifiche che il nuovo gruppo ha apportato al mercato e le possibili mosse che i concorrenti di Intesa Sanpaolo potrebbero realizzare nel prossimo futuro.

Tra Intesa Sanpaolo e UBI Banca si è registrata quindi un'operazione di grande rilievo, che ha portato il gruppo ISP in una posizione da protagonista nel contesto bancario italiano ed europeo. I vantaggi risultanti dalla fusione sono stati molteplici, ma, riavvolgendo il nastro ed analizzando le varie tappe, le cose sarebbero potute andare diversamente?

Intesa Sanpaolo ha probabilmente scelto il timing ideale lanciando l'offerta il giorno in cui UBI presentava il proprio piano industriale, distogliendo l'attenzione del mercato. Per quanto riguarda la tipologia di offerta iniziale (OPS), la scelta di uno scambio di sole azioni portava sicuramente il vantaggio di non dover ricorrere ad un pesante sforzo finanziario, ma soprattutto mostrava agli azionisti di UBI Banca di non volerli semplicemente liquidare, ma portarli in una realtà per loro conveniente, creando i presupposti per un'integrazione più fluida. Presumibilmente, Intesa Sanpaolo era consapevole sin dall'inizio delle possibili criticità che il CdA di UBI avrebbe avanzato, pertanto era già prevista sul piatto la possibilità di integrazione di un corrispettivo in denaro; tuttavia, le tempistiche di tale azione potevano essere diverse. Date le scarse adesioni iniziali e le opposizioni del direttivo UBI, il passaggio da OPS ad OPAS sarebbe eventualmente potuto avvenire prima, soprattutto in considerazione dell'ipotesi che l'OPAS veniva lanciata non al fine di liquidare gli azionisti, ma per portare ad una chiusura. Per di più, c'è un altro fattore da considerare: la composizione dell'azionariato di UBI Banca, con la presenza di patti parasociali che blindavano all'incirca il 30% del capitale sociale; di conseguenza gli azionisti, forti della propria posizione, avevano ribadito la necessità di un aumento dell'offerta. Inoltre, durante il periodo di adesione, il rapporto delle due aziende era aumentato in termini di valore delle azioni, portando il cambio da 1.7 a 1.75, quindi con un premio per UBI, le cui azioni erano leggermente in salita a differenza di quelle di Intesa invece in discesa.

Dall'altra parte la posizione del direttivo UBI era complicata, infatti per la maggior parte degli analisti il miglioramento del rating della banca era avvenuto in virtù dell'offerta presentata, il cui mancato raggiungimento avrebbe potuto portare ad un peggioramento di posizione, con conseguente aumento del costo nell'approvvigionamento del credito. Inoltre, anche l'autorità garante della concorrenza aveva sottolineato che, grazie all'offerta, si sarebbero venute a creare sinergie che avrebbero permesso una riduzione del profilo di rischio del portafoglio creditizio di UBI, smontando la tesi relativa alla possibile creazione di un terzo polo bancario. L'autorità

responsabile della vigilanza non aveva riscontrato evidenze tali da poter ritenere UBI soggetto aggregatore di medie realtà bancarie. Gli alti ranghi della banca difficilmente avrebbero potuto compiere scelte diverse, pur proponendo soluzioni per una migliore redditività ed appellandosi alla condizione Mac, i consigli degli analisti promuovevano la convenienza dell'operazione, influenzando quindi gli azionisti. Per di più, anche in caso di una percentuale di raggiungimento del 50 % + 1 azione, Intesa avrebbe potuto agire nell'assemblea ordinaria, pur non avendo la maggioranza in quella straordinaria, modificando il direttivo nel modo per lei più congeniale.

Concludendo, il dato inconfutabile è che attraverso quest'operazione il panorama bancario italiano è cambiato in maniera significativa; tale evidenza, unita alle condizioni economico-finanziarie che si sono venute a creare nell'ultimo anno, dovrebbe portare i player operanti nel settore ad interrogarsi e, se è il caso, rivedere i propri modelli di business, per far fronte ad un nuovo tipo di concorrenza e alle sfide che ne deriveranno nel prossimo futuro. Morale della favola: meglio una gallina oggi che un uovo domani.

# Bibliografia

- [1] «Banca d'Italia,» [Online]. Available: <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2019/sintesi/index.html>.
- [2] « Standard & Poor,» [Online]. Available: <https://web.archive.org/web/20210311150851/https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/the-world-s-100-largest-banks-2020-57854079>.
- [3] «Banca d'Italia,» [Online]. Available: [https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2019/rel\\_2019.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2019/rel_2019.pdf).
- [4] «Intesa Sanpaolo,» [Online]. Available: [https://group.intesasanpaolo.com/it/investor-relations/comunicati-stampa-price-sensitive/2020/02/20200217\\_cs\\_art-102it](https://group.intesasanpaolo.com/it/investor-relations/comunicati-stampa-price-sensitive/2020/02/20200217_cs_art-102it).
- [5] «Wikipedia,» [Online]. Available: [https://it.wikipedia.org/wiki/Intesa\\_Sanpaolo](https://it.wikipedia.org/wiki/Intesa_Sanpaolo).
- [6] «Wikipedia,» [Online]. Available: [https://it.wikipedia.org/wiki/UBI\\_Banca](https://it.wikipedia.org/wiki/UBI_Banca).
- [7] R. R. M. Sarale, Percorsi di Diritto Commerciale, 2018.
- [8] «CONSOB,» [Online]. Available: —  
[https://www.consob.it/documents/46180/46181/reg\\_consob\\_1999\\_11971.pdf/bd8d1812-6866-473e-8234-c54c75c0363a](https://www.consob.it/documents/46180/46181/reg_consob_1999_11971.pdf/bd8d1812-6866-473e-8234-c54c75c0363a).
- [9] «Borsa Italiana,» [Online]. Available: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-lalente/opa-residuale.htm>.
- [10] «Fitch Ratings,» [Online]. Available: <https://www.fitchratings.com/>.
- [11] «Intesa Sanpaolo,» [Online]. Available:  
<https://group.intesasanpaolo.com/content/dam/portalgroup/repository-documenti/investor-relations/Contenuti/RISORSE/Documenti%20PDF/ubi/Documento%20di%20offerta.pdf>.
- [12] «Intesa Sanpaolo,» [Online]. Available: [https://group.intesasanpaolo.com/it/investor-relations/Disclaimer/ita-geolocal-disclaimer?PREV\\_URL=d45a4da8-2d20-4a77-bf97-0d38cab19536&NEXT\\_URL=41a130a6-830f-41a0-b3bb-a82231880d04](https://group.intesasanpaolo.com/it/investor-relations/Disclaimer/ita-geolocal-disclaimer?PREV_URL=d45a4da8-2d20-4a77-bf97-0d38cab19536&NEXT_URL=41a130a6-830f-41a0-b3bb-a82231880d04).
- [13] «Intesa Sanpaolo,» [Online]. Available: [https://group.intesasanpaolo.com/it/investor-relations/Disclaimer/ubi-ita-geolocal-disclaimer?PREV\\_URL=d45a4da8-2d20-4a77-bf97-0d38cab19536&NEXT\\_URL=bf7a4ce8-8649-4992-bb8a-ea5cc5609fbd](https://group.intesasanpaolo.com/it/investor-relations/Disclaimer/ubi-ita-geolocal-disclaimer?PREV_URL=d45a4da8-2d20-4a77-bf97-0d38cab19536&NEXT_URL=bf7a4ce8-8649-4992-bb8a-ea5cc5609fbd).

- [14 «Intesa Sanpaolo,» [Online]. Available: <https://group.intesasanpaolo.com/it/investor-relations/comunicati-stampa-price-sensitive/2020/03/20200331-cs-cda-it>.
- [15 «Borsa Italiana,» [Online]. Available: <https://www.borsaitaliana.it/borsa/azioni/ftsemib/lista.html>.
- [16 «Banca d'Italia,» [Online]. Available: — [https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/note-covid-19/2020/Scenari\\_impatto\\_COVID\\_19.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/note-covid-19/2020/Scenari_impatto_COVID_19.pdf).
- [17 «Intesa Sanpaolo,» [Online]. Available: <https://group.intesasanpaolo.com/it/investor-relations/comunicati-stampa-price-sensitive/2020/05/20200505-cs-ris-1trim20-it>.
- [18 «Intesa Sanpaolo,» [Online]. Available: [https://group.intesasanpaolo.com/it/investor-relations/Disclaimer/ubi-ita-geolocal-disclaimer?PREV\\_URL=d45a4da8-2d20-4a77-bf97-0d38cab19536&NEXT\\_URL=d02d0f6a-c4ba-4f80-a0f3-65f6304416ed](https://group.intesasanpaolo.com/it/investor-relations/Disclaimer/ubi-ita-geolocal-disclaimer?PREV_URL=d45a4da8-2d20-4a77-bf97-0d38cab19536&NEXT_URL=d02d0f6a-c4ba-4f80-a0f3-65f6304416ed).
- [19 «Intesa Sanpaolo,» [Online]. Available: [https://group.intesasanpaolo.com/it/investor-relations/Disclaimer/ubi-ita-geolocal-disclaimer?PREV\\_URL=d45a4da8-2d20-4a77-bf97-0d38cab19536&NEXT\\_URL=8400b3ab-73e9-465a-adca-365ec79e90da](https://group.intesasanpaolo.com/it/investor-relations/Disclaimer/ubi-ita-geolocal-disclaimer?PREV_URL=d45a4da8-2d20-4a77-bf97-0d38cab19536&NEXT_URL=8400b3ab-73e9-465a-adca-365ec79e90da).
- [20 «Intesa Sanpaolo,» [Online]. Available: [https://group.intesasanpaolo.com/it/investor-relations/Disclaimer/ubi-ita-geolocal-disclaimer?PREV\\_URL=d45a4da8-2d20-4a77-bf97-0d38cab19536&NEXT\\_URL=d932c7c0-54c5-4191-9bc2-97939a8d6187](https://group.intesasanpaolo.com/it/investor-relations/Disclaimer/ubi-ita-geolocal-disclaimer?PREV_URL=d45a4da8-2d20-4a77-bf97-0d38cab19536&NEXT_URL=d932c7c0-54c5-4191-9bc2-97939a8d6187).
- [21 «Ministero della Repubblica Italian,» [Online]. Available: [https://temi.camera.it/leg17/post/la\\_disciplina\\_del\\_golden\\_power\\_quadro\\_normativo.html](https://temi.camera.it/leg17/post/la_disciplina_del_golden_power_quadro_normativo.html).
- [22 «Intesa Sanpaolo,» [Online]. Available: [https://group.intesasanpaolo.com/it/investor-relations/Disclaimer/ubi-ita-geolocal-disclaimer?PREV\\_URL=d45a4da8-2d20-4a77-bf97-0d38cab19536&NEXT\\_URL=d932c7c0-54c5-4191-9bc2-97939a8d6187](https://group.intesasanpaolo.com/it/investor-relations/Disclaimer/ubi-ita-geolocal-disclaimer?PREV_URL=d45a4da8-2d20-4a77-bf97-0d38cab19536&NEXT_URL=d932c7c0-54c5-4191-9bc2-97939a8d6187).
- [23 «UBI Banca,» [Online]. Available: — <https://www.ubibanca.it/pagine/Offerta-Pubblicadi-Scambio-su-azioni-UBI-Banca-Documentazione.aspx>.
- [24 «Intesa Sanpaolo,» [Online]. Available: [https://group.intesasanpaolo.com/it/investor-relations/Disclaimer/ubi-b-ita-geolocal-disclaimer?PREV\\_URL=d45a4da8-2d20-4a77-bf97-0d38cab19536&NEXT\\_URL=3e96c143-91d5-4291-a4f9-1bd61a3e0773](https://group.intesasanpaolo.com/it/investor-relations/Disclaimer/ubi-b-ita-geolocal-disclaimer?PREV_URL=d45a4da8-2d20-4a77-bf97-0d38cab19536&NEXT_URL=3e96c143-91d5-4291-a4f9-1bd61a3e0773).
- [25 «Intesa Sanpaolo,» [Online]. Available: [https://group.intesasanpaolo.com/it/investor-relations/Disclaimer/ubi-b-ita-geolocal-disclaimer?PREV\\_URL=d45a4da8-2d20-4a77-bf97-0d38cab19536&NEXT\\_URL=005a73f3-1158-4f67-a3cc-cdc8325f76](https://group.intesasanpaolo.com/it/investor-relations/Disclaimer/ubi-b-ita-geolocal-disclaimer?PREV_URL=d45a4da8-2d20-4a77-bf97-0d38cab19536&NEXT_URL=005a73f3-1158-4f67-a3cc-cdc8325f76).
- [26 «Intesa Sanpaolo,» [Online]. Available: [https://group.intesasanpaolo.com/it/investor-relations/Disclaimer/ubi-b-ita-geolocal-disclaimer?PREV\\_URL=d45a4da8-2d20-4a77-bf97-0d38cab19536&NEXT\\_URL=d7da5a39-a084-4e9c-9497-b82dafef0433](https://group.intesasanpaolo.com/it/investor-relations/Disclaimer/ubi-b-ita-geolocal-disclaimer?PREV_URL=d45a4da8-2d20-4a77-bf97-0d38cab19536&NEXT_URL=d7da5a39-a084-4e9c-9497-b82dafef0433).

- [27 «Intesa Sanpaolo,» [Online]. Available: [https://group.intesasanpaolo.com/it/investor-relations/Disclaimer/ubi-b-ita-geolocal-disclaimer?PREV\\_URL=d45a4da8-2d20-4a77-bf97-0d38cab19536&NEXT\\_URL=b7bfed05-4419-4085-823f-d2f6460ffdf3](https://group.intesasanpaolo.com/it/investor-relations/Disclaimer/ubi-b-ita-geolocal-disclaimer?PREV_URL=d45a4da8-2d20-4a77-bf97-0d38cab19536&NEXT_URL=b7bfed05-4419-4085-823f-d2f6460ffdf3).
- [28 «Intesa Sanpaolo,» [Online]. Available: <https://group.intesasanpaolo.com/it/investor-relations/comunicati-stampa-price-sensitive/2020/10/20201001-pc-ris-def-it>.
- [29 «Intesa Sanpaolo,» [Online]. Available: <https://group.intesasanpaolo.com/it/investor-relations/comunicati-stampa-price-sensitive/2020/08/20200805-bper-it>.
- [30 «Intesa Sanpaolo,» [Online]. Available: <https://group.intesasanpaolo.com/it/sala-stampa/comunicati-stampa/2021/02/intesa-sanpaolo-rafforza-la-banca-dei-territori--quattro-nuove-d>.
- [31 «Borsa Italiana,» [Online]. Available: —  
] <https://www.borsaitaliana.it/borsa/azioni/elenco-completo-documenti-societari.html?isin=IT0000072618&lang=it&page=47>.
- [32 «Crédit Agricole,» [Online]. Available: <https://opacreval.credit-agricole.it/comunicati-stampa/>.
- [33 «Intesa Sanpaolo,» [Online]. Available: <https://group.intesasanpaolo.com/it/chi-siamo>.  
]