

Dissoi Lògoi, informativa al mercato e interessi degli azionisti. Il caso dell'OPAS di Intesa San Paolo su UBI Banca

di MICHELE RUTIGLIANO

I flussi informativi da entrambe le Parti destinati agli azionisti di UBI, ma anche a quelli di ISP e più in generale al mercato, sono risultati non sufficientemente dettagliati per consentire di apprezzare l'Offerta e quindi di valutare autonomamente le condizioni proposte. In particolare, le valutazioni sottese alla definizione dei rapporti di scambio proposti da ISP, prima e dopo l'integrazione dell'Offerta con il corrispettivo monetario, non sono state rappresentate in dettaglio. Come pure non sono state precisate analiticamente le valutazioni di UBI secondo le quali i rapporti di scambio dovevano essere ritenuti inadeguati. Tutte le opinion emesse dai vari soggetti terzi che sono stati incaricati dalle due banche nel corso dello sviluppo dell'opera-

zione sono risultate prive di informazioni realmente utili per le relative autonome decisioni da parte degli azionisti, poiché hanno esposto le conclusioni peritali senza dettagliare i processi estimativi che le hanno determinate. Una dialettica, quindi, in parte "a carte coperte", nell'ambito della quale le Parti hanno potuto affermare quello che risultava utile per confermare o negare la convenienza dell'operazione per gli azionisti di UBI, senza la possibilità di un contraddittorio documentato. L'autore conclude ritenendo che ci siano buoni motivi per richiedere, nelle future operazioni della specie, maggiori e migliori evidenze da portare all'attenzione di tutti i soggetti interessati, e particolarmente degli azionisti a tutela soltanto dei loro interessi.

1. Premessa

Le considerazioni svolte in questo scritto hanno per oggetto le informazioni fornite al mercato da Intesa San Paolo (ISP, o l'Offerente) e da UBI Banca (UBI o l'Emittente) relative all'Offerta Pubblica di Scambio non concordata (c.d. "ostile") promossa da ISP sul 100% delle azioni di UBI e annunciata il 14 febbraio 2020.² In particolare, le informazioni relative alle valutazioni proposte, sia quelle sottese alla stima del valore delle azioni ordinarie di UBI oggetto di possibile conferimento in natura nell'ambito dell'OPS, sia quelle resesi necessarie per proporre da parte di ISP il rapporto di scambio agli azionisti di UBI e per verificare da parte di UBI e dei suoi azionisti l'adeguatezza di tale rapporto. Oltre alle informazioni sopra richiamate saranno svolti alcuni commenti più in generale sulla dialettica che si è sviluppata tra Offerente ed Emittente in merito, rispettivamente, alle ragioni di convenienza dell'adesione all'OPS, da un lato, e alle criticità dell'operazione per l'azionista di UBI e quindi alla inadeguatezza del rapporto di scambio proposto, d'altro lato.

¹ Il termine "ostile" risulta improprio, l'OPS essendo rivolta agli azionisti dell'Emittente, che hanno piena facoltà di decidere se aderire o no all'offerta.

² Offerta pubblica di acquisto e scambio volontaria totalitaria promossa dall'Offerente, ai sensi e per gli effetti degli articoli 102 e 106, comma 4, del D.Lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998, come successivamente modificato ("TUF"), nonché delle applicabili disposizioni di attuazione contenute nel regolamento approvato da CONSOB con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999, come successivamente modificato ("Regolamento Emittenti"). L'offerta ha avuto per oggetto anche l'acquisto e scambio di Azioni UBI riservata a "qualified institutional buyers", come definiti ai sensi della Rule 144A di cui allo U.S. Securities Act, che l'Offerente ha effettuato negli Stati Uniti ("Private Placement").

Anticipando le conclusioni, evidenzio che il flusso informativo destinato agli azionisti di UBI, ma anche a quelli di ISP e più in generale al mercato, è risultato a mio parere non sufficientemente dettagliato per consentire di apprezzare l'offerta e quindi di valutare autonomamente il potenziale di creazione di valore dichiarato dall'Offerente, o di distruzione di valore evidenziato dall'Emittente. Non si vuole qui affermare che da entrambe le Parti non sia stata rispettata la normativa di riferimento inerente alle informazioni da produrre per il mercato in una OPS, tematica eventualmente più di interesse per il giurista e comunque da escludersi, in quanto l'operazione è stata attentamente monitorata dall'Autorità di vigilanza per quanto di competenza.³ Piuttosto – secondo una prospettiva di analisi economico-aziendale e finanziaria e in considerazione della dialettica serrata fra le parti che richiama però i *dissoi λόγοι* delle scuole di retorica dell'antica Grecia⁴ – si vorrà valutare criticamente la completezza delle informazioni diffuse in particolare sulle stime che avrebbero dovuto guidare le decisioni degli azionisti di UBI. Auspico comunque che ulteriori riflessioni in punto di diritto possano essere stimulate, a beneficio di una maggiore *disclosure* nell'interesse del mercato in occasione di future operazioni, anche al fine di ridurre il potenziale rischio che la valutazione dell'offerta proposta e illustrata dalle Parti agli *stakeholders* possa risultare in una certa misura influenzata dagli interessi degli Organi di governance e del Management delle due entità, ponendo in secondo piano quelli del mercato.

Aggiungo che non si vorrà sostenere che i flussi informativi inerenti all'operazione in oggetto siano risultati per qualità e quantità inferiori a quelli forniti in altre analoghe operazioni, formulando così una valutazione comparativa. Interessa qui, invece, discutere sulla completezza delle informazioni rese disponibili nel caso in esame, anche qualora queste siano ritenute in linea con l'interpretazione corrente delle norme di riferimento e con la prassi in operazioni della specie.

Le analisi e le considerazioni svolte considerano documenti pubblici e circostanze note fino alla data del 5 agosto 2020. Il 3 agosto ISP ha comunicato i risultati definitivi dell'Offerta.⁵

2. La Relazione ex art. 2343-ter, lettera b) del Codice civile

ISP ha dato incarico a PricewaterhouseCoopers Advisory SpA (PwC o l'Esperto) di rilasciare la relazione ex art. 2343-ter lettera b) del Codice civile relativamente al *fair value* delle azioni ordinarie di UBI. Si tratta evidentemente di un passaggio importante nell'ambito della complessiva procedura, poiché le azioni di successiva emissione da parte di ISP (l'aumento di capitale) al servizio dell'OPS non sarebbero state emesse a un prezzo superiore al

³ Tra le norme rilevanti nel caso di offerte pubbliche di acquisto e di scambio si ricorda l'art. 104 del TUF ("Difese") che sancisce la c.d. passivity rule, secondo la quale "le società italiane quotate i cui titoli sono oggetto dell'offerta si astengono dal compiere atti od operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta." In merito si è sviluppata una accesa dialettica fra le parti nel corso dell'Offerta, i cui opposti argomenti non sono oggetto di commento in questa sede.

⁴ *Δισσοὶ λόγοι*, in greco antico, "argomentazioni in contrasto" o "ragionamenti duplici", che pongono in contrapposizione tesi ed antitesi. Opera incompleta attribuita a un autore anonimo, maestro di retorica di origine dorica, presumibilmente intorno alla metà del V secolo a.C., trasmessa in coda agli scritti di Sesto Empirico, filosofo greco scettico vissuto tra il II e il III secolo d.C. Si ritiene che si tratti di uno scritto predisposto da un sofista per la sua didattica scolastica. Nell'antica Grecia i *Dissoi Lógoi* erano esercizi retorici volti a sostenere opposte tesi con argomentazioni in cui affermazione e negazione nelle diverse "dispute" si succedevano l'una all'altra. Potremmo dire, liberamente ispirandoci, che oggi assistiamo a *Dissoi Lógoi* in molte situazioni, dove il contenzioso non mira a disvelare una verità, posto che esista, bensì a sottoporre dialetticamente convincenti prove, o presunte tali, a favore o contro, con un prolungato scambio di "argomentazioni in contrasto". In proposito, di recente: Stefano Maso, *Dissoi Lógoi*, Edizioni di Storia e Letteratura, Roma, 2018.

⁵ Non viene qui specificamente esaminata la Presentazione di ISP al mercato, in formato slide, in data 18 febbraio 2020: "Accrescere la creazione di valore da Leader europeo rafforzando il proprio ruolo per l'Italia", non particolarmente rilevante rispetto agli specifici obiettivi di queste note. La Presentazione non contiene informazioni di maggior dettaglio rispetto a quelle che si ritrovano nei documenti successivamente diffusi da ISP.

valore minimo della forchetta di valori stimato dall'Esperto, anche nel caso di un prezzo di mercato dell'azione ISP, al momento dell'esecuzione dell'aumento di capitale, superiore al valore stimato. Si tratta di una norma, ben nota, volta a tutelare gli azionisti di ISP contro l'eventualità di una diluizione a seguito di un aumento di capitale di importo superiore al valore dei conferimenti in natura (le azioni di UBI offerte in adesione). Risulta quindi coerente con gli specifici obiettivi della stima del valore di acquisizione di UBI da parte dell'Esperto una valutazione caratterizzata da profili di "prudenza", pur nell'ambito di una stima che eventualmente, come nel caso che ci occupa, valorizzi un premio di controllo. Ai nuovi soci che aderiscano all'OPS interessa tuttavia il rapporto di scambio che deriva da una valutazione relativa delle due entità, la quale dovrebbe trovare – quanto alla valutazione di UBI – punti di coerenza con le stime dell'Esperto. In pratica le valutazioni sottese al rapporto di scambio proposto non sono sempre oggetto di esplicita comunicazione al mercato, e non sono state rappresentate nel caso in esame agli azionisti di UBI. Ma di ciò si dirà più avanti.

Quanto alle stime dell'Esperto, PwC ha emesso tre Relazioni: in data 13 marzo 2020 una prima Relazione secondo uno scenario *ex dividend*, in data 31 marzo 2020 un Addendum secondo uno scenario *cum dividend*, in considerazione della sospensione del pagamento del dividendo a seguito della raccomandazione della BCE, infine in data 15 giugno 2020 una nuova Relazione per tenere conto delle informazioni economiche e patrimoniali di UBI relative al primo trimestre comunicate al mercato. Facendo riferimento a quest'ultima Relazione, che consta di n. 26 pagine e che può considerarsi l'ultima e "definitiva" ex art. 2343-ter lettera b) c.c., si osserva che, dopo premesse e *disclaimer*, dati di bilancio già noti e previsioni dei principali dati economico-patrimoniali di fonte UBI pubblicamente disponibili, la stima del *fair value* delle azioni dell'Emittente inizia in realtà a pag. 18, con una premessa di carattere generale, la scelta dei metodi di valutazione, la descrizione sintetica e teorica (non l'applicazione in concreto) di quei metodi fino a pag. 25, dove finalmente leggiamo la "Sintesi dei risultati rivenienti dall'applicazione delle metodologie di valutazione":

"A seguito dell'applicazione delle metodologie di valutazione selezionate, l'intervallo di valori per azione dell'Emittente (cum dividend, e incluso il premio di controllo) è compreso tra euro 3,577 e euro 4,406. Pertanto, si conferma – come già espresso nella relazione del 31 marzo 2020 – che il fair value di UBI Banca, riferito a ciascuna azione di quest'ultima non è inferiore a euro 3,577 (cum dividend e incluso il premio di controllo)." Seguono poche righe di conclusioni a pag. 26, che non contengono ulteriori informazioni. Quanto ai metodi di valutazione utilizzati da PwC, sono preceduti da una premessa ove si legge:

"... se è generalmente accettato che le stime ai fini di Conferimento siano ispirate al principio di prudenza, badando soprattutto all'accertamento dei valori in atto, e limitando il riconoscimento di componenti di carattere potenziale, nell'ambito di offerte pubbliche di scambio la prudenza deve tenere conto del fatto che il Conferimento ha luogo solo se il corrispettivo offerto è giudicato conveniente da entrambe le parti (offerente/conferitaria e azionisti/conferenti)".

Si tratta a mio parere di un'affermazione non condivisibile, non essendo richiesto all'Esperto ex art. 2343-ter lettera b) c.c. di ricercare un equilibrio, nella stima dei valori, tra gli interessi delle parti affinché l'operazione possa andare a buon fine. Peraltro, applicando i vari metodi di valutazione, non risulta esplicito l'effetto sulle stime presentate di tale ricerca della "convenienza", valutata soggettivamente da PwC nel suo ruolo di esperto chiamato a esprimere un parere autonomo e indipendente.

PwC ha dichiarato di avere utilizzato i seguenti metodi per la valutazione dell'*equity* di UBI:

- il metodo delle Quotazioni di Borsa;
- il metodo dei Multipli di Borsa;
- il metodo dell'Analisi di Regressione;

- il metodo dei *Target Price*;
- il metodo del *Dividend Discount Model* nella variante *Excess Capital* (DDM).⁶

L'applicazione del metodo delle Quotazioni Borsa ha considerato la media dei prezzi di chiusura delle azioni UBI nell'ultimo mese e negli ultimi tre mesi antecedenti la data del 17 febbraio 2020, data della comunicazione al mercato dell'Offerta. Non viene esposto il risultato di questi conteggi, come pure non viene esposta la maggiorazione apportata a titolo di premio di controllo; a quest'ultimo proposito, in premessa era stato chiarito da PwC che tale premio – in mancanza di precisazioni, parrebbe nell'applicazione dei diversi metodi – è stato “*quantificato sulla base di evidenze empiriche di operazioni similari e di studi desunti dalla dottrina*”.

Premesso che la dottrina non può proporsi di quantificare un congruo premio di controllo applicabile in via generale alle diverse fattispecie e che soltanto può farsi riferimento, discutibilmente, ad alcune evidenze empiriche, la migliore dottrina propone invece un diverso approccio, i cui risultati devono riflettere le specificità dell'operazione di acquisizione, non potendosi attribuire un premio in misura standardizzata, se del caso corretto soggettivamente per tener conto di fattori congiunturali e di mercato⁷. Il tema meriterebbe una ben più ampia trattazione; qui sia sufficiente sottolineare che l'Esperto ex art. 2343-ter c.c. nella fattispecie è stato incaricato dal CdA di ISP, che avrebbe potuto fornire elementi per una valutazione più mirata, vagliata nella sua ragionevolezza dallo stesso Esperto.

Quanto al metodo dei Multipli di Borsa, non viene enunciata la selezione delle società comparabili, mentre viene chiarito che l'intervallo temporale di riferimento è dato dalla media dei prezzi di borsa degli ultimi quattro mesi e degli ultimi sei mesi anteriori alla data di emissione della Relazione. Il multiplo utilizzato è il Prezzo/Utili netti previsionali (P/E), applicato sull'utile netto atteso di pertinenza del Gruppo UBI Banca al 2022 desunto dal Consensus degli analisti.

Non è precisato quali siano gli analisti presi in considerazione, quali siano le stime dei diversi analisti sull'utile al 2022, come siano ponderati i risultati ottenuti. Non viene richiamato anche relativamente a questo metodo l'eventuale premio di controllo applicato. Con il metodo dell'Analisi di Regressione (o *Value Map*) si cerca una relazione “significativa” tra un indicatore di redditività attesa per un campione di società comparabili (nella fattispecie, *Return on Average Tangible Equity*, ROATE) e un multiplo di borsa (nella fattispecie, *Prezzo/Tangible Book Value*, P/TBV). PwC ha poi applicato i parametri della relazione individuata al ROATE atteso al 2022 e al TBV atteso al 2021 di UBI al fine di stimare l'*equity value* teorico.

Gli intervalli temporali considerati ai fini delle stime sono gli stessi di cui si è detto a proposito del metodo dei Multipli di Borsa. Anche in questo caso, non sono noti il campione di riferimento, i relativi indicatori ROATE e TBV, il tipo di regressione utilizzata, i risultati della regressione, l'eventuale rilevanza del premio di controllo nell'applicazione del metodo.

Il metodo dei *Target Price* ha considerato gli studi di case di investimento pubblicati dopo la divulgazione dei dati di consuntivo al 31 dicembre 2019 fino alla data di emissione della

⁶ Per un approfondimento sui metodi di valutazione, si rinvia a: M. RUTIGLIANO, *La valutazione delle banche e dei gruppi bancari*, in M. RUTIGLIANO (a cura di), *La valutazione delle banche e degli altri intermediari finanziari*, Egea, Milano, 2018.

⁷ “Il valore del controllo è dato dalla differenza tra il valore dello status quo di un'impresa e il valore della stessa nel caso in cui sia condotta in modo ottimale”. Pertanto: i) il valore del controllo varia da impresa a impresa; ii) non esiste la regola di approssimazione per il premio del controllo; iii) il valore del controllo potrebbe variare in relazione al motivo per cui un'impresa ottiene scarsi risultati; iv) il premio del controllo dovrebbe essere funzione della facilità con cui sono realizzati i cambiamenti nel modo di gestire. Cfr. A. DAMODARAN, *Valutazione delle aziende*, Apogeo, 2006, pp.493-94.

Il premio di controllo non va confuso con le sinergie stimate derivanti dall'acquisizione e d'altra parte, come per le sinergie, non va riconosciuto interamente alla controparte nel prezzo offerto, onde non perderne di fatto il beneficio.

Relazione dell'Esperto. Non sono precisati gli studi ai quali si è fatto riferimento, i Target Price ivi indicati e le relative date di riferimento.

Infine, il metodo DDM nella variante *Excess Capital*. Si tratta notoriamente di un metodo analitico, volto alla stima del valore “fondamentale” dell’oggetto dell’acquisizione. Ha richiesto: i) l’identificazione dei flussi economici futuri e dell’arco temporale di riferimento, nella fattispecie, per il periodo 2020-2023, le previsioni economiche e patrimoniali di consensus degli analisti, nonché l’indicazione del livello minimo di patrimonializzazione (CET1 *Ratio Target*) desunto dal campione di banche comparabili al 31 marzo 2020; ii) la stima del tasso di attualizzazione sulla base del CAPM (sono precisati il *risk free rate*, il Beta, il premio al rischio e un addendo per rischio realizzativo rispetto ai risultati attesi dagli analisti, che conducono ad un tasso di attualizzazione K_e del 10,2%); iii) il calcolo del *Terminal Value* (TV), mediante la formula di Gordon, considerando un tasso di crescita dello 0,7% e un K_e ancora pari a 10,2%.

Non è rappresentata la concreta applicazione del modello di calcolo secondo il DDM, quali flussi sono stimati per il periodo di previsione esplicita, quale flusso normalizzato per la stima del TV, come è stato stimato il Beta sulla base del campione di banche italiane ed europee comparabili, come sono stati stimati il premio al rischio di mercato e l’addendo per rischio realizzativo.

Non viene infine spiegato come ha contribuito ai diversi valori stimati il premio di controllo, in che misura si sia tenuto conto che il corrispettivo offerto – secondo PwC - deve essere giudicato conveniente da entrambe le parti, come i risultati derivanti dall’applicazione dei diversi metodi siano stati utilizzati, mediati e ponderati per giungere alla definizione della forchetta di valori conclusivamente proposta.

In conclusione, la Relazione dell'Esperto indipendente ex art. 2343-ter, lettera b) del Codice civile costituisce una *black box* che non consente in alcun modo agli azionisti di ISP e di UBI, e al mercato nel suo complesso, di valutare e apprezzare il lavoro svolto. E non rileva, sotto questo profilo, che la Relazione sia stata eventualmente presentata al CdA di ISP con tutte le informazioni di cui è carente il documento reso pubblicamente disponibile, né che lo schema e i contenuti proposti siano eventualmente divenuti uno *standard* nelle relazioni ai quei fini.⁸

La Relazione prevista dalla legge, quale alternativa rispetto a quella di cui all’articolo 2343, primo comma, è richiesta nella fattispecie dal Consiglio di amministrazione di ISP, ma è nell’interesse diretto dei suoi soci, indirettamente dei soci di UBI e più in generale di tutti gli *stakeholder* e del mercato, i quali non hanno modo di valutare la conformità della valutazione, come richiesto dalla legge, “*ai principi e criteri generalmente riconosciuti per la valutazione dei beni oggetto del conferimento ...*”, oltre a quanto genericamente dichiarato nella Relazione. Per quanto riguarda gli azionisti di ISP, va rimarcato che l’Assemblea straordinaria in data 27 aprile 2020 (dopo il rilascio dei pareri dell’Esperto del 13 e del 31 marzo) ha attribuito al Consiglio di amministrazione delega a deliberare entro il 31 dicembre 2020 l’aumento di capitale a servizio dell’OPS.

Corre l’obbligo di chiedersi, ma non vi è una risposta in queste note, per quale ragione le analisi svolte dall’Esperto ex art. 2343-ter lettera b) c.c., in questa e altre operazioni della specie quindi il riferimento è certamente più in generale a certe prassi operative dei diversi

⁸ Va peraltro rimarcato che i PIV 2015 (Principi Italiani di Valutazione) proposti dall’OIV (Organismo Italiano di Valutazione) forniscono una linea guida anche con riferimento alle c.d. “Valutazioni legali”, quale è quella qui in oggetto. Si richiama, tra gli altri, il Principio IV.2.5, p. 305, che recita: “*L’esperto deve essere consapevole che gli organi amministrativi della società o soggetti terzi debbono essere in grado di seguire tutti gli sviluppi del processo valutativo e di riprodurre i calcoli effettuati nelle stime. La relazione di valutazione deve fornire tutti gli elementi che consentano di apprezzare la base informativa utilizzata, le scelte di metodi e criteri di valutazione, il peso attribuito ai risultati di ciascun metodo, il risultato finale.*”

advisor, non siano sempre adeguatamente e analiticamente rappresentate nella Relazione. Di fatto in tal modo potrebbero ritenersi ridotte le responsabilità, anche verso i terzi, e la possibilità di risultare oggetto di commenti critici – giustificati o pretestuosi – sui singoli passaggi del processo estimativo. Oppure lo stesso committente della perizia potrebbe ritenere preferibile che siano sostanzialmente esposte le sole conclusioni.

3. Il rapporto di scambio azionario offerto da ISP agli azionisti di UBI

Il rapporto di scambio offerto è di 1,7 azioni di ISP per una azione di UBI, ottenuto anche grazie alla consulenza dell'*advisor* Mediobanca. Quindi, in ipotesi di adesione all'OPS del 100% delle azioni UBI, ISP avrebbe emesso n. 1.945.284.755 azioni contro n. 1.144.285.146 azioni UBI. Sulla base del prezzo ufficiale delle azioni ISP alla chiusura del 14 febbraio 2020⁹ (euro 2,502), il rapporto di scambio ha valorizzato l'azione UBI euro 4,254. Secondo quanto dichiarato da ISP, tenuto conto del prezzo dell'azione UBI lo stesso giorno e della media aritmetica ponderata per i volumi scambiati dei prezzi ufficiali in periodi precedenti specificati, il rapporto di scambio ha incorporato premi a favore dell'azionista UBI compresi tra il 27,6%¹⁰ e il 38,6%.

A questo proposito si annota incidentalmente che il premio suddetto, a parità di altre condizioni, tende in pratica a subire successivamente variazioni che riflettono la probabilità stimata dal mercato di successo o insuccesso dell'offerta. Se perlopiù si ritiene che l'OPS potrà avere successo, il mercato tenderà ad allineare le quotazioni ISP e UBI sulla base del rapporto di scambio, riducendo il premio implicito fino eventualmente a pressoché azzerarlo, al netto di costi di transazione. Viceversa nel caso in cui non si ritenga altamente probabile il successo dell'offerta; in tal caso i due prezzi mostreranno andamenti relativamente indipendenti, compatibilmente con le ordinarie correlazioni tra le dinamiche dei prezzi di borsa delle azioni del comparto bancario e più in generale con l'andamento delle quotazioni del mercato nel suo complesso.

ISP ha dichiarato che il rapporto di scambio è stato stimato – con il supporto dell'*advisor* - valutando Offerente ed Emittente mediante diversi metodi di valutazione, di fatto gli stessi utilizzati dall'Esperto ex art. 2343-ter c.c. per la valutazione del solo Emittente, precisando che il metodo dei *Target Price* e del DDM¹¹ hanno svolto la funzione di metodi di controllo.¹² Sulla base delle suddette valutazioni, ISP ha determinato i seguenti *range* di sintesi per i rapporti di scambio, dopo avere tenuto conto della sospensione della distribuzione del dividendo:

- Scenario base (partecipazione complessiva nel capitale dell'Emittente del 50% + 1 azione): 1,511-1,728,
- Scenario teorico (partecipazione complessiva nel capitale dell'Emittente del 100%): 1,511-2,008,

⁹ Ultimo giorno di Borsa aperta prima dell'annuncio del 17 febbraio.

¹⁰ I prezzi ufficiali delle azioni di ISP e UBI il 14/02/2020 sono stati rispettivamente euro 2,502 e 3,333. Il rapporto di scambio teorico alla data era quindi pari a $3,333/2,502 = 1,332$. Poiché l'Offerta ha previsto un rapporto di scambio di 1,7, il premio alla stessa data è risultato pari a: $1,7/1,332 - 1 \approx 27,6\%$.

¹¹ Nel Documento di offerta si legge, si ritiene con riferimento al DDM: "...ove rilevante ai fini dell'applicazione dei metodi di valutazione, le proiezioni relative all'andamento economico e patrimoniale futuro utilizzate per l'Offerente e per l'Emittente sono state desunte sulla base delle stime fornite dagli analisti di ricerca". Ciò a causa della mancanza di piani aggiornati o dettagliati comunicati al mercato dalle due entità. In tal modo si è peraltro voluto sottolineare una omogeneità, sotto questo profilo, della base informativa di riferimento relativa ai due gruppi. Com'è noto, nel caso di banche e/o gruppi sostanzialmente universali, in quanto attivi in una pluralità di business finanziari eterogenei, è frequente, anche da parte degli analisti, l'utilizzo del metodo della "somma delle parti", che tiene conto correttamente delle specificità dei diversi segmenti operativi sotto il profilo della formazione dei risultati, dei rischi e degli assorbimenti di capitale. Nella fattispecie non è noto se le proiezioni degli analisti utilizzate da ISP e dal suo *advisor* sono state sviluppate con riferimento ai vari settori, o soltanto a livello complessivo.

¹² In questo caso è precisata la composizione del campione delle banche comparabili, italiane ed europee.

ritenendo infine congruo il rapporto offerto di 1,7.¹³

Nel Documento di offerta diffuso da ISP il 26 giugno 2020 sono riportate informazioni sui metodi di valutazione e sui risultati, in particolare nel § E: “*Corrispettivo unitario per gli strumenti finanziari e sua giustificazione.*” La valutazione delle due entità, secondo quanto è stato precisato, è stata effettuata su base individuale (*stand alone*), tenendo tuttavia conto delle specificità dell’Offerta. Si segnala qui in particolare che si è voluto tenere conto: i) della creazione di valore, incluse le sinergie realizzabili secondo le tempistiche attese¹⁴; ii) dei diversi profili di rischio del *business*, in termini di qualità degli attivi di UBI e di sostenibilità prospettica del *business model*; iii) della possibilità di creare valore per gli azionisti di entrambe le entità¹⁵; iv) del premio implicito nel rapporto di scambio azionario che si è voluto riconoscere rispetto al prezzo ufficiale delle azioni di UBI alla data del 14 febbraio 2020.

Il rapporto di scambio offerto non è quindi definitivamente basato sulle valutazioni *stand alone* delle due entità, le quali hanno rappresentato il primo passaggio del processo estimativo effettuato con i diversi metodi utilizzati, bensì, comprensibilmente, su valori corretti rispetto all’obiettivo, che, pensando in particolare al profilo di cui al punto iv), sembra essere stato quello di proporre un premio implicito che potesse risultare di interesse per gli azionisti di UBI con l’evidenza dei premi sopra richiamati, non penalizzando i soci di ISP. Non sono tuttavia esplicitate le diverse valutazioni delle due entità che hanno generato la gamma dei rapporti di scambio esposta nel Documento di offerta, che presenta un minimo di 1,207 (metodo DDM) e un massimo di 2,252 (regressione lineare e multipli di mercato) nello Scenario base; un minimo ancora di 1,207 (metodo DDM) e un massimo di 2,651 (regressione lineare e multipli di mercato) nello Scenario teorico. Non è noto quindi il criterio secondo il quale sono stati integrati i valori di ISP rispetto al valore *stand alone* e come sono stati concretamente applicati i metodi enunciati. Gli *stakeholder* interessati all’operazione, innanzitutto gli azionisti di UBI, ma anche quanto meno gli azionisti di ISP e gli analisti, non hanno la possibilità di valutare lo sviluppo del processo estimativo per le rispettive considerazioni di merito. Ed è evidente che nel caso di un’OPS, ancor più che in un’OPA, l’interesse per i valori stimati è massimo.

Nel Documento di offerta si evidenzia che il Consiglio di amministrazione di ISP ha richiesto a KPMG, soggetto incaricato del controllo contabile, l’emissione di una Relazione volontaria sui metodi utilizzati per la determinazione del rapporto di scambio, poi rilasciata in data 26 marzo 2020. KPMG ha precisato nella sua Relazione di non avere effettuato una valutazione economica delle società coinvolte nell’OPS e che tale valutazione è stata svolta esclusivamente dal Consiglio di Amministrazione di ISP con il supporto dell’Advisor. Ha dichiarato, nella sua Relazione di otto pagine, di avere svolto le necessarie procedure - coerenti con il principio ISAE 3000 *revised* per incarichi che consistono in un *limited assurance engagement* ed elencate in apposito paragrafo - senza dettagliare l’attività concretamente svolta e soltanto dichiarando conclusivamente che “... *non sono pervenuti alla nostra attenzione elementi che ci facciano ritenere che i Metodi di valutazione adottati dal Consiglio di Amministrazione di*

¹³ I maggiori rapporti di scambio stimati per lo scenario teorico (estremi superiori dei *range* sulla base dei diversi metodi), secondo quanto precisato da ISP, prevedono il completo riconoscimento della creazione di valore in relazione all’operazione attribuita interamente agli azionisti dell’Emittente, ovvero senza alcuna attribuzione agli azionisti dell’Offerente.

¹⁴ In altro punto del medesimo paragrafo ISP ha però segnalato, tra le principali limitazioni e difficoltà della valutazione, la limitatezza delle informazioni per l’identificazione e la stima delle sinergie, dei costi di ristrutturazione e delle rettifiche di valore addizionali sul portafoglio dei crediti deteriorati dell’Emittente. In nessun caso si fa riferimento a un premio di controllo, forse in quanto detto premio implicherebbe il riconoscimento di migliori capacità manageriali in ISP rispetto a UBI, il che sarebbe risultato ben poco gradito alla controparte, destinataria invece di dichiarazioni di apprezzamento sotto questo profilo.

¹⁵ Si può forse ritenere che ISP abbia voluto sottolineare che la creazione di valore connessa alle sinergie è stata pro-quota riconosciuta agli azionisti di entrambe le entità.

Intesa San Paolo S.p.A. ... non siano adeguati, in quanto ragionevoli e non arbitrari nel caso di specie, e che gli stessi non siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del Rapporto di Scambio ...”.

Si tratta quindi di una Relazione volta a confortare circa la congruità del rapporto di scambio, ma non verificabile rispetto alle analisi svolte da KPMG per giungere alla conclusione richiamata.¹⁶ Una Relazione volontaria “di parte”, facilmente contestabile nelle conclusioni sulla base di valutazioni alternative di controparte, peraltro, come si vedrà, altrettanto “opache” rispetto al concreto svolgimento delle stime di un diverso rapporto di scambio, volto a sottolineare l’inadeguatezza del rapporto offerto da ISP.

Il Documento di offerta rappresenta successivamente in distinti paragrafi la “Valorizzazione monetaria del corrispettivo” e il “Controvalore complessivo dell’offerta”. In particolare, ricordo qui il “Valore monetario unitario di mercato del corrispettivo antecedente la data del documento di offerta” (25 giugno 2020) pari al prezzo dell’azione ISP a quella data moltiplicato per il rapporto di scambio:

euro 1,669 x 1,7 = euro 2,837, che rappresenta, appunto, a fini meramente illustrativi, il valore attribuito all’azione UBI ai fini dell’OPS.

Si noti che i prezzi ufficiali dell’azione UBI il 25 e il 26 giugno 2020 sono stati rispettivamente 2,841 e 2,885. Il premio ipotizzato inizialmente è sostanzialmente venuto meno a quella data, al netto di costi di transazione, a causa dell’allineamento dei prezzi delle due azioni in considerazione del rapporto fisso di scambio.¹⁷

Tenuto conto del valore monetario unitario, il controvalore complessivo dell’offerta ammontava, alla stessa data e in ipotesi di adesione integrale da parte degli azionisti UBI, a: n.1.144.285.146 azioni UBI x 2,837 = euro 3.246.336.959, che rappresenta, sempre a fini illustrativi, l’importo in euro riconosciuto alla totalità degli azionisti UBI ai prezzi dell’azione ISP antecedente la data del documento di offerta, indicativo dell’importo teorico dell’aumento di capitale al servizio dell’OPS e ovviamente del valore complessivo implicito attribuito all’equity di UBI¹⁸.

In merito al rapporto di scambio viene alla mente una domanda, se l’offerta debba tener conto principalmente del valore intrinseco, fondamentale, delle due entità, oppure dei prezzi di borsa. Trattandosi di due società quotate, e l’offerta essendo rivolta al mercato nel suo complesso, quindi anche all’insieme di piccoli e grandi risparmiatori/investitori estranei ai gruppi di controllo (ai patti di sindacato nella fattispecie), è ragionevole che il premio implicito per gli azionisti UBI alla data che precede quella di comunicazione dell’offerta possa costituire un importante argomento ai fini delle successive decisioni di

¹⁶ Anche in questo caso, come per la Relazione dell’Esperto ex art. 2343-ter c.c., non risulta a mio parere sufficiente richiamare una prassi circa i contenuti di relazioni della specie. Essendo di fatto indirizzata quanto meno agli azionisti delle due entità, che devono trarre conforto dai risultati delle verifiche svolte, non sarebbe irragionevole attendersi contenuti di maggior dettaglio.

¹⁷ Il tendenziale allineamento è anche il risultato di un’attività di arbitraggio che comporta la vendita di azioni ISP in portafoglio e l’acquisto di azioni UBI da portare in adesione all’OPS in base al rapporto di scambio azionario di 1,7 (+0,57 cash, dopo la decisione di ISP incrementare il corrispettivo).

Secondo notizie di stampa riferite alla giornata del 22 luglio 2020, ma ovviamente l’operatività degli arbitraggisti si sviluppa quotidianamente in presenza di opportunità in tal senso, l’attività avrebbe fruttato agli arbitraggisti tra lo 0,7% e l’1,25%. C. FESTA. – M. LONGO, *Ubi-Intesa, adesioni al 17%: arbitraggisti in campo*, in *Il Sole 24 Ore*, 23 luglio 2020, pag. 16. In effetti, sulla base dei prezzi di chiusura dei due titoli azionari in quella data (3,718 per UBI e 1,876 per ISP), a fine giornata risultava ancora una teorica finestra di arbitraggio di circa l’1,1% [= (1,876 x 1,7 + 0,57 – 3,718) / 3,718]. È evidente che l’attività in oggetto tiene aperta di fatto una posizione sul titolo ISP, esposto alla volatilità di mercato, ma sotto questo profilo nulla cambia rispetto alla posizione ante arbitraggio. A meno che l’arbitraggista non abbia fatto ricorso al prestito titoli per poter vendere le azioni ISP e acquistare le azioni UBI, come pure è possibile.

¹⁸ Si ricorda poi che le azioni da emettere da parte di ISP al servizio dell’OPS sono pari a 1.144.285.146 x 1,7 = 1.945.284.755, pari a circa il 10% delle azioni ISP post aumento di capitale.

Sulla base del valore di perizia stimato dall’Esperto ex art. 2343 ter c.c., pari minimo a euro 3,577 per l’azione UBI alla data del 31 marzo 2020, l’equity value complessivo di UBI è stimato pari a euro 3,577 x 1.144.285.146 = euro 4.093.107.967. La significativa differenza sembra ragionevolmente dovuta al prevalente utilizzo, ai fini estimativi in entrambi i casi, dei diversi prezzi di mercato delle azioni (metodo delle Quotazioni di borsa, Regressione lineare, Multipli di mercato), anziché metodi analitici quali il DDM e i target price (basati anch’essi per lo più su stime analitiche), considerati solo come metodi di controllo.

adesione o no all'OPS. Come si è ricordato, e come è ben noto, tale premio tende ad annullarsi nel periodo successivo all'annuncio, sempreché prevalga l'aspettativa che l'Offerta possa andare a buon fine. Tuttavia il premio annunciato può essere interpretato, e tale interpretazione è suggerita dalla stessa ISP, come una *proxy* della divaricazione tra i prezzi delle due azioni che si ricostituirebbe, teoricamente a parità di altre condizioni, qualora l'OPS non avesse successo, con perdita di opportunità per gli azionisti dell'Emittente.

Nella prospettiva degli azionisti di controllo, o comunque titolari di rilevanti pacchetti, legati alla società secondo obiettivi di investimento di più lungo periodo, dovrebbe invece risultare di maggiore interesse un rapporto di scambio che valorizzi il valore fondamentale, su basi analitiche, delle due entità. Ma nel caso di un'OPS non concordata ("ostile") gli interessi dei maggiori azionisti si intrecciano con quelli del Consiglio di amministrazione e del Top management, e con i c.d. "benefici privati" per gli uni e gli altri, sicché considerazioni connesse ad una pura valutazione economica dell'Offerta potrebbero risultare superate da argomenti che pongano in secondo piano gli eventuali benefici in termini di creazione di valore per l'azionariato complessivamente inteso.

A conclusione di questo paragrafo si può comunque rimarcare che anche le valutazioni che hanno condotto ISP a proporre un rapporto di scambio di 1,7, con il supporto di Mediobanca e la *negative assurance* di KPMG, non sono dettagliate, quindi non consentono di apprezzare le analisi sottostanti al fine di un autonomo giudizio critico da parte del mercato nel suo complesso e degli *stakeholder* più coinvolti in particolare.

4. La Relazione del CdA di ISP ex art. 2441, comma 6, c.c., e la Relazione di KPMG sul prezzo di emissione delle azioni relative all'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione

In data 16 giugno 2020, ai sensi dell'art. 2441, comma 6, del Codice civile, il Consiglio di amministrazione di ISP ha illustrato in apposita Relazione i termini, le condizioni e le motivazioni dell'aumento di capitale che avrebbe deliberato nell'esercizio della delega conferita dall'Assemblea straordinaria dei soci in data 27 aprile 2020. Nella Relazione, dopo avere richiamato tra l'altro i criteri per la determinazione del rapporto di scambio, un paragrafo è dedicato alla determinazione del prezzo di emissione, quindi dell'importo dell'aumento di capitale, ovviamente dipendente dal numero delle azioni UBI che sarebbero state portate in adesione all'OPS.

Per quanto concerne l'aumento del capitale sociale, poiché l'azione ISP non ha un valore nominale, il valore nominale implicito è calcolato come rapporto tra il capitale sociale in essere e il numero delle azioni emesse alla data, pari a euro 0,52. L'aumento di capitale massimo, in ipotesi di adesione totalitaria all'OPS, sarebbe stato quindi pari a euro 0,52 x 1.945.284.755 = euro 1.011.548.072,60, oltre al sovrapprezzo da destinare ad apposita riserva. La determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni costituisce un aspetto assai rilevante nel caso di aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione, particolarmente ove i nuovi azionisti sottoscrivano in denaro l'aumento di capitale. In tal caso, infatti, vecchi e nuovi soci si attendono che il prezzo di emissione corrisponda sostanzialmente al valore unitario delle azioni ante aumento di capitale, al fine di non determinare un vantaggio per gli uni, se il prezzo di emissione fosse superiore, o per gli altri, in caso contrario. Il Codice civile ha definito il criterio per la determinazione del prezzo di emissione all'art. 2441, 6° comma, prevedendo in via generale che, nel caso di esclusione del diritto di opzione, tale prezzo deve essere determinato "*in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in Borsa, anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre*". Ma è ormai consolidata la tesi secondo la quale per "patrimonio netto" debba intendersi il capitale

economico della società, quindi il suo valore *stand alone* effettivo. Quanto alle quotazioni nell'ultimo semestre, si ritiene invece che possa farsi riferimento, motivatamente, anche a periodi più brevi. Questi punti non richiedono particolari commenti in questa sede.

Si vuole piuttosto sottolineare che, nel caso di conferimenti in natura, il prezzo di emissione abbia una minore rilevanza per vecchi e nuovi azionisti, interessati essenzialmente al rapporto di scambio e, quanto ai nuovi soprattutto, alle performance attese del titolo dell'Offerente post aumento di capitale. Se in tal caso l'attenzione della norma in oggetto non sembri ben indirizzata rispetto agli specifici interessi da tutelare, la determinazione del prezzo di emissione nel caso di conferimenti in natura costituisce comunque un aspetto rilevante per la società in quanto tale, poiché tale prezzo definisce l'aumento di capitale e quindi il livello di patrimonializzazione successivo all'operazione. La norma codicistica stabilisce un criterio per la determinazione del prezzo di emissione da rispettare in tutti gli aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione, siano essi in denaro o in natura. In quest'ultimo caso, però, la determinazione del prezzo è vincolata nel limite massimo dalle risultanze della perizia, nel caso di specie, dell'Esperto ex art. 2343-ter, lettera b), c.c. Inoltre, occorre conformarsi a quanto previsto dai principi contabili internazionali, i quali prevedono che il prezzo di emissione delle nuove azioni corrisponda al *fair value* delle stesse, al netto degli oneri accessori direttamente attribuibili all'emissione.

In conclusione, il CdA di ISP ha deliberato che il prezzo di emissione non sarà determinato tenendo conto del valore del patrimonio netto e dell'andamento delle quotazioni dell'ultimo semestre, bensì – entro il limite sopra precisato - facendo riferimento al *fair value*, e precisamente alla quotazione di Borsa puntuale (prezzo di riferimento) dell'azione ISP il giorno di Borsa aperta precedente la data di pagamento del “corrispettivo” dell'OPS, vale a dire la data di esecuzione del conferimento delle azioni UBI portate in adesione all'OPS in cui si produrranno gli effetti giuridici dello scambio. Il prezzo di emissione delle nuove azioni viene quindi determinato in via automatica, come sopra precisato.

Sempre in data 16 giugno 2020, KPMG ha emesso la sua Relazione sul prezzo di emissione delle azioni relative all'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, primo periodo, e sesto comma del Codice civile e dell'art. 158, primo comma, D.Lgs. 58/98 (Testo Unico della Finanza). Non può essere definita in senso stretto un Parere sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni, come previsto dalla richiamata normativa, poiché il CdA non ha determinato il prezzo, bensì ha fissato il criterio per la sua determinazione, per le ragioni esposte. Ripercorrendo sostanzialmente le considerazioni svolte dal CdA, condividendole, KPMG ha infine ritenuto, a conclusione di una articolata Relazione di tredici pagine, che il criterio individuato dagli Amministratori sia adeguato, in quanto nelle circostanze ragionevole e non arbitrario, ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni. Il tema del prezzo di emissione non richiede a mio parere ulteriori considerazioni, quanto meno non specificamente rispetto all'OPS in oggetto.

L'argomento conduce tuttavia a considerare l'importo del *badwill* (o *goodwill* negativo) che assai probabilmente emergerà nel bilancio consolidato di ISP post OPS. Com'è noto, secondo la procedura di *Purchase Price Allocation* (PPA) prevista dal principio contabile internazionale IFRS 3, nel bilancio consolidato di ISP confluiranno i valori patrimoniali di UBI al *fair value*, tenuto anche conto di eventuali passività potenziali identificabili. Il confronto tra il corrispettivo dello scambio (l'aumento di capitale nella fattispecie al servizio dell'OPS) e il *fair value* del patrimonio netto di UBI come sopra specificato farà emergere un *goodwill* se positivo, che andrà iscritto all'attivo del bilancio consolidato di ISP, oppure un *badwill* se negativo, che costituirà un ricavo per il conto economico consolidato. In mancanza di una stima del *fair value* del patrimonio netto di UBI, che ovviamente sarà effettuata post

OPS, detto valore viene approssimato, a fini meramente indicativi, dal patrimonio netto tangibile di UBI, quindi al netto delle attività immateriali.

Nel Comunicato stampa di ISP del 27 aprile 2020 si legge che: “Senza considerare la valorizzazione delle attività e passività acquisite, che presuppone la conoscenza di dettaglio delle poste contabili del Gruppo UBI, il *badwill*, considerando il prezzo ufficiale del 21 aprile 2020, risulta essere pari a 4 miliardi di euro, rispetto a 2,2 miliardi di euro determinato sulla base del prezzo ufficiale di 2,502 euro - preso come riferimento per la determinazione del costo preliminare dell'operazione - al 14 febbraio 2020, ossia all'ultimo giorno di borsa aperta antecedente la data del 17 febbraio 2020 in cui Intesa Sanpaolo ha annunciato l'Offerta.”¹⁹

Si ribadisce che, prima della positiva conclusione dell'OPS, il *badwill* può solo essere oggetto di una stima del tutto indicativa, dipendendo dal prezzo corrente di mercato delle azioni ISP, quindi dall'ipotetico corrispettivo, e dal *fair value* del patrimonio netto di UBI, approssimato provvisoriamente dal patrimonio netto tangibile.²⁰ A parità di altre condizioni, quanto più basso è il prezzo di mercato delle azioni ISP tanto più elevato risulta il *badwill* atteso.

Nel caso di acquisizioni in denaro, il *badwill* contabilizzato in sede di PPA viene perlopiù qualificato come riflesso di un “buon affare” da parte dell'acquirente, per quanto ciò non possa affermarsi in via teorica e generale. Infatti, potrebbe verificarsi il caso di una società *target* le cui modeste prospettive reddituali giustifichino un prezzo di acquisizione inferiore al *fair value* del suo patrimonio netto, che costituisce di fatto una mera sommatoria di valori singolarmente considerati relativamente indipendenti dalle *performance* attese dell'insieme. Nel caso di acquisizioni mediante OPS, invece, la qualificazione del *badwill* come evidenza di un buon affare non risulta possibile, risultando detto importo, nel periodo antecedente la conclusione dell'operazione ove questa vada a buon fine, riflesso della volatilità del prezzo di mercato dell'azione ISP, che potrebbe dar luogo a diminuzioni o aumenti significativi e repentini del *badwill* atteso e financo alla emersione di un *goodwill*. L'eventuale *badwill* infine effettivamente contabilizzato nel bilancio consolidato dell'acquirente rifletterà quindi un valore puntuale di mercato dell'azione ISP alla data dello scambio e non ha alcun reale significato quale espressione del vantaggio/svantaggio sotto il profilo economico conseguito dagli azionisti di ISP o subito da quelli di UBI a seguito dell'acquisizione. È indubbio che qualificarlo come tale è fuorviante e avrebbe potuto contribuire a orientare negativamente, rispetto all'OPS, le decisioni degli azionisti UBI. Ai fini di una valutazione economica della convenienza o meno dell'adesione all'Offerta da parte di questi ultimi risulta rilevante il solo rapporto di scambio: ovviamente quanto più elevato è tale rapporto tanto più elevata è la quota con la quale gli azionisti UBI entrano a far parte della compagine sociale di ISP, beneficiando proporzionalmente della futura capacità del gruppo post acquisizione di creare valore per tutti gli azionisti, in termini di distribuzione di dividendi e di valorizzazione di mercato dell'*equity*.

¹⁹ Il prezzo ufficiale dell'azione ISP del 21 aprile 2020 è stato euro 1,3366, secondo quanto precisato nella Nota Integrativa della Relazione del Consiglio di Amministrazione di ISP, 23 aprile 2020 (Comunicato stampa, 27 aprile 2020).

²⁰ Nella citata Nota Integrativa del CdA del 23 aprile 2020 si legge, tra l'altro: “Si precisa che, anche nel caso in cui l'adesione all'Offerta non risultasse totalitaria, fermo restando le condizioni di efficacia dell'offerta, stante la possibilità prevista dall'IFRS 3 di valutare al *fair value* qualsiasi partecipazione di minoranza nel soggetto acquisito, nel caso specifico rappresentativa delle eventuali rimanenti azioni UBI non oggetto di scambio con le azioni di ISP, l'importo del *goodwill* negativo rilevato nel Bilancio Consolidato di ISP sarebbe comunque determinato con riferimento alla totalità delle azioni UBI, risultando pertanto del medesimo importo rispetto all'ipotesi di adesione totalitaria all'Offerta.”

Sotto il profilo contabile, invece, il *badwill* ha una notevole rilevanza in sede di PPA. Già nella Presentazione al mercato dell'operazione in data 18 febbraio 2020²¹ si leggeva infatti del possibile utilizzo del *badwill*, stimato alla data, nel bilancio consolidato post acquisizione: “-€2mld di goodwill negativo per coprire gli oneri di integrazione e accelerare la riduzione dei Crediti deteriorati senza costi per gli azionisti, anche grazie alla cessione nel 2021 di un portafoglio di -€4mld di Crediti deteriorati lordi di UBI Banca (NPL ratio lordo <4% in base alla definizione dell'EBA)”.

Solo dopo l'acquisizione, quindi dopo la determinazione del prezzo di emissione e lo svolgimento delle procedure per la PPA, si potrà conoscere l'entità dell'eventuale *badwill* e il suo utilizzo.

5. L'inadeguatezza del rapporto di scambio azionario secondo le valutazioni degli advisor e del CdA di UBI (Comunicato del 3 luglio 2020)

Il Consiglio di amministrazione di UBI si è avvalso della consulenza di Credit Suisse e Goldman Sachs, quali *advisor* finanziari, per la valutazione della congruità del rapporto di scambio di 1,7 offerto da ISP. Le *fairness opinion* (FO) con data 3 luglio 2020 rilasciate dai due *advisor*, che hanno operato disgiuntamente secondo quanto confermato da UBI²², sono allegate al Comunicato del CdA di UBI in pari data.

Credit Suisse riporta di avere utilizzato, quali criteri per la valutazione relativa delle due entità, il *Dividend Discount Model*, i multipli di borsa di società comparabili quotate (P/E), l'analisi di regressione (P/TBV vs RoATE), ed altri approcci non specificati, non distinguendo tra metodi principali e metodi di controllo, ma sottolineando che il giudizio di sintesi di “inadeguatezza” da un punto di vista finanziario del rapporto di scambio offerto è frutto di una valutazione complessiva delle risultanze delle stime. Queste ultime mostrano un rapporto minimo di 1,89 ottenuto con l'utilizzo del DDM e un rapporto massimo di 3,26 ottenuto con il metodo dei multipli di borsa. Goldman Sachs indica quali metodi di valutazione ha utilizzato, di fatto gli stessi metodi di valutazione utilizzati da Credit Suisse, e altri non specificati, esprimendo analogamente un giudizio di “inadeguatezza” del rapporto di scambio offerto. Anche in questo caso, le stime si riassumono in un rapporto minimo di 1,81 (DDM) e massimo di 2,82 (analisi di regressione).

La *Fairness opinion* di Credit Suisse è costituita da un documento di 3,5 pagine, oltre ad un'appendice di 2 pagine. Il documento non contiene informazioni utili al fine di apprezzare l'attività svolta dall'*advisor* per il rilascio dell'*opinion* di non adeguatezza del rapporto di scambio. Oltre agli usuali ed estesi *disclaimer*, si evidenziano alcune annotazioni che meritano di essere richiamate: i) Credit Suisse ha utilizzato per le proprie valutazioni, ove rilevanti, le previsioni e le stime contenute nel *business plan* aggiornato approvato dal CdA di UBI il 3 luglio 2020²³, incontrando il *management* della società per approfondimenti. Tali previsioni e stime sono state accolte dall'*advisor* assumendo che siano state elaborate dal *management* di UBI con ragionevolezza per rappresentare le future *performance* attese della

²¹ Intesa San Paolo, “Offerta pubblica di scambio volontaria sulla totalità delle azioni ordinarie di UBI Banca. Accrescere la creazione di valore da Leader europeo rafforzando il proprio ruolo per l'Italia”, 18/02/2020.

²² Non si può dubitare che dovessero operare e che abbiano effettivamente operato disgiuntamente, ma può ritenersi verosimile che ci sia stato un confronto tra i due *advisor* sullo stato di avanzamento dei lavori, e infine con UBI per avere un riscontro sulle bozze delle *opinion*. Nel caso - del tutto ipotetico con riferimento all'operazione in oggetto, quindi valga come astratta considerazione - ciò potrebbe essere considerato anche ragionevole e utile, nei limiti di una dialettica costruttiva tra i soggetti interessati e non volta a raggiungere una opportunistica convergenza sulle conclusioni.

²³ Quanto a ISP si sono utilizzate, ove rilevanti ai fini dei metodi di valutazione selezionati, le stime degli analisti successive alla diffusione dei risultati relativi al 31 marzo 2020 (cfr. Appendice alla *Fairness opinion*).

società; ii) le valutazioni non tengono conto delle sinergie di costo e di ricavo stimate da ISP che potrebbero derivare dall'acquisizione.

L'Appendice riassume in termini molto generici i metodi di valutazione utilizzati (quanto meno quelli specificamente indicati) ed espone i *range* dei rapporti di scambio ottenuti mediante quei metodi.

La *Fairness opinion* di Goldman Sachs consta di 6 pagine. I contenuti – sotto il profilo sostanziale – non si discostano granché da quelli dell'*opinion* di Credit Suisse, con uno spazio rilevante per i *disclaimer*. La descrizione dei metodi di valutazione utilizzati è perlopiù generica, con pochi riferimenti ai parametri numerici utilizzati ai fini delle stime proposte.²⁴

Per quanto le *Fairness opinion* dei due *advisor* possano eventualmente considerarsi rappresentate, per struttura e livello di sintesi, coerentemente con una discutibile prassi di settore, occorre riconoscere che risultano ben poco utili all'azionista di UBI che voglia comprendere perché il rapporto di scambio azionario proposto da UBI è da considerarsi "inadeguato". È verosimile che gli *advisor* abbiano rappresentato maggiori dettagli delle proprie valutazioni al CdA di UBI, ma - in linea generale e senza specifico riferimento a quelle qui considerate - le *opinion* della specie sembrano talvolta essenzialmente destinate a supportare gli orientamenti dell'organo amministrativo e del *management*, redatte in modo tale da non consentire una dialettica nel merito delle valutazioni proposte e, parrebbe, forse volte a tutelare le responsabilità dell'*advisor* nei confronti dei terzi.

Il CdA di UBI "ha fatto proprio il lavoro compiuto dagli Advisor Finanziari" e le conclusioni espone, richiamandoli nel lungo Comunicato del 3 luglio 2020²⁵ e riassumendoli con una media di 2,39 e una mediana di 2,28 per il rapporto di scambio in oggetto. Il Comunicato ha sottolineato che, sulla base della mediana e del prezzo ufficiale di euro 1,679 delle azioni ISP il 26 giugno 2020 (data del Documento di offerta), il corrispettivo convertito in termini monetari sarebbe ammontato a euro 4,4 miliardi per la totalità delle azioni UBI, contro euro 3,3 miliardi di corrispettivo computato alla stessa data secondo il rapporto offerto di 1,7. La differenza di euro 1,1 miliardi (alla data del 26 giugno) veniva quindi rappresentata come lo sconto concesso complessivamente dagli azionisti di UBI in caso di adesione totalitaria all'offerta²⁶.

Il Comunicato prosegue sottolineando che, se ISP avesse emesso un numero di azioni coerente con il rapporto di scambio di 2,28, in ipotesi di adesione totalitaria la partecipazione degli azionisti di UBI al capitale di ISP post acquisizione sarebbe ammontata al 13%, rispetto al 10% derivante dal rapporto offerto di 1,7. Anche sotto questo profilo si evidenziava il mancato riconoscimento agli azionisti di UBI del contributo al valore complessivo dell'entità risultante dall'aggregazione. Inoltre, il Comunicato rilevava il mancato riconoscimento agli azionisti di UBI del valore delle sinergie prospettate dalla stessa ISP grazie all'acquisizione.²⁷ UBI ha rimarcato che nelle acquisizioni la quota delle sinergie stimate riconosciute al venditore è una "componente negoziale che le controparti valutano in rela-

²⁴ Sotto questo profilo, i PIV 2015 proposti dall'OIV delineano i contenuti (minimi) del Parere di congruità (o *Fairness opinion*) in termini piuttosto generici (cfr. Principio II.4.5, pag. 107). Ciò nondimeno è nella stessa filosofia dei PIV che sia sempre data evidenza dei metodi di valutazione utilizzati e della loro concreta applicazione.

²⁵ Alle pagine 68 e ss.

²⁶ In termini unitari (per ogni azione UBI) la differenza tra il corrispettivo stimato secondo UBI e secondo ISP ammontava alla data a 0,965 euro (3,819 contro 2,854, pag. 74 del Comunicato). Il Comunicato ha evidenziato inoltre che, secondo il rapporto di scambio stimato da UBI di 2,28, alla data del 26 giugno il rapporto P/TBV si attestava a 0,55x (0,41x sulla base del rapporto di 1,7 offerto), con P pari qui al diverso corrispettivo monetario secondo i due rapporti di scambio, quello stimato da UBI e quello offerto da ISP. Lo "sconto" totale stimato da UBI sarebbe risultato crescente all'aumentare del prezzo di mercato dell'azione ISP, essendo pari a: prezzo di mercato ISP x (2,28-1,7) x nr. azioni UBI.

²⁷ Comunicato del 3 luglio 2020, § 4.2.2 "Il mancato riconoscimento agli Azionisti di UBI Banca del valore delle sinergie prospettate da ISP".

zione all'apporto contribuito dalle stesse e quindi non necessariamente legata alle dimensioni relative delle controparti". Nella fattispecie, il rapporto di scambio avrebbe riconosciuto a favore degli azionisti di UBI solo una piccola parte di quelle sinergie, il che aumentava ulteriormente lo "sconto" che gli azionisti di UBI avrebbero concesso agli azionisti di ISP in caso di adesione all'offerta.

Premesso che, come già sottolineato, la stima del rapporto di scambio azionario offerto non è stata esplicitata in termini analitici da ISP, che quindi nulla può dirsi in concreto sul riconoscimento o meno delle sinergie in tutto o in parte agli azionisti di UBI, premesso inoltre che non è precisata nel Comunicato dell'Emittente la "piccola parte" di quelle sinergie che la stessa UBI riconosce invece come implicite nel rapporto di scambio offerto, l'argomento merita alcune considerazioni.

Nelle operazioni di M&A, in generale, le sinergie di costo e di ricavo derivanti dall'integrazione e stimate dall'acquirente costituiscono una componente del valore caratterizzata da notevole incertezza, della quale lo stesso acquirente potrà beneficiare se sarà effettivamente in grado di realizzare le efficienze e ottimizzare i processi così come stimato in sede di predisposizione dei piani economico-finanziari su cui si fondano le valutazioni del valore di acquisizione. In linea di principio, il venditore non ha alcun "merito" rispetto alle azioni e alle ristrutturazioni che auspicabilmente potrebbero portare il *management* dell'acquirente a realizzare le sinergie stimate e a realizzarle nei tempi ipotizzati. Di regola, non nel caso di specie, il venditore neppure è in grado di conoscere l'entità delle sinergie stimate da controparte e certo non è in condizioni di stimarle autonomamente, se non in termini del tutto approssimativi e ipotetici. Il valore delle sinergie costituisce quindi un *buffer* noto solo al compratore che questi può utilizzare nella fase della negoziazione, rendendosi eventualmente disponibile a ricomprendere nel prezzo offerto solo una parte delle sinergie stimate per favorire il raggiungimento dell'accordo. E ciò in piena consapevolezza che la quota delle sinergie riconosciute a controparte integrano il corrispettivo (il che è particolarmente significativo in caso di operazioni per cassa), mentre le sinergie lato acquirente sono solo una stima, e forse una futura sfida per il management che dovrà realizzarle attraverso l'integrazione delle due entità.

Nell'OPS in oggetto, riguardante due società quotate dove il compratore è una società mentre il venditore è rappresentato dall'insieme degli azionisti dell'Emittente, il valore attribuito alle sinergie è stato dichiarato, per trasparenza nei confronti del mercato, in particolare degli azionisti di ISP, ma anche per far apprezzare a tutti gli *stakeholder* delle due entità la valenza dell'iniziativa proposta. Si comprende quindi la posizione di UBI, che chiedeva di beneficiare di una quota più significativa delle sinergie stimate e comunicate da ISP, anche se – come già ricordato – non si comprende in concreto quale sia la quota aggiuntiva desiderata rispetto alla quota, non specificata, che – per ammissione di UBI – già risultava riflessa nel rapporto di scambio azionario di 1,7.

Occorre tuttavia distinguere le operazioni per cassa dalle operazioni "carta contro carta"²⁸ come l'OPS in oggetto. In questo caso, infatti, agli azionisti dell'Emittente non è stato richiesto di cedere per cassa le proprie azioni, bensì di entrare a far parte della compagine sociale dell'Offerente. Se quindi l'Emittente ha ritenuto credibile il conseguimento di sinergie post acquisizione, con o senza fusione, tant'è che ha chiesto di ottenerne una parte più rilevante per i propri azionisti per mezzo del rapporto di scambio, avrebbe dovuto riconoscere che quelle stesse sinergie avrebbero contribuito a creare valore per tutti gli azionisti di ISP post acquisizione, quindi compresi coloro che avrebbero aderito

²⁸ Quanto meno fino all'integrazione del corrispettivo da parte di ISP con un importo monetario.

all'OPS, ovviamente nella misura della quota di partecipazione nella compagine sociale (ritenuta però inadeguata da UBI, come più sopra ricordato). Tanto al solo fine di tentare di contribuire a chiarire i termini della problematica, senza con questo volere né potere esprimere alcuna valutazione di merito sulle aspettative deluse, espresse dal CdA di UBI nel Comunicato del 3 luglio 2020, circa la non meglio precisata ripartizione del valore delle sinergie implicita nel rapporto di scambio offerto.

In chiusura del Comunicato in oggetto il CdA ha sottolineato inoltre che l'eventuale acquisizione avrebbe comportato una perdita di opportunità per gli azionisti di UBI. L'adesione all'OPS avrebbe costituito infatti una rinuncia all'opzione di crescita, implicita nei *target* del piano industriale aggiornato comunicati sempre il 3 luglio 2020, che UBI avrebbe potuto realizzare qualora fosse rimasta un'istituzione autonoma e indipendente. Il Corrispettivo offerto avrebbe dovuto quindi includere una ulteriore componente di remunerazione per la perdita di tale opzione per potersi ritenere congruo da un punto di vista finanziario. In Nota si legge nel Comunicato in oggetto che *“Le opportunità di crescita per UBI Banca potrebbero essere quantificate, con l'ausilio di opportune ipotesi di lavoro, attraverso la strutturazione di una opzione “reale”.* Viene però da chiedersi quale soggetto potrebbe essere in grado di stimare il valore di tale opzione reale, se non – sia pure sulla base di molteplici assunzioni e ipotesi da esplicitare per una verifica di ragionevolezza – lo stesso CdA di UBI, che però non ha proposto alcuna stima. Va inoltre considerato che, a fronte dell'opzione reale implicita nelle opportunità di crescita di UBI *stand alone*, andrebbe considerata, per omogeneità di criterio, l'opzione reale implicita nelle opportunità di crescita di ISP post acquisizione. Quindi credo che il tema delle opzioni reali potesse opportunamente essere considerato ben poco rilevante ai fini di una valutazione delle condizioni dell'OPS.

6. Alcuni altri argomenti riportati nel Comunicato del 3 luglio 2020 del CdA di UBI e la successiva dialettica a distanza tra le due entità

Il 6 luglio 2020, replicando al Comunicato di UBI del 3 luglio, ISP diffonde il Comunicato stampa *“Precisazione in merito al Comunicato del Consiglio di amministrazione di UBI Banca relativo all'Offerta Pubblica di Scambio preventiva avente ad oggetto la totalità delle azioni ordinarie di UBI Banca.”* In merito alla ripartizione delle sinergie tra gli azionisti delle due entità, UBI ha contestato che – in ipotesi di adesione totalitaria all'OPS – la partecipazione degli azionisti di UBI sarebbe stata pari al 10%, quindi questi ultimi avrebbero beneficiato implicitamente, e prospetticamente²⁹, soltanto del 10% delle sinergie complessivamente stimate da ISP per euro 3,2 miliardi, quindi euro 320 milioni, un importo ritenuto insufficiente in considerazione dell'effettivo contributo di UBI alla creazione di valore per ISP post acquisizione. ISP ha replicato sottolineando che occorre considerare, a titolo di riconoscimento delle sinergie a favore degli azionisti di UBI, anche l'importo di euro 1,1 miliardi, quale differenza fra la capitalizzazione di borsa di UBI il 14 febbraio 2020 (euro 3,8 miliardi), prima dell'annuncio dell'Offerta, e il valore implicito derivante dal rapporto di scambio azionario di 1,7 (euro 4,9 miliardi)³⁰. Pertanto la quota delle sinergie riconosciute agli azionisti di UBI ammontava in realtà a euro 1.100 milioni più il 10% della differenza fra il totale delle

²⁹ Prospetticamente, in quanto UBI ha sempre sostenuto che né il rapporto di scambio offerto, né quelli stimati dai suoi *advisor*, hanno considerato adeguatamente il valore delle sinergie.

³⁰ La capitalizzazione di borsa di UBI il 14 febbraio 2020 è stata pari, in base al prezzo ufficiale, a: n.1.144.285.146 azioni x 3,333 = euro 3.813.902.392. La valorizzazione di UBI in base alla quotazione di ISP alla stessa data, e tenuto conto del rapporto di scambio offerto, era pari a: n.1.144.285.146 azioni x 2,502 x 1,7 = euro 4.867.102.440. Il premio a favore degli azionisti di UBI, che ISP ha voluto rappresentare come la porzione delle sinergie (dichiarate) riconosciute agli stessi, era quindi pari a euro 1.053.200.048.

sinergie (3.200 milioni) e l'importo delle sinergie già riconosciuto in quanto implicito nel rapporto di scambio: $(3.200-1.100) \times 10\% = \text{euro } 210 \text{ milioni}$, per un totale di $1.100 + 210 = \text{euro } 1.310 \text{ milioni}$, pari a oltre il 40% delle sinergie complessive ($1310/3200 \approx 40,9\%$).

UBI ha replicato il giorno successivo 7 luglio con Comunicato stampa, sottolineando che: i) il premio offerto da ISP è calcolato sui prezzi di borsa del 14 febbraio 2020, prima dell'annuncio come pure prima della presentazione del piano industriale aggiornato di UBI, e non sulla valutazione fondamentale delle due entità; ii) in realtà, tenuto conto della valutazione fondamentale, il valore di UBI implicito nel Corrispettivo evidenzia uno sconto di cui beneficiano gli azionisti di ISP, come precisato dal CdA di UBI e secondo anche quanto rappresentato dai suoi *advisor*; iii) inoltre la valutazione fondamentale delle due entità è stata effettuata in ottica *stand alone*, senza includere il valore delle sinergie prospettate da ISP.

Sul punto si può solo commentare che il contrasto sul tema delle sinergie costituisce uno scambio di valutazioni "a carte coperte", poiché – si ribadisce – le stime analitiche proposte dalle due entità non sono state diffuse al mercato. Pertanto gli *stakeholder* ai quali sono destinati i citati comunicati stampa non hanno alcuna possibilità di accogliere motivatamente l'una o l'altra conclusione in merito alla ripartizione delle sinergie fra gli azionisti delle due banche. Ancora una volta vi è una carenza di effettiva trasparenza nei confronti degli azionisti, chiamati a un "atto di fede" a favore di una delle parti, disorientati da molti numeri ottenuti su diversi e inconciliabili presupposti, spettatori di una dialettica conflittuale ove l'interesse degli azionisti è rappresentato come la principale preoccupazione.

UBI aveva evidenziato, come ulteriore criticità, che la fusione post acquisizione non avrebbe attribuito alcun premio agli azionisti di minoranza che non avessero aderito all'offerta. Sul punto ISP ha replicato che in una fusione il concambio deve essere stimato con criteri di valutazione omogenei per le due entità, non potendo e non dovendo attribuire alcun premio alle minoranze. Ha inoltre sottolineato che gli azionisti che non avessero aderito all'offerta sarebbero rimasti in possesso di azioni contraddistinte da prezzi che non avrebbero contenuto il premio implicito nel rapporto di scambio azionario offerto. Premesso che l'argomento di UBI sembra a mio parere invitare all'adesione all'OPS, anziché alla rinuncia, l'obiezione di ISP circa l'omogeneità dei criteri di valutazione in caso di fusione ai fini del concambio è condivisibile in linea di principio. Anche la seconda annotazione va accolta: dopo la scadenza dell'Offerta, gli azionisti di UBI avrebbero realisticamente perso il premio implicito, riflesso nell'allineamento tra le quotazioni dei due titoli azionari sostenuto dal rapporto di scambio.

UBI aveva inoltre sollevato un tema relativo alla *governance* post acquisizione, in ipotesi di una adesione all'OPS non sufficiente per consentire, in sede di Assemblea straordinaria della stessa UBI, di deliberare la fusione. In tal caso, è stato sottolineato, le iniziative volte alle riorganizzazioni e ristrutturazioni necessarie per conseguire la maggior parte delle sinergie stimate in ipotesi di fusione sarebbero passate al vaglio del Consiglio di amministrazione della controllata, che avrebbe valutato tali attività nella prospettiva dell'interesse dell'intera compagine sociale di UBI, anche grazie al ruolo che in tal senso avrebbero svolto gli amministratori indipendenti, la cui nomina sarebbe stata comunque necessaria in virtù di norme di legge e di autodisciplina. Le sinergie stimate quindi, secondo UBI, costituivano una componente del valore caratterizzato da notevole incertezza, nonostante il potere di direzione e coordinamento della controllante sulla controllata.

Mi pare però che si tratti di un argomento per certi versi apparentemente contraddittorio rispetto ad altre annotazioni critiche di UBI. Da un lato UBI ha lamentato che il premio implicito nel rapporto di scambio azionario offerto non rifletteva adeguatamente una congrua

quota delle sinergie stimate da riconoscere agli azionisti UBI. D'altro lato ha ritenuto che dette sinergie siano state stimate con eccesso di ottimismo, quanto meno rispetto ad uno scenario post acquisizione in cui le due entità fossero rimaste giuridicamente distinte. Ma anche questo argomento potrebbe suonare come un invito a una larga adesione, anziché il contrario, per cogliere a pieno il beneficio delle sinergie in ipotesi di piena integrazione delle due entità. Va peraltro sottolineato che l'ipotesi che il Consiglio di amministrazione di una controllata e consolidata, sia pure in misura non totalitaria, sottoposta a direzione e coordinamento della controllante a norma di legge, si ponga in aperto contrasto con le strategie, le politiche e le azioni deliberate dalla capogruppo mi pare in concreto poco credibile, pur nella consapevolezza che le norme codicistiche hanno privilegiato la teoria dei vantaggi compensativi rispetto a quella dell'interesse di gruppo e confermandosi in ogni caso l'utilità di positive interlocuzioni tra gli organi dell'una e dell'altra.

UBI aveva anche eccepito nel Comunicato del 3 luglio la non congruità del rapporto di scambio azionario offerto, di cui già si è detto in precedenza. ISP ha replicato che UBI non ha utilizzato un approccio omogeneo a quello utilizzato da ISP ai fini della stima di tale rapporto, in particolare non ha considerato il metodo dei prezzi di borsa, inoltre non ha confrontato il premio implicito offerto con quanto pagato mediamente in altre operazioni di mercato similari. Ricordando nuovamente che né ISP né UBI hanno rappresentato in chiaro i modelli di valutazione utilizzati, gli *input* quantitativi, l'applicazione concreta e i risultati ottenuti, quindi sotto questo profilo la dialettica tra le parti è relativamente priva di concrete basi, le suddette obiezioni di ISP a mio parere non possono essere accolte. È infatti plausibile che – sotto il profilo metodologico – le due entità abbiano adottato approcci in parte disomogenei per proporre l'una, e valutare l'altra (purché nell'esclusivo interesse degli azionisti dell'Emittente), il rapporto di scambio azionario offerto in OPS. Per contro, va rimarcato che il CdA di UBI, come lamenta ISP, ha fondato le proprie stime utilizzando per UBI le previsioni interne riflesse nel Piano industriale aggiornato in corso di OPS (quindi potenzialmente caratterizzato da un certo "ottimismo"³¹) e per ISP le stime degli analisti di ricerca pubblicate a seguito della comunicazione dei risultati al 31 marzo 2020, con evidente asimmetria delle fonti. E' pur vero che ISP non ha aggiornato il proprio Piano industriale, come sottolineato da UBI nel successivo Comunicato del 7 luglio 2020. Con riferimento all'autorizzazione dell'acquisizione "con condizioni" deliberata dall'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (AGCM) del 14-16 luglio 2020³², le due entità l'hanno accolta favorevolmente, ovviamente valorizzandone diversi profili.

ISP ha comunicato in pari data, senza particolare enfasi, che l'AGCM ha autorizzato l'operazione "*subordinatamente all'esecuzione di cessioni strutturali in linea con quanto previsto nell'Accordo BPER e dagli impegni ISP, come definiti nel Documento di Offerta, imponendo talune specifiche misure attuative in relazione alle predette cessioni di sportelli.*" UBI ha comunicato il giorno seguente, 17 luglio, la medesima notizia, sottolineando che – non potendo ISP garantire da subito la cessione programmata post acquisizione degli sportelli di proprietà di UBI – l'AGCM ha precisato che in alternativa dovrà cedere propri sportelli al fine di conseguire sostanzial-

³¹ Non ci sono ovviamente qui elementi per confermarlo, si tratta solo di una ipotesi che ha una certa plausibilità in considerazione del particolare momento in cui il Piano industriale aggiornato è stato comunicato al mercato, quindi anche agli azionisti di UBI sollecitati dall'Offerta di ISP.

³² Il testo del Provvedimento è stato reso disponibile sul sito web dell'Autorità (con omissis) e si riferisce alla Delibera assunta nell'adunanza del 14 luglio 2020. Nel Comunicato stampa dell'AGCM del 16 luglio si legge: "...nell'autorizzare l'operazione, l'Autorità ha imposto a ISP alcune misure di carattere strutturale per risolvere le preoccupazioni emerse in corso d'istruttoria riguardo ai possibili effetti anticoncorrenziali da essa derivanti. In particolare, ISP dovrà cedere oltre 500 sportelli bancari, numero ben superiore a quanto offerto originariamente. Le cessioni si dovranno realizzare nelle aree geografiche in cui si registrano le maggiori criticità concorrenziali e saranno rivolte a uno o più operatori indipendenti in grado di disciplinare la nuova 'entità post merger'."

mente il medesimo risultato per il mantenimento nei territori degli equilibri competitivi ante OPS. UBI ha quindi rimarcato che la decisione dell’Autorità avrebbe potuto impedire a ISP la realizzazione degli obiettivi strategici dichiarati, quindi il raggiungimento dei *target* reddituali promessi.

La questione non richiede particolari commenti ai fini di queste note; realisticamente per ISP si è trattato di una decisione che non rimette in alcun modo in discussione la valenza strategica complessiva dell’aggregazione prospettata. È d’altra parte un ulteriore passaggio nel corso dell’iter dell’operazione che vede le due entità su posizioni diverse, su tutto, in difesa di evidenti interessi divergenti.

7. L’aumento del corrispettivo dell’OPS e il Supplemento al Prospetto informativo

In data 17 luglio 2020 il CdA di ISP ha deciso di aumentare il corrispettivo unitario dell’OPS, aggiungendo un corrispettivo in denaro³³ pari a euro 0,57 per azione.³⁴ In tal modo il premio implicito per gli azionisti UBI, valutato alla data del 14 febbraio 2020 sulla base dei prezzi ufficiali delle azioni ISP e UBI pari rispettivamente a euro 2,502 ed euro 3,333, è risultato aumentato commisurandosi al 44,7%.³⁵ ISP ha quindi ritenuto preferibile aggiungere un corrispettivo in denaro, anziché aumentare il rapporto di scambio, certamente al fine di accrescere l’appetibilità dell’Offerta soprattutto per varie categorie di azionisti, le più sensibili a tale forma di “incentivazione”³⁶. Ciò forse anche per non aumentare il numero delle azioni da emettere con l’aumento di capitale e quindi la percentuale di partecipazione post acquisizione degli azionisti UBI aderenti all’OPAS, pari a circa il 10% in ipotesi di adesione totalitaria, con effetti anche sui dividendi unitari futuri. Le ragionevoli motivazioni di carattere economico-finanziario sono esplicitate sinteticamente nel Comunicato Stampa di ISP del 17 luglio al quale si rinvia; alla data la percentuale di adesione risultava comunque ancora molto bassa.

Come ISP sia giunta a determinare il corrispettivo in denaro non è precisato, ma si evidenzia quanto segue:

- i. la valutazione è stata aggiornata al 7 luglio 2020, che è divenuta data di riferimento per l’utilizzo dei metodi principali “di mercato” (quotazioni di borsa, regressione lineare, multipli di mercato), e “i prezzi di mercato delle azioni ordinarie di UBI Banca successivi alla data di annuncio (ossia il 17 febbraio 2020) sono stati depurati del premio, pari al 27,6%, relativo al Corrispettivo in Azioni riconosciuto da Intesa Sanpaolo rispetto ai prezzi ufficiali di Borsa delle azioni ordinarie di UBI Banca al 14 febbraio 2020”. In tal modo si è assunto in via ipotetica che le quotazioni dell’azione UBI avrebbero manifestato la medesima dinamica effettivamente osservata dopo l’annuncio, ma al netto del premio che successivamente i prezzi hanno incorporato – sia pure in varia misura fino alla data di aggiornamento – a seguito dell’iniziativa di ISP, ricreando così una condizione astratta di neutralità

³³ L’OPS è divenuta quindi un’OPAS, Offerta Pubblica di acquisto e scambio. L’OPAS è infatti una Offerta Pubblica che si caratterizza per il fatto che per i titoli oggetto dell’Offerta portati in adesione viene proposto sia lo scambio con altri strumenti finanziari, sia un corrispettivo in denaro. Da qui in avanti si utilizzerà l’acronimo OPAS.

³⁴ Quindi euro 652.242.533 in ipotesi di integrale adesione all’OPAS di n.1.144.285.146 azioni UBI.

³⁵ Sulla base del prezzo ufficiale delle azioni ISP rilevato alla chiusura del 14 febbraio 2020 (euro 2,502), il Corrispettivo esprime una valorizzazione dell’azione UBI di euro 4,8234 [= 2,502 x 1,7 + 0,57]. Il premio implicito è quindi pari a 4,8234/3,333 – 1 = 44,7%. La valorizzazione di UBI in base alla quotazione di ISP alla stessa data, e tenuto conto del nuovo rapporto di scambio offerto, era pari a: n.1.144.285.146 azioni x 4,8234 = euro 5.519.344.973. Il premio a favore degli azionisti di UBI, che implicitamente ISP ha voluto rappresentare come la porzione incrementata delle sinergie (dichiarate) riconosciute agli stessi, era quindi pari a euro 1.705.442.581 [= 5.519.344.973 - 3.813.902.392], aumentata, appunto, della componente monetaria del corrispettivo pari a euro 652.242.533.

³⁶ L’attrazione del corrispettivo in denaro va anche considerata alla luce della sospensione del pagamento dei dividendi a fronte degli utili dell’esercizio 2019, secondo l’“invito” della BCE.

- rispetto agli effetti dell'OPAS. Diversamente l'applicazione dei metodi di mercato sarebbe risultata distorta, in quanto condizionata proprio dalle reazioni del mercato all'annuncio del 17 aprile;
- ii. *“la metodologia dei prezzi target evidenziati dagli analisti di ricerca, precedentemente utilizzata quale metodologia di controllo, non è stata più utilizzata in quanto non è stato possibile discernere quali prezzi target evidenziati dagli analisti di ricerca alla Data di Aggiornamento della Valutazione incorporassero o meno il premio implicito nel Corrispettivo in Azioni offerto da Intesa Sanpaolo”*. Evidentemente ISP ha osservato che i *target* proposti post annuncio per il prezzo dell'azione UBI non sempre facevano esplicito riferimento all'esistenza di fatto di un premio implicito incorporato nelle quotazioni correnti, che sarebbe potuto venir meno nel caso che l'OPAS non fosse andata a buon fine. Il metodo di controllo dei *target price* avrebbe quindi fornito risultati distorti;
 - iii. i risultati dell'utilizzo del metodo di controllo DDM sono stati aggiornati per tener conto delle stime e delle proiezioni degli analisti di ricerca a seguito della diffusione dei risultati al 31 marzo 2020 delle due entità.

Il valore monetario implicito unitario del Corrispettivo per gli azionisti di UBI evidenziato da ISP è risultato pari a euro 3,605 [= euro 1,785 (prezzo ufficiale dell'azione ISP il 7 luglio) x 1,7 + euro 0,57]; il rapporto di scambio implicito è aumentato da 1,7 a 2,019 [= 3,605/1,785]. Un rapporto di scambio calcolato al solo fine di riflettere l'importo del corrispettivo monetario e che quindi, ovviamente e come già sottolineato, non avrebbe comportato l'emissione di un maggior numero di azioni al servizio dell'OPS, il rapporto di scambio azionario rimanendo fisso a 1,7.

Sulla base delle valutazioni aggiornate delle due entità, ISP ha determinato i seguenti *range* di sintesi per i rapporti di scambio:

- Scenario base (partecipazione complessiva nel capitale dell'Emittente del 50% + 1 azione): 1,492-2,022,
- Scenario teorico (partecipazione complessiva nel capitale dell'Emittente del 100%): 1,492-2,324,

ritenendo infine congruo il nuovo rapporto di scambio implicito di 2,019, quindi il corrispettivo monetario unitario offerto di euro 0,57.³⁷

Richiamati in sintesi il Comunicato stampa del 17 luglio 2020 e quindi le nuove decisioni del CdA di ISP, ancora si può affermare che i processi valutativi che hanno condotto ISP ad aumentare il Corrispettivo a favore degli azionisti di UBI proprio nella misura deliberata non è esplicito. Non è stata quindi possibile una documentata valutazione di “congruità” del nuovo rapporto di scambio implicito, certamente migliorativo, da parte degli azionisti delle due entità e da parte di tutti i soggetti in varia misura interessati all'operazione. Sotto questo profilo, il Supplemento al Prospetto informativo, approvato dalla Consob il 21 luglio 2020 e resosi necessario principalmente proprio a seguito dell'aumento del corrispettivo, non fornisce più dettagliate informazione, anzi a tal fine rinvia al Comunicato stampa del 17 luglio.

³⁷ Corrispettivo monetario aggiuntivo = 1,785 x (2,019-1,7) = 0,57 euro, importo dipendente quindi dal prezzo puntuale dell'azione ISP, senza alcuna relazione con il rapporto tra i valori stimati per le due entità. Dato il rapporto di scambio aggiornato da ISP stimato come congruo di 2,019, un prezzo dell'azione più alto (basso) il 7 luglio avrebbe determinato un corrispettivo monetario a favore degli azionisti di UBI più alto (basso).

8. Gli sviluppi successivi

Il 21 luglio 2020, su richiesta della Consob del 17 luglio, UBI ha diffuso una Nota integrativa dell'informativa di cui al Comunicato dell'Emittente del 3 luglio relativo all'OPAS. Per quanto qui di particolare interesse, si richiama la richiesta dell'Autorità, che merita di essere riportata integralmente così come riprodotta nella Nota di UBI, di: "precisare che la Banca, in caso di perfezionamento dell'Offerta, sarà soggetta all'attività di direzione e coordinamento dell'Offerente anche qualora quest'ultimo raggiungesse una percentuale tra il 50% + una azione e il 66,67% del capitale di UBI, ed entrerà a far parte del Gruppo ISP. In tal caso il Consiglio di Amministrazione di UBI sarà composto in maggioranza da amministratori indipendenti, in forza dell'art. 16 del Regolamento Mercati, come già attualmente previsto dallo statuto della Banca che richiede che i 2/3 dei componenti del Consiglio di Amministrazione siano amministratori indipendenti. Con specifico riferimento alle predette operazioni di Fusione e Cessione del Ramo Bancario qualificate come operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza, gli amministratori indipendenti che faranno parte del Comitato Parti Correlate, una volta che UBI sarà soggetta alla direzione e coordinamento dell'Offerente e, quindi, sarà entrata a far parte del gruppo ISP, nell'esprimere il parere "sull'interesse della società al compimento dell'operazione e sulla convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni" (cfr. artt. 7 e 8 del Regolamento OPC), dovranno valutare la sussistenza di tale interesse e convenienza anche alla luce dell'appartenenza al nuovo Gruppo ai sensi dell'art. 14 del medesimo Regolamento OPC che richiama, tra l'altro, "il risultato complessivo dell'attività di direzione e coordinamento". Allo stesso modo tutti i componenti del Consiglio di Amministrazione, indipendenti e non indipendenti, che dovranno deliberare sulle predette operazioni dovranno valutare l'interesse della Banca al compimento delle stesse anche alla luce dell'appartenenza al Gruppo ISP".

È sembrata evidente l'attenzione dell'Autorità affinché gli azionisti di UBI - destinatari dell'Offerta e in ipotesi che questa si concludesse con l'acquisizione anche se in percentuale inferiore al 66,67% - fossero adeguatamente informati in merito alle prerogative del (nuovo) CdA della controllante alla luce delle norme codicistiche in materia di Direzione e coordinamento sulla controllata, nonché in merito alle responsabilità del (nuovo) Comitato per le operazioni con le parti correlate della medesima controllata rispetto alla prospettata fusione e cessione del ramo bancario.

Le richieste della Consob sono risultate un richiamo in punto di diritto dell'Autorità sul tema in questione, con una domanda di integrazione dell'informativa agli azionisti, ritenuta carente sotto i profili esposti. La risposta di UBI si è sostanzialmente allineata alle richieste della Consob, ma in particolare, sull'argomento della cessione del ramo bancario a BPER, nella Nota integrativa si precisava conclusivamente:

"Alla luce di quanto precede, e sulla base delle informazioni allo stato a disposizione, è ragionevole ritenere che il pregiudizio subito da UBI Banca non potrà in alcun modo considerarsi "compensato" dall'appartenenza al Gruppo ISP e che, pertanto, nemmeno in ragione del "risultato complessivo dell'attività di direzione e coordinamento", ISP potrà legittimamente imporre alla Banca la dismissione del Ramo Bancario."

Sul punto non si può che concordare con le considerazioni di carattere generale della Consob, che hanno richiamato regole ben note e non soggette a possibili divergenti interpretazioni. Nella fattispecie non v'è dubbio - come pure ha sottolineato UBI - che il Comitato per le operazioni con le parti correlate (CPC) della controllata avrebbe dovuto valutare a tempo debito l'interesse al compimento dell'operazione anche alla luce

dell'appartenenza al Gruppo ISP. Può apparire quindi poco coerente con l'esigenza di un'informativa da parte del CdA di UBI agli azionisti in corso di OPAS ritenere di poter anticipare perentoriamente quelle che sarebbero state le deliberazioni del futuro CPC, dopo l'acquisizione, in merito alla cessione del ramo, rappresentando di fatto questa problematica come un argomento contrario all'adesione all'offerta.

In data 23 luglio 2020 UBI ha emesso un nuovo Comunicato stampa, per dare conto dell'Aggiornamento del proprio Comunicato del 3 luglio a seguito dell'esame da parte del CdA del Supplemento al Prospetto informativo pubblicato da ISP il 21 luglio, relativo principalmente all'aumento del corrispettivo offerto. Dalla lettura del suddetto aggiornamento non sono emersi temi nuovi. Il CdA di UBI ha ritenuto conclusivamente che *“nonostante il riconoscimento della componente in denaro, l'Offerta non riconosce appieno il valore complessivo di UBI Banca.”* Si è sottolineato nuovamente, riprendendo dalla Sintesi del Comunicato di aggiornamento, che:

- 1) il Corrispettivo incrementato non riconosceva agli azionisti di UBI Banca: (i) il contributo apportato al valore complessivo della *combined entity*; e (ii) un adeguato valore delle sinergie prospettate da ISP;
- 2) l'Offerta continuava a porre a carico degli Azionisti di UBI Banca gran parte dei rischi connessi al raggiungimento degli Obiettivi Strategici dell'Operazione definiti da ISP; il Corrispettivo incrementato non remunerava adeguatamente tali rischi;
- 3) le nuove valutazioni, condotte ancora con il supporto degli *advisor* finanziari di UBI, Credit Suisse e Goldman Sachs, evidenziavano che il Corrispettivo incrementato esprimeva, al 21 luglio 2020, un concambio implicito pari a 2,00x³⁸, ancora inferiore sia alla media, sia alla mediana dei concambi risultanti dall'applicazione delle metodologie utilizzate dal Consiglio di Amministrazione pari, rispettivamente, a 2,40x e 2,27x.³⁹ Il Corrispettivo monetario non compensava la differenza di 1,1 miliardi (senza considerare il limitato riconoscimento delle sinergie) di cui è stata data evidenza nel Comunicato di UBI del 3 luglio;
- 4) quanto disposto dall'AGCM implicava potenziali effetti negativi sul perseguimento delle prospettive di sviluppo reddituale di ISP sottese agli obiettivi strategici dell'operazione.

Come si è accennato, le conclusioni del CdA di UBI sono state supportate da due nuove *Fairness opinion* rilasciate ancora da Credit Suisse e Goldman Sachs in data 23 luglio 2020 e allegate all'Aggiornamento in oggetto del Comunicato del 3 luglio.

Quanto a Credit Suisse, il testo dell'*opinion* è sostanzialmente identico a quello della FO del 3 luglio, salvo il richiamo all'integrazione del corrispettivo. Nuovamente la conclusione è stata di inadeguatezza sotto il profilo finanziario per gli azionisti di UBI. Anche l'Appendice metodologica non si è discostata dall'Appendice alla FO del 3 luglio. Le stime aggiornate dell'*advisor* hanno mostrato un rapporto di scambio minimo di 1,84 ottenuto con l'utilizzo del DDM e un rapporto massimo di 3,39 ottenuto con il metodo dei multipli di borsa, rapporti tutti leggermente diversi da quelli esposti in precedenza, ma sostanzialmente allineati. Anche in questo caso il processo valutativo sottostante non è stato rappresentato numericamente e neppure sono stati chiariti i motivi delle differenze rispetto alle stime

³⁸ Tenuto conto che il prezzo di chiusura e il prezzo ufficiale del 21 luglio 2020 per l'azione ISP sono stati pari rispettivamente a euro 1,885 e 1,905, il concambio implicito a quella data è risultato pari a $1,7 + 0,57/\text{prezzo dell'azione} \approx 2$, come evidenziato da UBI.

³⁹ 2,39 e 2,28, secondo quanto riportato nel precedente Comunicato del 3 luglio 2020.

del 3 luglio, considerato che il corrispettivo monetario non rileva rispetto alle risultanze dei metodi applicati.

Analogamente può dirsi per le stime di Goldman Sachs, che hanno esposto un rapporto minimo di 1,77 (DDM) e massimo di 3,10 (metodo dei multipli di borsa), non identici a quelli indicati nella FO del 3 luglio, stime che pure hanno dato luogo a un giudizio di inadeguatezza da un punto di vista finanziario per gli azionisti di UBI. Per quanto riguarda il DDM, la FO aggiornata di Goldman Sachs ha evidenziato tassi di attualizzazione diversi, leggermente più bassi sia per i flussi di ISP, sia per quelli di UBI, ma non è precisato per quale ragione, a distanza di venti giorni rispetto alle valutazioni precedenti. Quanto ai tre diversi metodi applicati, anche in questo caso il processo valutativo sottostante non è stato rappresentato numericamente, né – il riferimento è ad entrambi gli *Advisor* - ci si poteva aspettare diversamente, tenuto conto dei testi delle precedenti FO.

Nell'Aggiornamento del 23 luglio 2020 del precedente Comunicato dell'Emittente del 3 luglio si è letto quindi nuovamente che “*il Consiglio di Amministrazione ha fatto proprio il lavoro compiuto dagli Advisor Finanziari*”. Le valutazioni del CdA di UBI condotte con il loro supporto “*evidenziano che il Corrispettivo Incrementato esprime, al 21 luglio 2020, un concambio implicito pari a 2,00x, ancora inferiore sia alla media e sia alla mediana dei concambi risultanti dall'applicazione delle metodologie utilizzate dal Consiglio di Amministrazione (pari, rispettivamente, a 2,40x e 2,27x).*”

Una conclusione, come l'insieme delle valutazioni proposte da entrambe le parti, non verificabile sulla base di idonea documentazione che espliciti e commenti stime e calcoli. Si è già evidenziato che i più recenti rapporti di scambio stimati dagli *advisor* mediante i diversi metodi hanno presentato *range* di valori molto ampi: 1,84-3,39 (differenza 84,2%) per Credit Suisse e 1,77-3,10 (differenza 75,1%) per Goldman Sachs. A fronte di questi minimi e massimi si possono determinare le quote di partecipazione che gli azionisti UBI (in ipotesi di adesione al 100%) avrebbero ottenuto nel capitale di ISP post acquisizione, a confronto con la partecipazione, implicita nel rapporto di scambio offerto di 1,7, del 10% [$= 1.945.284.755 / (17.509.728.425 + 1.945.284.755)$].

nr. azioni UBI: 1.144.285.146 = A

n. azioni ISP ante acquisizione: 17.509.728.425 = B

nr. azioni ISP in concambio secondo le stime di Credit Suisse:

minimo $A \times 1,84 = 2.105.484.669 = C_1$

• percentuale di partecipazione post: $C_1 / (B + C_1) = 10,73\%$

massimo $A \times 3,39 = 3.879.126.645 = C_2$

• percentuale di partecipazione post: $C_2 / (B + C_2) = 18,14\%$

nr. azioni ISP in concambio secondo le stime di Goldman Sachs:

minimo $A \times 1,77 = 2.025.384.708 = D_1$

• percentuale di partecipazione post: $D_1 / (B + D_1) = 10,37\%$

massimo $A \times 3,10 = 3.547.283.953 = D_2$

• percentuale di partecipazione post: $D_2 / (B + D_2) = 16,85\%$

Nel merito si osserva quanto segue:

- non sorprende che i diversi metodi abbiamo restituito stime significativamente diverse e diverse anche nell'applicazione da parte dei due *advisor*;
- sorprende che gli *advisor* abbiano esposto in modo agnostico nelle FO i *range* stimati per i rapporti di scambio, lasciando al CdA di UBI il compito di determinare i rapporti ritenuti congrui (certamente prerogativa dell'Organo amministrativo), senza fornire un

orientamento/ interpretazione sotto il profilo della qualità, affidabilità e ragionevolezza delle diverse stime ottenute;⁴⁰

- sorprende che siano state fatte proprie dal CdA stime dei due *advisor* che implicitamente assumevano una “congrua” partecipazione degli azionisti UBI nel capitale di ISP post acquisizione compresa tra un minimo del 10,37% e un massimo del 18,14%;
- sorprende che i rapporti di scambio infine ritenuti congrui dal CdA di UBI siano la risultante, altrettanto agnostica, del calcolo della media e della mediana, ponendo sullo stesso piano i diversi criteri e metodi.

Il 28 luglio 2020 sarebbe stato l'ultimo giorno per gli azionisti di UBI per decidere se aderire all'OPAS, ma Consob in data 27 luglio ha prorogato d'ufficio la scadenza di due giorni, fino al 30 luglio.⁴¹ L'OPAS di ISP ha infine avuto successo: il risultato definitivo ha confermato adesioni che si sono attestate al 90,203%, ben oltre la soglia minima del 66,7% per il controllo dell'Assemblea straordinaria, che costituiva il principale obiettivo dell'operazione.⁴²

Superata sia pur di poco la soglia del 90%, si applica l'art. 108, 2° comma, del TUF:

*“... 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”.*⁴³ Succes-

⁴⁰ Ciò risulta dal testo delle *Fairness Opinion*; nulla può dirsi delle eventuali più dettagliate presentazioni delle *Opinion* al CdA. Va però sottolineato ancora una volta che l'informativa è di fatto resa nell'interesse di tutti gli azionisti di UBI, non soltanto del CdA.

⁴¹ La campagna promozionale di UBI, direttamente o indirettamente riferita all'Offerta, è stata oggetto di “attenzione” da parte della Consob, che ha inviato alla banca la Nota prot. n. 0728936/ in data 26 luglio 2020 e infine ha approvato la Delibera n. 21460 del 27 luglio. Si leggano anche i Comunicati stampa di UBI e di ISP in pari data. Avendo ritenuto “*per lo meno incompleto*” un messaggio diffuso sul sito web di UBI, Consob ha dapprima chiesto alla banca con la citata Comunicazione di diffondere un Comunicato stampa di chiarimenti in proposito e successivamente disposto, con la richiamata Delibera, la proroga di due giorni del periodo di adesione, quindi fino al 30 luglio, per consentire agli azionisti di UBI di tenere conto anche dei chiarimenti ai fini delle proprie decisioni. In particolare, UBI aveva messo a disposizione dei suoi azionisti sul sito web di gruppo un “calcolatore” che poneva a confronto la quotazione corrente dell'azione UBI con la valorizzazione delle medesime azioni nel caso di adesione all'OPAS, quindi tenuto conto delle condizioni dell'Offerta. Consob con la richiamata Delibera “*ha chiesto a UBI Banca di integrare le informazioni reperibili sul sito della medesima società in merito alla citata tabella inerente al 'Valore del titolo UBI Banca in base all'offerta di Intesa Sanpaolo', rappresentando, in particolare, che la quotazione dell'azione di UBI Banca riportata nella suddetta tabella incorpora, tra l'altro, il premio implicito dell'Offerta e che tale quotazione non può costituire di per sé un'aspettativa del futuro andamento del titolo UBI Banca anche successivamente alla chiusura dell'Offerta ...*”. In mancanza di tale precisazione, l'azionista di UBI avrebbe potuto erroneamente ritenere pressoché indifferente mantenere in portafoglio le azioni oppure aderire all'OPAS, non intravedendo alcun sostanziale vantaggio economico nell'adesione. Ma in tal modo non considerando che – in caso di fallimento dell'OPAS o comunque di non adesione da parte dell'azionista – il prezzo di mercato delle azioni UBI dopo la scadenza dell'Offerta, a parità di altre condizioni, avrebbe ragionevolmente scontato una differenza di valore per il venir meno del premio implicito. Di fatto, il superamento della soglia del 90% alla scadenza del termine dell'Offerta ha poi determinato l'obbligo per ISP di lanciare un'OPA residuale alle stesse condizioni dell'OPAS, ma questo risultato non poteva certo considerarsi scontato.

⁴² ISP, Comunicato stampa, 3 agosto 2020. ISP ha precisato di avere raggiunto il 91,0139% del capitale sociale di UBI, tenuto conto delle azioni proprie detenute dalla stessa UBI e di altre frazioni entrate nel computo.

⁴³ ISP, Comunicato stampa, 30 luglio 2020: “... sulla base dei risultati provvisori dell'Offerta (incluso il Private Placement), in considerazione dell'avvenuto raggiungimento da parte dell'Offerente ad esito del Periodo di Adesione di una partecipazione superiore al 90%, ma inferiore del 95% del capitale sociale dell'Emittente, si rende noto che si verificheranno i presupposti di legge per l'esercizio dell'Obbligo di Acquisto ex articolo 108, comma 2, del TUF; pertanto, l'Offerente, come già dichiarato nel Documento di Offerta, non ripristinerà un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni delle azioni ordinarie dell'Emittente e darà corso alla procedura per l'adempimento dell'Obbligo di Acquisto ex articolo 108, comma 2, del TUF delle rimanenti n. 102.815.658 Azioni UBI, pari al 8,9851% del capitale sociale dell'Emittente.”

Il Comunicato stampa di ISP del 5 agosto 2020 ha successivamente chiarito che, in adempimento degli obblighi di acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 2, del TUF, ISP avrebbe riconosciuto agli azionisti che ne avessero fatto richiesta un corrispettivo complessivo pari a quello dell'Offerta, vale a dire 1,7 azioni ISP per una azione UBI e il corrispettivo monetario di euro 0,57. Oppure un corrispettivo integrale in contanti “che, ai sensi dell'art. 50-ter, comma 1, lettera a), del Regolamento Emittenti, corrisponde alla somma (x) della media ponderata dei prezzi ufficiali delle azioni dell'Offerente registrati sul Mercato Telematico Azionario nei cinque giorni di negoziazione precedenti la Data di Pagamento del Corrispettivo dell'Offerta (ossia nei giorni 29, 30 e 31 luglio, 3 e 4 agosto 2020), che è pari a euro 1,74638, moltiplicata per il Rapporto di Cambio, vale a dire, quindi, euro 2,969 (arrotondato alla terza cifra decimale) e (y) euro 0,57 (ossia, il Corrispettivo in Denaro)”.

sivamente per ISP sarebbe stato possibile procedere – secondo i piani noti fin dal lancio dell’Offerta - al *delisting* delle azioni UBI e alla fusione per incorporazione secondo un rapporto di cambio determinato in base alle norme codicistiche, quindi senza riconoscere un premio agli azionisti UBI eventualmente rimasti in possesso dei titoli anche dopo l’OPA residuale.

Come precisato in premessa, tenuto conto degli specifici obiettivi, le analisi svolte in queste note hanno considerato gli eventi e i documenti a disposizione del pubblico fino al 5 agosto 2020.

9. Conclusioni. *Dissoi Lógoi*, informativa al mercato e interessi degli azionisti

Leggendo il nutrito scambio tra ISP e UBI di “argomentazioni in contrasto” destinate al mercato e diffuse a partire dall’annuncio dell’OPS il 17 febbraio 2020, mediante documenti previsti dalle norme di riferimento e numerosi comunicati stampa, mi sono tornati alla mente frammenti dei miei lontani studi classici. Mi aveva colpito l’idea, di matrice sofisticata, di esercitare e migliorare le capacità di argomentare sostenendo una tesi e il suo contrario da parte di due soggetti, o anche dello stesso soggetto, su un dato argomento, qualsiasi argomento. I *Dissoi Lógoi* dell’anonimo autore del V secolo a.C. sono questo, esemplificati su nove “dispute”: “Bene e male”, “Bello e turpe”, “Giusto e ingiusto”, “Verità e menzogna”, ecc.

I Consigli di amministrazione delle due banche si sono cimentati in questo esercizio, con argomentazioni in contrasto su “rapporto di scambio dell’OPS/OPAS congruo o non congruo”; “possibilità o impossibilità, in certe condizioni, di cedere sportelli di UBI a BPER”; “riconoscimento o non riconoscimento a favore dei soci di UBI di una adeguata quota delle sinergie stimate”, e via enumerando sui vari temi oggetto della “disputa”. È assai probabile che i piccoli azionisti abbiano seguito con interesse il “contenzioso”, nell’ambito del quale si sono sostenute alcune tesi e le tesi contrarie, sono stati offerti alcuni numeri e altri per smentirli, è stato dichiarato, e smentito, l’interesse degli azionisti di entrambe le banche, di UBI in particolare, nei confronti dell’acquisizione, e altro. Ma è anche assai probabile che essi siano rimasti disorientati da “argomentazioni in contrasto”, tutte plausibili in quanto apparentemente ragionevoli e, sempre apparentemente, supportate documentalmente, ma di fatto non provate nei confronti del mercato, né le une né le altre. Gli azionisti di UBI sono quindi stati invitati a decidere sulla fiducia, su un consiglio più o meno disinteressato, sulla persuasione indotta dalle campagne di comunicazione più convincenti⁴⁴, che toccano corde sensibili e molto diverse. Ad esempio: “*aderisci anche tu per beneficiare del premio del 44,7%*”⁴⁵, contro “*la fiducia non si compra*”.⁴⁶

Mi perdonerà l’anonimo autore dei *Dissoi Lógoi* se, spero non troppo impropriamente, ho preso spunto dalle sue annotazioni. Le considerazioni svolte in queste note non mirano a

⁴⁴ A questo proposito ricordo l’intervento della Consob con Delibera n. 21460 del 27 luglio 2020, di cui si è detto alla nota 41. La norma di riferimento è l’art. 41, comma 5 del Regolamento Emittenti, richiamato dall’Autorità: “*Ogni messaggio in qualsiasi forma diffuso avente carattere promozionale relativo all’offerta ovvero inteso a contrastare un’offerta deve essere riconoscibile come tale. Le informazioni in esso contenute sono espresse in modo chiaro, corretto e motivato, sono coerenti con quelle riportate nella documentazione già diffusa e non inducono in errore circa le caratteristiche dell’operazione e degli strumenti finanziari coinvolti. Copia di detti messaggi è trasmessa alla Consob contestualmente alla sua diffusione.*”

⁴⁵ Nelle pagine pubblicitarie sulla stampa veniva precisato, con carattere più piccolo, che di tratta di “*valore sulla base dei prezzi ufficiali al 14 febbraio 2020*” (si veda anche la mia nota n.35 per il semplice calcolo del premio, dopo l’incremento del corrispettivo con l’aggiunta della componente in denaro). In nota alle pagine pubblicitarie, con carattere ancora più piccolo, si indicava quanto segue: “*premio che è incorporato nell’attuale quotazione di UBI Banca. In caso di mancata adesione, tale premio verrebbe scorporato dal prezzo di borsa*”

⁴⁶ Oltre ad avere valutato non conveniente l’OPS/OPAS per gli azionisti di UBI sotto il profilo economico-finanziario, la banca ha lanciato una vasta campagna pubblicitaria secondo il nuovo approccio del c.d. *marketing* emozionale, rivolgendosi “alla mente e al cuore” degli azionisti, forse soprattutto i piccoli azionisti.

fornire un giudizio di merito sulle condizioni dell'OPAS⁴⁷, né a sostenere che gli argomenti dell'una siano più convincenti degli argomenti dell'altra. E neppure intendono evidenziare che l'informativa al mercato sia stata meno trasparente in termini comparativi rispetto ad altre operazioni della specie. Né che le stime del capitale economico delle due entità, così come rappresentate al mercato dai Consigli di amministrazione delle due banche e riflesse nei rapporti di scambio, nonché i documenti prodotti dalla società di revisione di ISP, dagli *Advisor* (le *Fairness opinion* richieste da UBI) e dall'Esperto, siano disallineati nei contenuti rispetto ad una supposta "prassi" di mercato. E tanto meno che non siano state rispettate le norme di riferimento nella conduzione dell'operazione sotto il profilo dell'informativa al mercato e nello sviluppo della dialettica fra le due banche, argomento che lascio ad eventuali analisi di tipo giuridico e comunque dando atto della prevista vigilanza della Consob, per quanto di competenza.

Nonostante le considerazioni svolte contengano numerosi commenti e opinioni personali, condivisibili o no, su vari aspetti dell'operazione, così come resi noti al mercato, principale obiettivo è stato valutare se l'informativa fornita da entrambe le parti, agli azionisti di UBI e a tutti gli *stakeholder* a vario titolo interessati, sia stata sotto il profilo sostanziale e non solo formale sufficiente per consentire di valutare la congruità del rapporto di scambio, prima e dopo l'integrazione con il corrispettivo monetario, e più in generale le condizioni dell'Offerta.

Ritengo che la risposta sia negativa. In nessun caso le valutazioni proposte sono state supportate da una precisa illustrazione, non solo in termini generali e perlopiù astratti, delle metodologie utilizzate, delle modalità applicative, dei parametri di mercato, delle previsioni dei flussi, della considerazione o meno del premio di controllo e delle sinergie, e quant'altro necessario per addivenire ad una stima del *range* dei valori. Quindi anche del rapporto di scambio "congruo", sulla base dei diversi metodi, esponendo in chiaro come i vari risultati sono stati pesati. La dialettica "a distanza" che si è sviluppata, sulla base del Documento di offerta, del prospetto e della sua successiva integrazione, dei vari Comunicati stampa delle due entità, non ha consentito di esprimere una opinione informata sul rapporto di scambio, perché è stata una dialettica in parte "a carte coperte", nell'ambito della quale le parti hanno potuto affermare quello che risultava utile per confermare o negare la convenienza dell'operazione, sui vari profili oggetto della "disputa", per gli azionisti di UBI.

È pur vero che, realisticamente, una parte degli azionisti di UBI, semplificando li definiamo azionisti-risparmiatori o investitori *retail*, forse non sarebbero stati comunque in grado di apprezzare contenuti maggiormente analitici, ma ciò non può ovviamente costituire una giustificazione.⁴⁸ Inoltre significative partecipazioni sono riferibili a investitori qualificati, fondazioni, fondi di investimento, soci riuniti in patti organizzati, i quali certamente avrebbero beneficiato di una maggiore trasparenza. Questa categoria di investitori ha probabilmente in taluni casi dovuto chiedere assistenza a propri *advisor* per districarsi tra i numeri e le opposte considerazioni delle parti; certo questo non è stato possibile per gli azionisti-risparmiatori. Si pensi inoltre agli *equity analyst*, alle società di *rating* e ai consulenti

⁴⁷ Si è più volte sottolineato che non è questo l'obiettivo di queste note, e peraltro neppure sarebbe stato possibile sulla base dei documenti disponibili, il che costituisce proprio il tema centrale delle considerazioni svolte.

⁴⁸ Viene alla mente ARTHUR SCHOPENHAUER e il suo Stratagemma n. 28 ne *L'arte di ottenere ragione*, Adelphi Edizioni, 1991. "Questo stratagemma lo si può adoperare principalmente quando persone colte disputano davanti ad ascoltatori incolti. Quando non si dispone di alcun argumentum ad rem e nemmeno di uno ad hominem, allora se ne fa uno ad auditores, cioè si avanza una obiezione non valida, di cui però solo un esperto vede l'inconsistenza: ma, mentre l'avversario è un esperto, tali non sono gli ascoltatori. Ai loro occhi egli viene dunque battuto ...".

finanziari per diverse ragioni impegnati a seguire e valutare l'operazione nell'ambito della rispettiva attività professionale.

Il paragone è forse un po' azzardato, ma la dialettica sui contenuti dell'OPAS sembra quindi essersi svolta non molto diversamente da come si esercitavano i discepoli delle varie scuole di retorica dell'antica Grecia, esponendo una tesi e la tesi contraria, i *Dissoi Lògoi*, in dispute senza alcuna conclusione che potesse considerarsi supportata da argomenti decisivi. Nella fattispecie oggetto di queste note non di esercizi puramente retorici si è trattato, ma di un acceso scambio tra le parti di argomenti pro e contro l'adesione all'OPAS, che sarebbe potuto proseguire indefinitamente se l'operazione non fosse stata temporalmente limitata nel suo sviluppo dai termini dell'Offerta.

È evidente che la valenza strategica di un'aggregazione, in una prospettiva di medio-lungo periodo, non può essere riassunta in termini strettamente quantitativi, ma le valutazioni di congruità certamente sì, pur nella consapevolezza che si tratta di stime che espongono risultati riflesso di ben definiti criteri e metodi, ipotesi su scenari di mercato e aziendali, scelta dei parametri, del campione di riferimento, e via enumerando secondo l'approccio utilizzato. Nelle operazioni della specie, il caso dell'OPAS ISP-UBI è un interessante e recente esempio, occorre riconoscere che al mercato viene spesso assicurata una trasparenza perlopiù formale sui termini dell'offerta e, se non concordata, sugli eventuali motivi di inadeguatezza nella prospettiva di controparte, ma a mio parere, nonostante il gran numero di documenti e comunicati, rimane un'opacità sostanziale sugli argomenti rappresentati nella disputa. Ritengo che ci siano buoni motivi per richiedere - nelle future operazioni - maggiori e migliori evidenze da portare all'attenzione di tutti i soggetti interessati, e particolarmente degli azionisti a tutela dei loro, e solo dei loro, interessi.