



AMBROMOBILIARE

Il caso Intesa/UBI

Quando il Badwill diventa un Goodwill

**Convenienza economica delle operazioni di consolidamento
nel settore bancario italiano**

AmbromobiliareS.p.A.

Luglio 2020

DESCRIZIONE OPERAZIONE INTESA/UBI



Nel primo semestre 2020 Banca Intesa Sanpaolo ha lanciato un'OPS (Offerta Pubblica di Scambio) sul gruppo bancario UBI in cui propone di acquistare 10 azioni di Ubi contro 17 azioni ordinarie di Intesa Sanpaolo di nuova emissione, con un premio di circa il 28% sui valori di Borsa di venerdì 14 febbraio 2020.

In sostanza:

- Banca Intesa offre per comprare UBI circa Euro 4,9 mld;
- UBI in borsa vale circa Euro 3,45 mld;
- il patrimonio netto consolidato al 31.12.2019 di UBI è pari a circa Euro 9,55 mld;
- quindi il cd "P/BV" di UBI Banca pari a 0,36x.

Quindi Intesa compra una banca ad un prezzo di circa Euro 4,9 mld, mentre oggi in Borsa vale circa Euro 3,45 mld: **chiaramente è un affare per gli azionisti di UBI.**

Intesa compra UBI Banca per Euro 4,9 mld, mentre il patrimonio netto è pari a Euro 9,55 mld: **quindi, prescindendo da ogni aspetto reddituale chiaramente è anche un affare per gli azionisti di Intesa.**

Inoltre, dopo la cessione di sportelli e partecipazioni assicurative a BPER e Unipol, ad Intesa rimane un cd "Goodwill Negativo" di circa Euro 3,4 mld. Il fattore critico dell'operazione è – probabilmente l'aspetto fondamentale, ben oltre le motivazioni strategiche – l'esistenza di questo "Goodwill Negativo".

IFRS 3: BUSINESS COMBINATION

A partire dal 1° gennaio 2020, alle operazioni identificate dal principio contabile IFRS3 come "Business Combination" saranno applicate delle modifiche rispetto al passato.

Secondo l'IFRS 3, tutte le Business Combination (operazioni in cui un acquirente acquisisce il controllo di una o più attività aziendali) vanno contabilizzate utilizzando il **purchasing method**: pertanto, l'entità acquirente

- riconosce e misura nel proprio bilancio le attività e passività acquisite, e le interessenze nell'acquisita da parte di terze parti;
- riconosce e misura l'**avviamento acquisito** nell'aggregazione aziendale (**goodwill**) o l'**utile contabile derivante da un acquisto a prezzi favorevoli (badwill)**;
- stabilisce quali informazioni devono essere fornite per permettere agli utilizzatori del bilancio di valutare natura ed effetti economici dell'operazione.

Il **purchasing method** prevede che:

- deve essere identificato un acquirente;
- si deve individuare il momento in cui l'acquirente acquisisce il controllo;
- si deve misurare il corrispettivo alla data in cui il controllo passa all'acquirente;
- si devono quindi identificare le attività identificabili e le passività assunte identificabili (PPA – Purchase Price Allocation);
- si deve attribuire il prezzo alle singole attività identificabili e alle passività assunte.

Definizione di Goodwill/Badwill

La differenza fra il prezzo pagato dall'acquirente e il fair value delle attività nette oggetto di cessione (tenuto conto anche delle attività e passività identificabili), se positiva, costituisce **Goodwill** (secondo l'IFRS 3 è "un'attività che rappresenta i futuri benefici economici risultanti da altre attività acquisite, in una Business Combination, non individuate singolarmente e non rilevate separatamente").

Nel caso in cui tale differenza conduca ad un risultato di segno Negativo, si tratta di un **Badwill**.

Però è anche sinonimo di un buon affare, perché l'acquisizione è stata fatta a prezzi inferiori ai valori contabili. Il principio IFRS3 prevede che venga rilevato nei ricavi dell'acquirente. Talvolta, il Badwill viene definito anche **Goodwill Negativo** proprio a rappresentazione del buon affare concluso dall'acquirente.

APPLICAZIONE IFRS 3 ALL'OPERAZIONE INTESA/UBI

Dunque, nel caso dell'operazione di integrazione di UBI in Intesa, il principio contabile suddetto potrebbe consentire ad Intesa di iscrivere nel bilancio consolidato questo importo di Euro 3,4 mld come ricavi - e quindi come utile netto.



Tuttavia, nel prospetto informativo sull'OPA, Intesa precisa che i Euro 3,4 mld saranno iscritti solo come riserva patrimoniale da utilizzarsi per svalutazioni prudenziali, che in parte indica: quasi Euro 1 mld per "oneri di integrazione" (cioè buonuscite per dimissioni spontanee, costi vari per licenziamenti e ristrutturazioni) e svalutazione crediti deteriorati per altri Euro 1,2 mld. La parte residuale costituirà un "tesoretto" per eventuali altre svalutazioni future.

Quindi il costo effettivo che sostiene Intesa per acquisire UBI Banca risulta pari a Euro 1,5 mld (vs gli Euro 4,9 mld).

Prescindendo da ogni e qualsiasi aspetto reddituale, abbiamo provato ad applicare la medesima visione adottata nell'operazione Intesa/UBI anche alle altre realtà bancarie italiane, quotate alla Borsa di Milano, per poter individuare quali banche potrebbero rappresentare una potenziale target di un'Offerta Pubblica d'Acquisito e per poter quantificare l'ammontare di "Goodwill Negativo".

Si tratta di un insieme eterogeneo di banche, in quanto non tutte svolgono l'attività bancaria tradizionale (cioè "l'esercizio congiunto dell'attività di raccolta di risparmio tra il pubblico e dell'attività di concessione del credito", art. 10, TUB).

Da tale analisi sono escluse Unicredit Group S.p.A., in quanto le sue dimensioni la esulano dal panorama italiano; Banca IFIS, Banca Finnat e Banca Profilo S.p.A., in quanto in entrambi i casi l'azionista di maggioranza detiene una quota superiore al 50% (e nel caso di Banca Profilo, l'azionista di controllo ha già avviato il processo di ricerca di acquirenti).

Tabella 1

Banca	Market Cap	PN consolidato	P/BV	Differenza %
	10/06/2020	2019		
<i>dati in €/000</i>				
Banco BPM	1.995.495	11.861.006	0,17x	-83,2%
Monte dei Paschi di Siena	1.746.468	8.279.119	0,21x	-78,9%
BPER Banca	1.154.076	5.291.547	0,22x	-78,2%
Credito Valtellinese	385.557	1.656.292	0,23x	-76,7%
Banco di Desio e Brianza	268.174	965.108	0,28x	-72,2%
Banca Popolare di Sondrio	833.414	2.517.572	0,33x	-66,9%
Banca Finnat	82.846	215.134	0,39x	-61,5%
Banca Intermobiliare	42.154	87.607	0,48x	-51,9%
Credito Emiliano	1.468.276	2.883.798	0,51x	-49,1%
Mediobanca	5.927.074	9.898.885	0,60x	-40,1%
Banca Sistema	131.714	177.120	0,74x	-25,6%
Illimity Bank	488.621	544.455	0,90x	-10,3%
Banca Mediolanum	4.701.623	2.343.113	2,01x	100,7%
Banca Farnafactoring	875.511	377.252	2,32x	132,1%
Fineco Bank	7.622.839	1.382.484	5,51x	451,4%

In giallo sono evidenziate le realtà bancarie con una "market cap" superiore rispetto al Patrimonio Netto Contabile consolidato risultante dall'ultimo bilancio annuale approvato. Si può notare che si tratta di realtà bancarie differenti rispetto agli istituti di credito tradizionali.

Abbiamo stimato un ipotetico prezzo di acquisizione pari a un premio del +30% rispetto all'attuale market cap, e il relativo "Goodwill Negativo" derivante dall'acquisizione. Nella tabella 2 sono riportati i prezzi di acquisto e il relativo "Goodwill Negativo".

Abbiamo escluso le banche con un P/BV almeno pari a 1 (Banca Mediolanum, Banca Farnafactoring, Fineco Bank) e Illimity Bank, poiché l'operazione non risulta dimensionalmente conveniente.

Tabella 2

Banca	Hp: prezzo di acquisto (+30% market cap)	Hp: Goodwill Negativo
<i>dati in €/000</i>		
Banco BPM	2.594.143	9.266.863
Monte dei Paschi di Siena	2.270.409	6.008.710
BPER Banca	1.500.299	3.791.248
Credito Valtellinese	501.224	1.155.068
Banco di Desio e Brianza	348.626	616.482
Banca Popolare di Sondrio	1.083.438	1.434.134
Banca Intermobiliare	54.800	32.807
Credito Emiliano	1.908.758	975.040
Mediobanca	7.705.197	2.193.688
Banca Sistema	171.228	5.892

In giallo sono riportate le potenziali target di un takeover che presentano un Goodwill Negativo, derivante da una ipotetica operazione di acquisizione, approssimativamente pari o superiore a Euro 1 mld.

Prendendo in considerazione l'ammontare del Goodwill Negativo e il flottante delle imprese bancarie in esame, le società target che risultano più interessanti sono **Banco BPM, Credito Valtellinese e Banca Popolare di Sondrio.**

BANCO BPM



Prezzo Titolo a 1 anno

Azionisti	%
Capital Research and Management	4,99%
Invesco Ltd.	2,57%
Fondazione ENPAM	1,95%
Fondazione Cassa di Risparmio di Torino	1,78%
Fondazione Cassa di Risparmio di Lucca	1,24%
Calzedonia Holding S.p.A.	1,75%
Flottante	85,72%



Prezzo Titolo a 3 anni

**MONTE
DEL PASCHI
DI SIENA**
BANCA DAL 1472



Prezzo Titolo a 1 anno

Azionisti	%
Ministero dell'Economia e delle Finanze	68,24%
Assicurazioni Generali S.p.A.	4,31%
Azioni proprie	3,18%
Flottante	24,27%



Prezzo Titolo a 3 anni

BPER:
Banca



Prezzo Titolo a 1 anno

Azionisti	%
Dimensional Fund Advisors LP	4,09%
Fondazione di Sardegna	10,24%
Unipol Gruppo S.p.A.	19,73%
Flottante	65,94%



Prezzo Titolo a 3 anni



Prezzo Titolo a 1 anno

Azionisti	%
<i>Credit Agricole S.A.</i>	5,00%
<i>Hosking Partners LLP</i>	5,13%
<i>Algebris Ltd</i>	5,29%
<i>DGFD S.A.</i>	5,78%
<i>Altera Absolute Investments</i>	7,07%
<i>Flottante</i>	71,73%



Prezzo Titolo a 3 anni



Prezzo Titolo a 1 anno

Azionisti	%
<i>Amber Capital UK LLP</i>	6,265%
<i>Flottante</i>	99,735%



Prezzo Titolo a 3 anni



Prezzo Titolo a 1 anno

Azionisti	%
<i>Credito Emiliano Holding</i>	77,57%
<i>Flottante</i>	22,43%



Prezzo Titolo a 3 anni



Prezzo Titolo a 1 anno



Prezzo Titolo a 3 anni

Azionisti	%
<i>Leonardo Del Vecchio</i>	9,89%
<i>Gruppo Bolloré</i>	6,73%
<i>Gruppo Blackrock</i>	4,93%
<i>Gruppo Mediolanum</i>	3,28%
<i>Fininvest</i>	2,00%
<i>Edizione</i>	2,09%
<i>Fin. Priv.</i>	1,62%
<i>Flottante</i>	69,46%



AMBROMOBILIARE



Ambromobiliare S.p.A.

Corso Venezia 16 - 20121 Milano - t. +39 02 873 990 69 ra. - f. +39 02 873 990 81

www.ambromobiliare.it - direzione@ambromobiliare.it