UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI MODENA E REGGIO EMILIA
Dipartimento di Economia “Marco Biagi”

Corso di laurea magistrale: Direzione e Consulenza d’Impresa

IL CASO BMPS – MEDIOBANCA: LA FUSIONE COME LEVA PER IL RIPOSIZIONAMENTO STRATEGICO NEL SETTORE BANCARIO

Relatore:
Prof. Francesco Badia

Tesi di:
Chiara Marchi
(matricola: 205693)

Anno Accademico 2025 – 2026

"Mettersi insieme è un inizio, rimanere insieme è un progresso, lavorare insieme è un successo."

(***Henry Ford***)

INDICE

Introduzione 4

CAPITOLO 1 – INQUADRAMENTO TEORICO DELLA FUSIONE 8

1.1. La definizione e le caratteristiche della fusione per incorporazione 8

1.2. L'operazione di M&A e la creazione di valore 10

1.3. Le motivazioni economiche e strategiche della fusione per incorporazione 13

CAPITOLO 2 – CONTESTO DELL'OPERAZIONE E PROFILO DELLE SOCIETA' COINVOLTE 15

2.1. La fusione per incorporazione di Mediobanca in Banca Monte dei Paschi di Siena 15

2.2. Il contesto macroeconomico e settoriale dell'operazione 23

2.3. La storia e le caratteristiche di Banca Monte dei Paschi di Siena 26

2.4. La storia e le caratteristiche di Mediobanca 28

CAPITOLO 3 – ASPETTI STRATEGICI DELL'OPERAZIONE DI FUSIONE 31

3.1. Le motivazioni industriali dell'operazione 31

3.2. Gli obiettivi di crescita e il consolidamento 34

3.3. I vantaggi competitivi attesi e le sinergie operative – organizzative 39

3.4. La creazione di valore per gli stakeholders 40

CAPITOLO 4 – PROFILI VALUTATIVI E FINANZIARI DELL'OPERAZIONE 42

4.1. La determinazione e l'analisi del rapporto di cambio 42

4.2. I metodi di valutazione utilizzati nell'operazione 48

4.3. La valutazione delle sinergie derivanti dall'operazione 57

4.3.1. Le variabili per la stima e la valutazione delle sinergie 60

4.3.2. La quantificazione delle sinergie 60

4.3.3. Il principio della relatività delle valutazioni 62

4.4. Gli impatti economici, patrimoniali e finanziari 63

CAPITOLO 5 – EFFETTI ATTESI, CRITICITA' E VALUTAZIONE CONCLUSIVA 66

5.1. I benefici e gli effetti attesi dall'operazione 66

5.2. Limiti dell'analisi e possibili sviluppi futuri 70

5.3. Le criticità nella valutazione delle banche 73

5.4. Le criticità dell'integrazione e i rischi strategici e finanziari 76

5.5. La valutazione complessiva dell'operazione 78

Conclusioni 84

Bibliografia 85

Sitografia 87

Ringraziamenti 92

Introduzione

In un contesto economico caratterizzato da cambiamenti rapidi e continui, le imprese sono fortemente influenzate dalle dinamiche di mercato e, per preservare la propria forza competitiva, affrontano rilevanti processi di trasformazione sia sul piano organizzativo sia su quello comportamentale.

Le operazioni straordinarie di impresa negli ultimi anni hanno avuto un rapido sviluppo in quanto spesso vengono realizzate per il conseguimento di sinergie di tipo operativo-organizzativo, produttivo ed economico-finanziario.

Nel corso del 2025 il mercato italiano delle operazioni straordinarie ha confermato il proprio ruolo strategico nei processi di crescita, riorganizzazione e consolidamento delle imprese domestiche, seppur operando in un contesto internazionale caratterizzato da importanti tensioni geopolitiche, incertezza macroeconomica e nuove dinamiche commerciali.

Le attività di fusione e acquisizione (denominate anche M&A), le operazioni di private equity e i processi di aggregazione societaria hanno mantenuto significativi livelli (le operazioni concluse sono circa 1.350 per un controvalore complessivo superiore a 70 miliardi di euro)[1]. Sebbene questi risultati evidenzino una leggera contrazione rispetto all'anno precedente, il mercato ha dimostrato una notevole capacità di resilienza e adattamento a shock esogeni[2].

Uno degli elementi più rilevanti del 2025 è stato il forte processo di consolidamento nel settore bancario e finanziario, che ha rappresentato la quota più consistente del valore complessivo delle operazioni portate a termine.

Numerose offerte pubbliche di acquisto e scambio (OPAS), nonché operazioni di integrazione tra istituti di credito e società finanziarie, hanno contribuito a ridefinire gli assetti proprietari del sistema bancario nazionale, confermando la tendenza alla ricerca di maggiori dimensioni operative, efficienze gestionali ed economie di scala. Si è inoltre verificata una crescita delle operazioni di finanza straordinaria compiute da imprese residenti sul territorio nazionale.

---

[1] KPMG, "*Il mercato M&A italiano chiude il 2025 in leggero calo", 23/12/2025,* (https://kpmg.com/it/it/media/press-releases/2025/12/mercato-ma-italiano-chiude-2025-in-leggero-calo.html)

[2] KPMG, *"Primo trimestre debole. Operazioni per 9 miliardi di euro.", 01/04/2026* (https://kpmg.com/it/it/media/press-releases/2026/04/mercato-ma-primo-trimestre-2026.html)

In particolare, le imprese hanno privilegiato strategie di sviluppo e di crescita attraverso acquisizioni nazionali e integrazioni di filiera, mentre le operazioni cross-border (compiute all'estero) hanno registrato una decelerazione, a causa dell'incertezza dei mercati internazionali[3].

In tale contesto, i fondi di private equity – la cui attività tipica è quella di investire in società non quotate con il fine di favorirne lo sviluppo e ottenere un rendimento attraverso la futura vendita della partecipazione acquisita – hanno continuato a svolgere una funzione importante nel sostenere i processi di crescita e di consolidamento, in particolare nel segmento delle piccole e medie imprese (PMI)[4].

Nel complesso, il 2025 può essere considerato come un anno nel quale le imprese si sono orientate maggiormente al consolidamento strategico piuttosto che all'espansione quantitativa. Le operazioni di finanza straordinaria si sono confermate strumenti fondamentali per consentire alle imprese di affrontare le sfide competitive, perseguire obiettivi di crescita e creare valore nel lungo periodo.

Nel 2026 le imprese italiane stanno continuando ad utilizzare le operazioni di finanza straordinaria, ancora configurate come valido strumento per perseguire obiettivi di crescita e di riorganizzazione aziendale ovvero di ridefinizione del perimetro operativo – inteso come l'insieme delle attività, delle responsabilità e degli ambiti nei quali un'azienda, un'organizzazione o un ente può operare, adattandosi ai cambiamenti del sistema finanziario italiano e internazionale – nonché come leva strategica, nonostante il contesto macroeconomico sia caratterizzato da elevata incertezza geopolitica e rallentamento delle prospettive economiche globali[5].

---

[3] KPMG, *"Mercato in leggero calo: pesano le tensioni e l'incertezza a livello internazionale.", 07/10/2025,* (https://kpmg.com/it/it/media/press-releases/2025/10/ma-italia-q3-2025-mercato-in-calo-tensioni-incertezza-internazionali.html)

[4] KPMG, *"Mercato M&A Italia: primo trimestre 2025 positivo con operazioni per oltre 15 miliardi di euro", 01/04/2025,* (https://kpmg.com/it/it/media/press-releases/2025/04/Mercato-M-A-Italia-primo-trimestre-2025-positivo-con-operazioni-per-oltre-15-miliardi-di-euro.html)

[5] Raimondi Giorgio, *"Trend delle transazioni M&A in Italia nel 2026: implicazioni per la competitività delle imprese nazionali",* Fondazione Machiavelli*, 01/03/2026,* (https://www.centromachiavelli.com/2026/03/01/trend-delle-transazioni-ma-in-italia-nel-2026-implicazioni-per-la-competitivita-delle-imprese-nazionali/)

Sebbene si sia verificato un calo delle attività intraprese nei primi mesi dell'anno, sia nel numero delle operazioni concluse sia nel valore complessivo[6], il mercato ha dimostrato una significativa capacità di resilienza vale a dire che il mercato italiano continua a dimostrare una capacità di adattamento ai cambiamenti dello scenario economico e competitivo, confermando l'importanza delle operazioni di finanza straordinaria. In particolare, si è data continuità al processo di consolidamento avviato negli anni precedenti, con numerose operazioni volte all'integrazione di filiere produttive, all'espansione in nuovi mercati e al conseguimento di economie di scala.

Ancora una volta, i fondi di private equity e infrastrutturali hanno assunto un ruolo rilevante; in particolare, hanno continuato a partecipare in maniera attiva alle operazioni di acquisizione e sviluppo aziendale, pur adottando criteri di investimento più selettivi e mirati rispetto agli anni precedenti[7].

Nel complesso, è possibile descrivere il 2026 come un anno di transizione e di consolidamento, nel quale le operazioni straordinarie conservano una centralità nelle strategie aziendali.

Ed è proprio in questo scenario di profonda ristrutturazione che si inserisce il presente elaborato, focalizzato sull'istituto della fusione, e più nello specifico della fusione per incorporazione.

L'analisi teorica verrà applicata al caso studio della fusione per incorporazione tra Banca Monte dei Paschi di Siena (BMPS) e Mediobanca, due banche altamente significative operanti sul territorio nazionale. Tale operazione è stata annunciata a inizio 2025 e prevede il perfezionamento entro la fine del 2026. L'operazione di fusione rappresenta uno dei casi più emblematici del recente processo di consolidamento del sistema bancario nazionale.

Il presente lavoro si articola in un percorso che combina l'approccio teorico con l'analisi tecnica del caso oggetto di studio, e prevede anche una parte dedicata all'analisi critica.

Inizialmente, viene definito l'istituto della fusione, con un focus specifico sulla fusione per incorporazione. Successivamente, l'analisi si estende al concetto di M&A e ai relativi meccanismi di creazione di valore, e spiega come una operazione di questo tipo sia in grado di generare sinergie e benefici. Verranno successivamente delineate le determinanti ovvero le ragioni economiche e strategiche che guidano queste operazioni, sia a livello generale sia con specifico riferimento al caso preso in esame.

---

[6] KPMG, *"Il mercato M&A italiano chiude il primo semestre con oltre 30 miliardi di controvalore, per 660 transazioni completate.", 04/07/2025,* (https://kpmg.com/it/it/media/press-releases/2025/07/mercato-ma-primo-semestre-2025.html)

[7] EY, *"EY Parthenon Bulletin: scenario globale fragile, capitale più selettivo ma aziende attive e pronte al cambiamento", 24/04/2026,* (https://www.ey.com/it_it/newsroom/2026/04/ey-parthenon-bulletin-scenario-globale-fragile-capitale-piu-selettivo-ma-aziende-attive-e-pronte-al-cambiamento)

L'analisi tecnica entra nel dettaglio dell'operazione mediante l'illustrazione del profilo delle società partecipanti alla fusione, descrivendone il rispettivo core business e il posizionamento di mercato, senza mai perdere di vista il contesto macroeconomico e settoriale nel quale tale operazione è stata intrapresa e sviluppata.

Il centro della ricerca si focalizza sugli aspetti strategici e industriali dell'incorporazione di Mediobanca in BMPS, descrivendo gli obiettivi di crescita, il consolidamento bancario, i vantaggi competitivi attesi e le sinergie che si prevede di realizzare come esito dell'operazione.

In seguito, verranno descritti i criteri ovvero i profili di valutazione, con una particolare attenzione ai metodi utilizzati per la determinazione del capitale economico (chiamato anche *equity value*) e per la definizione del rapporto di cambio.

In conclusione, verranno esaminati gli effetti attesi, gli aspetti critici e verrà fornita una valutazione complessiva dell'operazione, evidenziando anche i possibili sviluppi futuri dell'entità bancaria risultante dall'attuazione dell'operazione.

In linea di principio, le metodologie impiegate nella valutazione delle imprese bancarie non differiscono da quelle solitamente utilizzate nelle procedure valutative delle imprese facenti parte di settori diversi da quello finanziario. Tuttavia, le peculiarità che caratterizzano i processi produttivi delle imprese bancarie e la disciplina normativa alla quale si fa riferimento, rappresentata dagli accordi di Basilea, influiscono sui metodi di valutazione e pertanto richiedono degli aggiustamenti al fine di considerare le specificità del business bancario.

Attraverso l'analisi della prospettata fusione, il presente elaborato si pone come obiettivo quello di analizzare e valutare le motivazioni sottostanti all'operazione, le modalità con le quali essa si introduce nel processo di consolidamento del settore bancario in Italia. Inoltre, si intendono considerare le maggiori implicazioni sul piano giuridico, patrimoniale e strategico conseguenti all'operazione stessa.

Alla luce di tali considerazioni, la presente ricerca si sviluppa attorno al seguente interrogativo: nell'ambito dell'operazione di fusione per incorporazione di Mediobanca in BMPS, in quale misura le motivazioni industriali e strategiche, le sinergie attese e il rapporto di cambio risultano coerenti con gli obiettivi strategici dichiarati nell'operazione? Inoltre, l'operazione presenta una coerenza generale tra le finalità strategiche che sono state dichiarate, il valore economico che è stato attribuito alle società coinvolte e i rischi legati all'integrazione tale da poter creare valore per gli azionisti? La fusione di Mediobanca in BMPS è soprattutto un'operazione dimensionale o un progetto di riposizionamento strategico del gruppo Montepaschi?

Su queste domande si basa l'intero elaborato.

CAPITOLO 1 – INQUADRAMENTO TEORICO DELLA FUSIONE

1.1. La definizione e le caratteristiche della fusione per incorporazione

L'operazione straordinaria di fusione trova la sua disciplina organica nel Codice civile agli articoli 2501 – 2505 quarter. Ai sensi dell'art. 2501 comma 1, la fusione può realizzarsi secondo due modalità: mediante la costituzione di una nuova entità (fusione per unione ovvero in senso stretto) oppure tramite l'incorporazione di una o più società in un soggetto giuridico preesistente (fusione per incorporazione)[8]. Quest'ultimo schema rappresenta l'ipotesi statisticamente più diffusa nella prassi societaria.

Sotto il profilo giuridico, la fusione per incorporazione comporta l'assorbimento della società "incorporata" all'interno della compagine societaria dell'"incorporante"[9]. Mentre la prima perde la propria individualità giuridica e cessa l'attività, la seconda ne conserva l'identità, integrandone l'intero patrimonio complessivo. L'operazione si perfeziona attraverso uno scambio di partecipazioni (azioni – per S.p.A. e per S.a.p.a. – o quote – per S.r.l.). Ai soci della società incorporata viene assegnata una quota di partecipazione al capitale della società incorporante, calcolata sulla base di un rapporto di cambio[10]. In tal modo, viene garantita la continuità della partecipazione dei soci al business aziendale.

Ai sensi dell'art. 2504 – bis c.c., la società incorporante subentra a titolo universale nei diritti, negli obblighi e in tutti i rapporti giuridici, anche processuali, anteriori all'operazione.

Le caratteristiche fondamentali dell'istituto possono essere riassunte in cinque pilastri: *continuità aziendale*, vale a dire che l'incorporante non dà vita a un nuovo soggetto economico, ma prosegue la propria attività, mantenendo inalterata la propria veste giuridica.

Successione patrimoniale universale, cioè, il patrimonio dell'incorporata (comprensivo di attività, passività, contratti e rapporti di lavoro in essere) viene integralmente trasferito all'incorporante.

Neutralità fiscale, ossia, sotto il profilo delle imposte sui redditi, l'operazione non genera plusvalenze o minusvalenze rilevanti ai fini fiscali, configurandosi come un regime di neutralità volto ad agevolare i processi di riorganizzazione industriale.

---

[8] Brocardi, *art. 2501 Codice civile – Forme di fusione,* (https://www.brocardi.it/codice-civile/libro-quinto/titolo-v/capo-x/sezione-ii/art2501.html)

[9] B2SCOUT, *"Fusione per incorporazione, una soluzione strategica per le imprese", 08/05/2025,* (https://www.b2scout.com/blog/fusione-per-incorporazione/)

[10] SAVIOLI G., *Le operazioni di gestione straordinaria*, Giuffrè Francis Lefebvre, 2020, pagina 331

Tutela dei soci di minoranza e dei creditori, entrambe le categorie di soggetti sono tutelati da specifiche garanzie finalizzate ad assicurare trasparenza e correttezza dell'operazione; in particolare, i soci di minoranza sono tutelati in quanto possono disporre della documentazione relativa all'operazione, per esprimere successivamente un voto consapevole in assemblea[11]; i creditori possono esercitare, anteriormente alla fusione, il diritto di opposizione entro 60 giorni dall'ultima iscrizione della deliberazione di fusione nel Registro delle Imprese, al fine di evitare che l'operazione possa pregiudicare il soddisfacimento dei loro crediti[12].

Semplificazione procedurale, disciplinata dagli articoli 2505, 2505 – bis e 2505 – quarter c.c. che prevede iter documentali alleggeriti per casistiche specifiche, come l'incorporazione di società interamente possedute (al 100%) o controllate al 90%, data la minore esigenza di tutelare i soci di minoranza.

L'iter ordinario di fusione è un procedimento complesso che richiede la redazione di specifici documenti: il progetto di fusione, la situazione patrimoniale (riferita a non oltre 120 giorni dal deposito del progetto di fusione), la relazione degli amministratori, la relazione degli esperti, le delibere di approvazione delle rispettive assemblee dei soci e, infine, l'atto di fusione. L'operazione acquista efficacia giuridica dalla data stabilita nell'atto stesso, condizionata all'ultima iscrizione presso il Registro delle Imprese. A partire da tale momento si realizza la successione universale nei rapporti giuridici delle società partecipanti e si producono gli effetti patrimoniali ed organizzativi dell'operazione.

Il cardine dell'intera operazione è il progetto di fusione (disciplinato dall'art. 2501 – ter c.c.), documento unico redatto congiuntamente dagli organi amministrativi delle società partecipanti. Esso deve obbligatoriamente indicare alcuni elementi fondamentali, quali i dati identificativi delle società, lo statuto dell'incorporante con le relative modifiche intervenute come conseguenza della fusione, il rapporto di cambio, le modalità di assegnazione delle azioni o delle quote, la data di decorrenza contabile e gli eventuali vantaggi riservati ad amministratori o a particolari categorie di soci[13]. L'atto conclusivo è l'atto di fusione (art. 2504 c.c.), che deve rivestire la forma di atto pubblico e deve essere depositato entro trenta giorni presso il Registro delle Imprese a cura del notaio ovvero degli amministratori, formalizzando così il subentro definitivo e l'avvio della nuova configurazione societaria[14].

---

[11] SAVIOLI G., *Le operazioni di gestione straordinaria*, Giuffrè Francis Lefebvre, 2020, pagina 312

[12] SAVIOLI G., *Le operazioni di gestione straordinaria*, Giuffrè Francis Lefebvre, 2020, pagina 310

[13] Brocardi, *art. 2501 ter Codice Civile – Progetto di fusione,* (https://www.brocardi.it/codice-civile/libro-quinto/titolo-v/capo-x/sezione-ii/art2501ter.html)

[14] Brocardi, *art. 2504 Codice Civile – Atto di fusione,* (https://www.brocardi.it/codice-civile/libro-quinto/titolo-v/capo-x/sezione-ii/art2504.html)

1.2. L'operazione di M&A e la creazione di valore

Nel corso del loro ciclo di vita le imprese programmano e implementano azioni strategiche volte ad incrementare il loro valore, perseguendo finalità ricollegabili a diversi fattori di natura soggettiva ed oggettiva.

Le motivazioni di carattere soggettivo si esplicano, in via principale, nella volontà di imprenditori e manager di fronteggiare progetti ambiziosi, focalizzati e orientati alla realizzazione di risultati futuri capaci di migliorare il posizionamento strategico e incrementare il valore dell'impresa.

Le motivazioni oggettive, invece, si fondano su una procedura di valutazione strategica basata su criteri razionali, con il fine di individuare e giustificare le iniziative più idonee a promuovere la crescita e lo sviluppo dell'impresa[15].

Le operazioni di M&A racchiudono l'insieme delle transazioni straordinarie (fusioni e acquisizioni), volte a modificare l'assetto societario e il controllo di due o più entità, con la finalità strategica di generare valore economico. La procedura alla base di queste operazioni si suddivide in diverse fasi, le quali si pongono come obiettivo quello di individuare una società *target* (chiamata anche società obiettivo), valutarla e procedere poi con la sua acquisizione. Rientrano tra le fasi principali la due diligence e la valutazione dell'impresa; se vengono raggiunte le necessarie intese, si passa alla chiusura (detta *closing*) dell'operazione di M&A.

La procedura che guida queste operazioni è ampia ed articolata e si basa su una scrupolosa ed attenta pianificazione, analisi e infine attuazione. Inoltre, è necessario predisporre delle informazioni che si traducono in una descrizione della società, l'indicazione della sua struttura organizzativa, dei prodotti e dei servizi ma anche dei clienti. Una sezione rilevante è rappresentata da una descrizione dell'andamento economico, finanziario e patrimoniale della società riferito agli anni più recenti. Vengono anche considerati gli elementi essenziali del business plan nel quale sono indicati la strategia perseguita e i risultati economico-finanziari che ci si aspetta di ottenere.

La fase finale del processo di M&A è l'integrazione delle entità successivamente all'esecuzione dell'operazione. A tal proposito, occorre predisporre un piano dettagliato, che ha come principale funzione l'integrazione delle operazioni, dei sistemi e delle differenti culture aziendali ma anche monitorare le sinergie auspicate; tutto ciò è reso possibile tramite il coordinamento dei mutamenti che si verificano all'interno delle organizzazioni.

---

[15] CONCA, V., *Le acquisizioni: valutare e gestire i processi di crescita*, 3.th edizione, Egea, Milano, 2010

Dopo il compimento dell'operazione, viene condotta una valutazione al fine di analizzare i risultati ottenuti rispetto agli obiettivi prefissati inizialmente. Si rileva la presenza di eventuali problematiche sorte durante l'esecuzione dell'intera procedura, in modo tale da garantire la buona uscita dell'operazione di M&A. In sostanza, un'impresa si serve di una fusione o di un'acquisizione per raggiungere risultati che sarebbero più difficili o più lenti da ottenere da sola. Sebbene nella prassi i termini siano spesso usati come sinonimi, essi sottendono due istituti distinti: il *merger* (la fusione) identifica l'integrazione di due o più società precedentemente autonome in un'unica entità giuridica ed economica. L'*acquisition* (l'acquisizione) si riferisce all'acquisto del controllo di un'impresa (denominata *bidder che* nel contesto delle operazioni di M&A è la società offerente che promuove l'operazione straordinaria e che intende acquisire o fondersi con la società target), determinando, quindi, un rapporto di subordinazione in cui la società acquisita perde l'autonomia strategica pur potendo conservare la propria personalità giuridica[16].

Le operazioni di fusione e acquisizione si sono sviluppate in diversi settori dell'economia, come ad esempio, nel settore finanziario, il quale sostiene la crescita e incentiva l'idealizzazione, la pianificazione e successivamente l'attuazione di queste operazioni. Di conseguenza, gli investitori hanno progressivamente adottato criteri di selezione più rigorosi ed attenti, privilegiando le operazioni con più solide motivazioni industriali e prospettive di creazione di valore nel lungo periodo. Per esempio, nel settore bancario la finalità principale che può portare gli istituti di credito a voler dar attuazione a queste operazioni è quella di ridimensionare il sistema bancario italiano, in particolare riducendone la frammentazione.

Le transazioni di M&A possono essere classificate in base alla relazione settoriale tra i partecipanti: si definiscono orizzontali quando le imprese operano nel medesimo mercato (come nel caso della fusione tra BMPS e Mediobanca) e verticali quando l'integrazione avviene a monte o a valle della filiera produttiva.

Sotto il profilo strategico, le operazioni di M&A possono essere attuate come leva di crescita esterna con lo scopo di accrescere il valore di un'azienda grazie alla diversificazione delle attività in nuovi mercati, al consolidamento della quota di mercato e alla realizzazione di economie di scala. Queste operazioni creano valore quando l'integrazione tra due o più imprese permette di ottenere risultati economici e strategici superiori a quelli che le stesse aziende avrebbero potuto conseguire operando separatamente.

---

[16] Sumup, *"Mergers & Acquisition (M&A) – Cosa sono le M&A?",* (https://www.sumup.com/it-it/fatture/dizionario/mergers-and-acquisitions/)

Inoltre, la creazione di valore può essere collegata anche a un miglioramento della qualità manageriale, consentendo così un impiego più efficiente delle risorse e delle potenzialità.

Il principio cardine che giustifica un'operazione di M&A è il concetto di *sinergia*, secondo cui il valore dell'entità integrata, o risultante dall'operazione, risulta superiore alla somma algebrica delle singole società considerate autonomamente. In termini formali, il valore creato ΔV (dove Δ esprime la differenza ovvero il gap di valore generato) può essere espresso dalla seguente equazione: $V(_{AB}) - (V_A + V_B)$ nella quale (V_{AB}) rappresenta il valore della nuova entità economica dopo l'integrazione, mentre (V_A) e (V_B) indicano rispettivamente il valore stand-alone delle singole imprese prima dell'operazione. Affinché l'operazione sia considerata efficiente, la differenza deve risultare positiva e superiore ai costi di transazione e di integrazione sostenuti. La creazione di valore si realizza attraverso molteplici drivers economici e strategici.

Le sinergie operative derivano dalla razionalizzazione delle strutture organizzative, dall'eliminazione delle duplicazioni, dall'efficientamento dei processi e dalla combinazione dei portafogli prodotti, favorendo sia economie di scala (riduzione dei costi) sia economie di scopo (incremento dei ricavi). Un ulteriore fattore di creazione di valore è rappresentato dalle sinergie finanziarie, che si sostanziano in una maggiore capacità di raccolta del capitale, nella riduzione del costo del funding (grazie al minor profilo di rischio dell'entità combinata), nell'ottimizzazione dei flussi di cassa e in eventuali benefici di natura fiscale. Vi è anche l'acquisizione di risorse strategiche, che consentono di internalizzare rapidamente competenze chiave, brevetti e marchi consolidati, oltrepassando le barriere temporali e i costi legati alla crescita interna.

Il miglioramento dell'efficienza gestionale può realizzarsi a condizione che il management dell'impresa acquirente introduca nell'impresa target modelli di corporate governance e sistemi decisionali maggiormente efficienti, ottimizzandone le risorse sottoutilizzate in modo tale da incrementare in maniera significativa la produttività e la redditività.

Come evidenziato nella letteratura, la generazione di valore non è un esito automatico, in quanto una quota significativa di operazioni non raggiunge i target prefissati. Tali insuccessi sono prevalentemente riconducibili a errori simmetrici in fase di due diligence (sovrastima delle sinergie e dei prezzi di acquisto), a barriere culturali e a complessità organizzative insite nel delicato processo di integrazione post-acquisizione. Pertanto, la sostenibilità dell'operazione dipende in uguale misura sia dalla solidità del disegno strategico originario, sia dalle capacità operative del management nel governare la transizione.

1.3. Le motivazioni economiche e strategiche della fusione per incorporazione

Le determinanti che trainano un'operazione di fusione per incorporazione si articolano in tre macrocategorie interconnesse: motivazioni economiche, strategiche ed operative. Poiché la fusione determina l'unificazione di complessi aziendali, la sua finalità tipica è individuabile nella concentrazione aziendale per la massimizzazione del valore complessivo.

Le determinanti economiche ed operative mirano all'ottenimento di una struttura aziendale più efficiente. Esse includono il conseguimento di economie di scala (tramite l'espansione dimensionale) ed economie di scopo (sfruttamento sinergico di asset complementari), la riduzione dei costi operativi ed amministrativi consente l'eliminazione di duplicazioni di funzioni/attività, uffici e strutture; una migliore efficienza finanziaria è resa possibile sia da un più ampio accesso al credito (maggiore facilità di accedere alle fonti di finanziamento) sia dalla ottimizzazione della struttura finanziaria; un incremento della redditività attraverso l'ottenimento di sinergie che permettono di generare risultati economici superiori a quelli realizzati dalle singole società considerate disgiuntamente.

Le determinanti strategiche configurano la fusione come leva di crescita esterna. Permettono un incremento immediato della quota di mercato, l'ingresso in nuovi segmenti geografici oppure merceologici (fenomeno della diversificazione) e l'assorbimento di risorse immateriali (come know-how, brevetti e marchi). Dimensioni maggiori si traducono, infine, in un superiore potere contrattuale verso clienti, fornitori e istituti di credito. Le determinanti societarie e di salvaguardia sono ricollegabili relativamente al fatto che la fusione risponde ad esigenze di razionalizzazione del portafoglio di partecipazioni detenute da un gruppo, centralizzandone la governance.

In via sussidiaria, l'istituto può rappresentare uno strumento per il superamento di squilibri economico-finanziari, ponendosi come efficace alternativa alla liquidazione societaria per salvaguardare le unità produttive.

Nel caso in cui l'operazione coinvolga soggetti indipendenti, ossia imprese che non appartengono già al medesimo gruppo societario, essa determina un incremento dimensionale dell'acquirente attraverso l'acquisizione di capacità produttive e commerciali già presenti e operative sul mercato[17].

L'obiettivo primario della fusione per incorporazione è quello di creare una realtà aziendale più forte, efficiente e competitiva, capace di generare un valore complessivo superiore alla somma dei valori delle singole società.

---

[17] SAVIOLI G., *Le operazioni di gestione straordinaria*, Giuffrè Francis Lefebvre, 2020, pagina 333

In conclusione, la fusione per incorporazione viene di solito realizzata con il fine principale di creare valore attraverso sinergie, miglioramento dell'efficienza, sia operativa sia finanziaria, aumentare la competitività e perseguire obiettivi, finalità di crescita e consolidamento strategico.
In sintesi, l'operazione mira a strutturare un'entità combinata dotata di una posizione competitiva superiore rispetto alla configurazione stand-alone dei singoli partecipanti.

CAPITOLO 2 – CONTESTO DELL'OPERAZIONE E PROFILO DELLE SOCIETA' COINVOLTE

2.1. La fusione per incorporazione di Mediobanca in Banca Monte dei Paschi di Siena

L'operazione di fusione per incorporazione ha coinvolto due banche rilevanti sul territorio nazionale: Banca Monte dei Paschi di Siena (BMPS) e Mediobanca.

In particolare, BMPS nel mese di gennaio 2025, ha lanciato una Offerta Pubblica di Scambio (OPS) Totalitaria Volontaria nei confronti di Mediobanca. Nel settembre 2025, l'originaria OPS si è evoluta in una OPAS (Offerta Pubblica di Acquisto e di Scambio) che, dopo l'esecuzione di diversi accordi, è defluita nella fusione per incorporazione, nella quale BMPS è la società incorporante e Mediobanca è la società incorporata.

Una OPS è una operazione per mezzo della quale una società rivolge a una o più categorie di investitori, un'offerta di sottoscrizione di azioni di nuova emissione[18]. Invece, una OPAS è una operazione tramite la quale una società rivolge agli investitori un'offerta di acquisto di strumenti finanziari (azioni, obbligazioni o altri titoli) che vengono pagati in parte con denaro e in parte con altri strumenti finanziari[19]. L'evoluzione in OPAS prevedeva un incremento del corrispettivo, corrispondente ad azioni BMPS di nuova emissione destinate ai soci di Mediobanca, con il supplemento di una componente in denaro pari a € 0,9 per ogni azione di Mediobanca, mantenendo così invariate il numero di azioni assegnate sulla base del rapporto di cambio[20], in precedenza fissato a 2,533[21] azioni BMPS per ogni azione Mediobanca.

L'OPS/OPAS prevedeva altresì il delisting di Mediobanca e nonostante alla struttura complessiva dell'operazione siano state apportate delle modifiche, tale aspetto è stato mantenuto e ne è stata ulteriormente prevista l'attuazione in seguito al perfezionamento della fusione.

---

[18] Borsa Italiana, *"Glossario Finanziario – Offerta pubblica di sottoscrizione",* (https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/offerta-pubblica-di-sottoscrizione.html)

[19] Borsa Italiana, *"Glossario Finanziario – Offerta pubblica di acquisto e scambio",* (https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/offerta-pubblica-di-acquisto-e-scambio.html)

[20] Banca Monte dei Paschi di Siena, *"Offerta pubblica di scambio totalitaria volontaria promossa da Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A. sulle azioni ordinarie di Mediobanca – Banca di Credito Finanziario società per azioni", Siena, 02/09/2025,* (https://www.gruppomps.it/static/upload/02_/02_09_25_cs.pdf), pagina 1. Mediobanca, *"Documento informativo relativo a operazione di maggiore rilevanza con parti correlate", 17/03/2026,* (https://www.mediobanca.com/static/upload_new/doc/documento-informativo-opc_fusione-mb-in-bmps.pdf), pagina 5

[21] Banca Monte dei Paschi di Siena, *"Offerta pubblica di scambio totalitaria volontaria promossa da Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A. sulle azioni ordinarie di Mediobanca – Banca di Credito Finanziario società per azioni", Siena, 02/09/2025,* (https://www.gruppomps.it/static/upload/02_/02_09_25_cs.pdf), pagina 2

Al contrario, rispetto a quanto era stato inizialmente previsto, la componente monetaria è stata azzerata e il rapporto di cambio è stato nuovamente determinato.

Con il termine *delisting* si fa riferimento alla rimozione di un titolo azionario da una Borsa con la conseguente cessazione della sua negoziazione pubblica. Le ragioni che portano alla rimozione di un titolo possono essere guidate da motivazioni finanziarie o da scelte strategiche aziendali.

Una delle principali cause che portano al delisting sono le fusioni ovvero le acquisizioni (come nel caso preso in esempio) in quanto è prassi che i titoli della società target cessino di essere negoziati sul mercato, poiché la società viene assorbita o incorporata nell'organizzazione acquirente.

Gli azionisti della società acquisita vengono pertanto remunerati mediante un corrispettivo concordato, costituito da azioni della società acquirente, da un pagamento in contanti o da una combinazione di entrambe le forme di compensazione[22].

L'operazione di fusione è stata divulgata attraverso una serie di comunicazioni progressive rivolte al mercato in conformità agli obblighi di trasparenza in merito alle informazioni *price sensitive*, vale a dire informazioni che non sono pubbliche ma che, se dovessero essere divulgate, potrebbero influenzare in modo significativo il prezzo degli strumenti finanziari di una società.

All'iniziale approvazione delle linee guida fornite dai rispettivi Consigli di Amministrazione nel febbraio 2026, è seguita la pubblicazione del progetto di fusione e del documento informativo, contenenti i dettagli dell'operazione quali le sinergie attese, i piani industriali e il procedimento autorizzativo.

L'efficacia dell'operazione, approvata dalle rispettive assemblee straordinarie dei soci a febbraio 2026, è subordinata alle concessioni regolamentarie di Banca d'Italia, della Banca Centrale Europea (BCE) e il via libera della Presidenza del Consiglio nel quadro della normativa Golden Power[23]; quest'ultimo si riferisce all'insieme dei poteri speciali attribuiti al Governo italiano per tutelare gli interessi strategici nazionali. Tale disciplina consente all'organo esecutivo di intervenire nelle operazioni societarie che coinvolgono imprese operanti in settori strategici, imponendo condizioni ovvero opponendosi all'operazione qualora siano a rischio la sicurezza o gli interessi essenziali del Paese.

---

[22] Banco BPM, *"Delisting di un titolo: cos'è e cosa significa per gli investitori?", 14/10/2019,* (https://www.bancobpm.it/magazine/privati/finanza-personale/delisting/)

[23] Banca Monte dei Paschi di Siena, *"Approvato il progetto di fusione per incorporazione di Mediobanca in Banca Monte dei Paschi di Siena. Rapporto di cambio fissato in n. 2,450 azioni BMPS per ciascuna azione Mediobanca", Siena – Milano, 10/03/2026,* (https://www.gruppomps.it/static/upload/cs_/0000/cs_progetto-di-fusione.pdf), paragrafo "Autorizzazioni", pagina 4

Nel suddetto contesto, la BCE riveste una funzione particolarmente importante in quanto svolge un ruolo di primaria importanza nel processo di valutazione delle operazioni di fusione e acquisizione. Essa ritiene che la fusione bancaria rappresenti un'operazione di concentrazione mediante la quale due istituti di credito si integrano dando origine a un'entità di maggiori dimensioni. È altresì incaricata di fornire una valutazione prudenziale in merito alla solidità patrimoniale, all'adeguatezza degli assetti di governance e alla sostenibilità del modello di business[24].

A giugno 2025 la Banca Centrale Europea ha rilasciato l'autorizzazione per l'acquisizione diretta di una partecipazione di controllo in Mediobanca e indiretta in Mediobanca Premier S.p.A. e Compass Banca S.p.A. L'approvazione segue le autorizzazioni anteriormente ricevute riguardanti le modifiche allo Statuto in relazione all'aumento di capitale sociale previsto dall'operazione e il riconoscimento delle nuove azioni di futura emissione come strumenti computabili nei fondi propri di BMPS ai fini del capitale primario di classe 1 (Common Equity Tier 1 – CET 1). Contestualmente la BCE ha rilasciato l'autorizzazione ad acquisire una partecipazione in Mediobanca con un valore superiore al 10% del patrimonio di vigilanza consolidato del Gruppo, nonché delle relative partecipazioni indirette rilevanti. Il provvedimento autorizzativo ha previsto che, entro sei mesi dall'acquisizione del controllo su Mediobanca, BMPS debba trasmettere alla BCE un piano di integrazione avente la funzione di commentare le modalità attraverso le quali l'operazione si è svolta e gli effetti principali sul nuovo gruppo bancario[25].

In particolare, il piano dovrà contenere un'analisi inerente agli impatti dell'operazione sul capitale, sulle sue strategie di raccolta e sull'infrastruttura digitale e di sicurezza informatica, evidenziando le potenziali variazioni rispetto alle ipotesi formulate in sede di richiesta autorizzativa. Tale analisi dovrà considerare anche le sinergie attese, i costi di integrazione, le previsioni riguardanti le perdite operative e le valutazioni concernenti l'avviamento. Inoltre, sarà necessario presentare un *capital plan* aggiornato che includa uno scenario di base e uno scenario avverso, corredati dalle relative misure di mitigazione individuate dal management e da una valutazione in merito alla concreta fattibilità e alle tempistiche di attuazione dell'operazione[26].

---

[24] Banca Centrale Europea – Vigilanza Bancaria, *"Come funzionano le fusioni e acquisizioni bancarie?",* (https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/banking-supervision-explained/html/bank_mergers_acquisitions.it.html)

[25] Banca Monte dei Paschi di Siena, *"BCE rilascia l'autorizzazione necessaria all'acquisizione della partecipazione di controllo in Mediobanca S.p.A. e nelle società controllate da Mediobanca Premier S.p.A. e Compass Banca S.p.A.", Siena, 25/06/2025,* (https://www.gruppomps.it/static/upload/25_/25_06_2025_bce_ita.pdf), pagina 1

[26] Banca Monte dei Paschi di Siena, *"BCE rilascia l'autorizzazione necessaria all'acquisizione della partecipazione di controllo in Mediobanca S.p.A. e nelle società controllate da Mediobanca Premier S.p.A. e Compass Banca S.p.A.", Siena, 25/06/2025,* (https://www.gruppomps.it/static/upload/25_/25_06_2025_bce_ita.pdf), pagina 2

Ulteriormente, il piano dovrà descrivere l'assetto del sistema delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione (ICT), specificando l'architettura prevista nella fase attuativa e in quella a regime, i flussi informativi, gli accordi con i fornitori esterni, nonché i processi e i controlli inerenti alla gestione dei sistemi ICT, alla qualità dei dati e alla continuità operativa, con particolare attenzione alla gestione delle terze parti e agli adeguamenti delle procedure e dei piani interni.
Infine, il piano di integrazione dovrà definire il futuro assetto di corporate governance del nuovo gruppo, illustrando la struttura organizzativa e il funzionamento della disciplina interna essenziali al fine di garantire un efficace coordinamento strategico ed operativo tra BMPS e le società controllate[27].
Dovranno inoltre essere descritti la composizione e il funzionamento degli organi sociali delle società controllate, l'organizzazione del sistema dei controlli interni, da adeguare alla maggiore dimensione e complessità del gruppo e al relativo profilo di rischio, le modifiche alle politiche di remunerazione, anche al fine di favorire la *retention*, ovvero il mantenimento delle professionalità chiave di Mediobanca, nonché i cambiamenti previsti nelle modalità di aggregazione, monitoraggio e reporting delle informazioni sui rischi.
Il piano di integrazione dovrà ulteriormente definire un cronoprogramma dettagliato delle attività necessarie al completamento del processo di fusione, nonché individuare un adeguato sistema di governance volto ad assicurare il costante monitoraggio dello sviluppo dell'operazione e il raggiungimento degli obiettivi prefissati[28].
Il provvedimento della Banca Centrale Europea disciplina, altresì, l'ipotesi in cui l'offerta registri un livello di adesione inferiore al 50% del capitale di Mediobanca. In tale circostanza, BMPS sarà tenuta a trasmettere alla BCE, entro tre mesi dalla conclusione dell'operazione, una documentazione idonea a chiarire gli effetti dell'acquisizione sotto il profilo del controllo societario e delle prospettive strategiche dell'investimento.
In particolare, qualora ricorrano i presupposti del controllo di fatto, la banca dovrà presentare un'apposita relazione, approvata dal Consiglio di Amministrazione, e condivisa con la società incaricata della revisione legale, attestante l'effettiva sussistenza di tale forma di controllo[29].

---

[27] Banca Monte dei Paschi di Siena, *"BCE rilascia l'autorizzazione necessaria all'acquisizione della partecipazione di controllo in Mediobanca S.p.A. e nelle società controllate da Mediobanca Premier S.p.A. e Compass Banca S.p.A.", Siena, 25/06/2025,* (https://www.gruppomps.it/static/upload/25_/25_06_2025_bce_ita.pdf), pagina 2
[28] Banca Monte dei Paschi di Siena, *"BCE rilascia l'autorizzazione necessaria all'acquisizione della partecipazione di controllo in Mediobanca S.p.A. e nelle società controllate da Mediobanca Premier S.p.A. e Compass Banca S.p.A.", Siena, 25/06/2025,* (https://www.gruppomps.it/static/upload/25_/25_06_2025_bce_ita.pdf), pagina 2
[29] Banca Monte dei Paschi di Siena, *"BCE rilascia l'autorizzazione necessaria all'acquisizione della partecipazione di controllo in Mediobanca S.p.A. e nelle società controllate da Mediobanca Premier S.p.A. e Compass Banca S.p.A.", Siena, 25/06/2025,* (https://www.gruppomps.it/static/upload/25_/25_06_2025_bce_ita.pdf), pagina 2

Qualora, invece, il controllo di fatto non risulti configurabile, BMPS dovrà predisporre un piano strategico, anch'esso approvato dal Consiglio di Amministrazione, nel quale siano illustrati l'approccio gestionale alla partecipazione detenuta in Mediobanca, i criteri che orienteranno l'eventuale mantenimento o la dismissione della stessa, nonché i relativi obiettivi, le tempistiche di attuazione e le principali fasi operative.

Infine, BMPS dovrà trasmettere una dichiarazione nella quale specifichi se intenda procedere a un ulteriore incremento della partecipazione fino al conseguimento di una quota superiore al 50% del capitale sociale di Mediobanca, indicando altresì la stima degli effetti che tale eventuale operazione produrrebbe sulla situazione patrimoniale del gruppo[30].

Con riferimento al CET 1, esso è contenuto nell'accordo di Basilea III secondo il quale il patrimonio di vigilanza è formato da due elementi: patrimonio di base (o TIER 1) e patrimonio supplementare (TIER 2). Specificamente, il patrimonio di base è composto dal[31] Common Equity Tier 1 (CET 1), il quale rappresenta la componente di patrimonio di qualità primaria, che deve essere costituito prevalentemente da azioni ordinarie e riserve di utili non distribuibili. Il CET 1 è formato dalle azioni ordinarie emesse dall'istituto bancario per effetto del soddisfacimento dei requisiti regolamentari previsti dalla normativa di vigilanza, il sovrapprezzo collegato all'emissione delle azioni e degli strumenti finanziari compresi nel CET 1, le riserve di utili, di rivalutazione e le altre riserve palesi, includendo anche gli utili/perdite realizzati nel corso dell'esercizio. Vi rientrano, inoltre, le azioni ordinarie emesse dalle società controllate consolidate e detenute da soggetti terzi, nonché gli aggiustamenti regolamentari che la disciplina prudenziale consente di dedurre dal capitale primario di classe 1.

Il patrimonio di base è ulteriormente composto dal TIER 1 aggiuntivo, costituendo la componente residua del patrimonio di base formata dagli strumenti di capitale ricollegabili alla distribuzione dei dividendi ovvero degli interessi in modo non cumulativo e non discrezionale. Questi strumenti non presentano scadenza contrattuale e non devono incorporare incentivi al rimborso anticipato.

Il patrimonio supplementare, invece, è rappresentato dalla somma degli elementi patrimoniali di qualità secondaria di una banca[32].

---

[30] Banca Monte dei Paschi di Siena, *"BCE rilascia l'autorizzazione necessaria all'acquisizione della partecipazione di controllo in Mediobanca S.p.A. e nelle società controllate da Mediobanca Premier S.p.A. e Compass Banca S.p.A.", Siena, 25/06/2025,* (https://www.gruppomps.it/static/upload/25_/25_06_2025_bce_ita.pdf), pagina 2

[31] Tutte le informazioni inerenti alla composizione del patrimonio di base e del patrimonio supplementare sono state reperite nei seguenti documenti: BASEL COMMITEE ON BANKING SUPERVISION, Basilea 3 – *Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari,* Svizzera, 2010; BASEL COMMITEE ON BANKING SUPERVISION, Basel III: *A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, Svizzera, 2010 e BANCA D'ITALIA, *Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche* – Circolare n. 263 del 27 dicembre 2006, 13° aggiornamento del 29 maggio 2012

[32] Borsa Italiana, *"Glossario Finanziario – Tier II",* (https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/tier-2.html)

Alla luce delle considerazioni sopra sviluppate, gli accordi di Basilea impongono alle imprese bancarie di accantonare un ammontare di capitale proporzionato al livello di rischiosità delle loro attività al fine di rispettare i requisiti patrimoniali minimi.

La consistenza del patrimonio di vigilanza e la relativa composizione costituiscono un vincolo regolamentare per il perseguimento delle opportunità e degli obiettivi di crescita delle imprese stesse.

Nell'ambito della valutazione di un istituto bancario, è fondamentale considerare non solo le possibilità di sviluppo e di crescita, riferite ai ricavi, alle attività e agli utili, bensì alle strategie perseguite dalla banca al fine di raggiungere i requisiti patrimoniali previsti dalla normativa.

Inoltre, le modifiche attese o effettive relative alla regolamentazione possono influenzare la misurazione del rischio, in quanto il mutamento di vincoli normativi incrementano l'incertezza sulle prospettive future della banca con successive ripercussioni sul valore aziendale[33].

In sintesi, si può dire che la fusione per incorporazione di Mediobanca in BMPS è stata annunciata attraverso il processo tipico delle società quotate, vale a dire un processo che si articola generalmente in una fase preliminare di negoziazione e di due diligence, seguita dalla definizione della struttura dell'operazione, dall'adempimento degli obblighi informativi verso il mercato, dall'ottenimento delle necessarie autorizzazioni regolamentari e, infine, dall'approvazione assembleare e dal perfezionamento giuridico della fusione.

La due diligence è un processo di analisi e di verifica volto a valutare non solo la situazione economico-finanziaria e patrimoniale di un'azienda, ma anche la sua conformità alla normativa vigente ovvero è incentrato anche su aspetti che non costituiscono esclusivamente la parte monetaria.

Sotto il profilo societario, l'operazione di fusione si identifica come una *operazione con parti correlate di maggiore rilevanza*[34], le quali possono essere identificate come transazioni con soggetti correlati che, per il loro impatto significativo, richiedono particolari procedure di controllo e trasparenza.

---

[33] DAMODARAN A., *The dark side of valuation. Valuing young, distressed and complex business,* Pearson, 2018, pagina 646 e ss

[34] Banca Monte dei Paschi di Siena, *"Approvato il progetto di fusione per incorporazione di Mediobanca in Banca Monte dei Paschi di Siena. Rapporto di cambio fissato in n. 2,450 azioni BMPS per ciascuna azione Mediobanca", Siena – Milano, 10/03/2026,* (https://www.gruppomps.it/static/upload/cs_/0000/cs_progetto-di-fusione.pdf), pagina 2

L'operazione di fusione è considerata tale sulla base del rapporto esistente tra BMPS e Mediobanca, e nella circostanza tale per cui la banca senese esercita l'attività di direzione e coordinamento su Mediobanca – descritta come l'esercizio di influenza sulle scelte strategiche e gestionali di un'altra società, seppur mantenendo le società la propria autonomia giuridica – e controlla di diritto quest'ultima con una partecipazione al capitale sociale di circa l'86,3%, ottenuta come risultato dell'Offerta[35].

Tale asimmetria proprietaria potrebbe comportare un conflitto di interessi ai fini della determinazione del rapporto di cambio e nella valutazione delle condizioni economiche dell'operazione, poiché le due società coinvolte risultano essere sottoposte al medesimo soggetto controllante (BMPS) e quindi la transazione non si può configurare come un rapporto tra parti pienamente indipendenti.

Ai sensi del *Regolamento Consob n. 17221/2010*[36] e successive modifiche, al fine di garantire un'adeguata tutela degli azionisti di minoranza e di introdurre procedure ed obblighi di trasparenza del processo decisionale, l'operazione è soggetta alla disciplina prevista per le operazioni con parti correlate. Essa richiede l'approvazione da parte di un apposito comitato che prende il nome di Comitato per le Operazioni con Parti Correlate, il quale è un organo avente compiti consultivi ed istruttori che si trova all'interno del C.d.A. delle società per azioni.

La funzione principale del Comitato è esprimere un parere positivo in merito all'interesse di BMPS all'attuazione della fusione, ma anche sulla convenienza e correttezza delle procedure seguite e della sostanza dell'operazione.

Nella riunione tenutasi a febbraio 2026, il C.d.A. dell'incorporata, preso atto delle decisioni adottate dal C.d.A. dell'incorporante e in merito al progetto di piena integrazione tra i due istituti e rese pubbliche nella medesima data, ha deliberato l'avvio delle attività propedeutiche alla realizzazione della fusione, al conseguente delisting di Mediobanca, nominando altresì i consulenti legali e finanziari incaricati di assistere la società nell'ambito dell'operazione[37].

---

[35] Banca Monte dei Paschi di Siena, *"Documento informativo relativo ad operazione di maggiore rilevanza con parte correlata", 17/03/2026,* (https://www.gruppomps.it/static/upload/doc/documento_informativo_opc_fusione_mediobanca.pdf), sottoparagrafo "1.1 Rischi connessi ai potenziali conflitti di interesse derivanti dall'Operazione" pagina 5

[36] *Regolamento Operazioni con parti correlate, delibera n. 17221 del 12 marzo 2010* (https://www.consob.it/documents/1912911/1950567/reg_consob_2010_17221.pdf/5b82aec5-2165-1081-8831-04ace57d0bd9)

[37] Mediobanca, *"Documento informativo relativo a operazione di maggiore rilevanza con parti correlate", 17/03/2026,* (https://www.mediobanca.com/static/upload_new/doc/documento-informativo-opc_fusione-mb-in-bmps.pdf), sottoparagrafo "2.8 Indicazione degli organi o degli amministratori che hanno condotto o partecipato alle trattative e/o istruito e/o approvato l'operazione specificando i rispettivi ruoli, con particolare riguardo agli amministratori indipendenti, ove presenti" pagina 21

Tale decisione è stata assunta nel rispetto della normativa applicabile in materia di operazioni con parti correlate e degli ulteriori obblighi previsti dalla legge[38].

In data 10 marzo 2026, i Consigli di Amministrazione dei due istituti hanno approvato all'unanimità il progetto di fusione, la cui approvazione è stata preceduta dall'espressione di un parere favorevole da parte dei rispettivi Comitati per le Operazioni con Parti Correlate, che hanno riconosciuto la sussistenza dell'interesse delle società partecipanti all'operazione e ne hanno attestato la correttezza e la convenienza sia sotto il profilo procedurale sia sotto quello economico-sostanziale. Gli azionisti di Mediobanca cesseranno di detenere partecipazioni in quest'ultima e, tramite l'assegnazione di una quota di partecipazione al capitale sociale di BMPS, risultante dall'operazione, continueranno la loro attività subentrando così nel business dell'incorporante.

Oltre alla determinazione del rapporto di cambio, BMPS ha previsto un aumento di capitale sociale di un valore pari a €1,6 miliardi di euro al fine di emettere nuove azioni destinate agli azionisti di Mediobanca[39].

L'operazione confluisce in un ampio progetto di riorganizzazione societaria ma anche industriale che prevede inoltre l'assegnazione delle attività di Corporate & Investment Banking (servizi finanziari dedicati alle imprese, tra i quali finanziamenti, consulenza per operazioni straordinarie e supporto nelle attività sui mercati finanziari) e di Private Banking, rivolte alla clientela ad elevata patrimonializzazione, che saranno conferite a una società non quotata interamente controllata da BMPS, la quale assumerà la denominazione di Mediobanca S.p.A., in modo tale da preservare l'integrità del marchio che detiene un valore patrimoniale unico in termini di competenze e di eccellenza nei servizi di consulenza non solo ai privati ma anche alle imprese[40].

---

[38] Mediobanca, *"Documento informativo relativo a operazione di maggiore rilevanza con parti correlate", 17/03/2026,* (https://www.mediobanca.com/static/upload_new/doc/documento-informativo-opc_fusione-mb-in-bmps.pdf), sottoparagrafo "2.8 Indicazione degli organi o degli amministratori che hanno condotto o partecipato alle trattative e/o istruito e/o approvato l'operazione specificando i rispettivi ruoli, con particolare riguardo agli amministratori indipendenti, ove presenti" pagina 21

[39] Banca Monte dei Paschi di Siena, *"Documento informativo relativo ad operazione di maggiore rilevanza con parte correlata", 17/03/2026,* (https://www.gruppomps.it/static/upload/doc/documento_informativo_opc_fusione_mediobanca.pdf), sottoparagrafo "2.1 Descrizione delle caratteristiche, modalità, termini e condizioni dell'Operazione" pagina 6

[40] Banca Monte dei Paschi di Siena, *"Documento informativo relativo ad operazione di maggiore rilevanza con parte correlata", 17/03/2026,* (https://www.gruppomps.it/static/upload/doc/documento_informativo_opc_fusione_mediobanca.pdf), sottoparagrafo "2.3 Indicazione delle motivazioni economiche e della convenienza dell'Operazione per BMPS" pagina 10

In questo contesto, verrà assegnata alla nuova Mediobanca S.p.A. anche la partecipazione al capitale sociale di Assicurazioni Generali S.p.A. In parallelo, il piano prevede l'integrazione delle reti di consulenza finanziaria e delle attività di wealth management (insieme dei servizi dedicati alla gestione e valorizzazione dei patrimoni dei clienti attraverso consulenza e investimenti, rappresentando un'importante fonte di ricavi per gli intermediari finanziari) destinate ai segmenti retail (servizi bancari rivolti a privati e famiglie, come conti correnti, prestiti, pagamenti e prodotti di risparmio e investimento) e ai segmenti affluent (clienti privati con patrimoni medio-alti ai quali vengono offerti servizi finanziari personalizzati e consulenza dedicata), attualmente riconducibili a Mediobanca Premier e Banca Widiba (banca digitale del Gruppo Montepaschi), con l'obiettivo di valorizzare le complementarità operative e rafforzare l'efficacia commerciale del nuovo gruppo bancario[41].

2.2. Il contesto macroeconomico e settoriale dell'operazione

L'operazione di fusione per incorporazione di Mediobanca in BMPS si colloca nel 2025 all'interno di un quadro macroeconomico italiano e mondiale caratterizzato da elevata incertezza geopolitica, rallentamenti negli scambi commerciali globali e progressiva normalizzazione dei trend inflazionistici successivamente agli shock energetici e alle tensioni sui prezzi registrate in precedenza, che hanno determinato in Italia una crescita economica con tendenze positive seppur moderate, in quanto condizionata dalle politiche monetarie dettate dalla Banca Centrale Europea. In altre parole, l'operazione di integrazione si è sviluppata in una fase particolarmente delicata per l'economia italiana, caratterizzata da un progressivo ritorno alla normalità dopo i profondi disordini generati dalla pandemia da COVID-19 e successivamente dalla crisi energetica legata al conflitto tra Russia e Ucraina. La dinamica del PIL (prodotto interno lordo) – indicatore del livello dell'attività economica che attesta il valore della produzione commerciale complessiva di un Paese in un determinato lasso temporale – è stata influenzata dal rallentamento della domanda europea, dall'incertezza geopolitica internazionale e dagli effetti della politica monetaria restrittiva adottata dalla BCE per contrastare le pressioni inflazionistiche.

---

[41] Banca Monte dei Paschi di Siena, *"Approvato il progetto di fusione per incorporazione di Mediobanca in Banca Monte dei Paschi di Siena. Rapporto di cambio fissato in n. 2,450 azioni BMPS per ciascuna azione Mediobanca", Siena – Milano, 10/03/2026,* (https://www.gruppomps.it/static/upload/cs_/0000/cs_progetto-di-fusione.pdf), pagina 1. Banca Monte dei Paschi di Siena, *"Documento informativo relativo ad operazione di maggiore rilevanza con parte correlata", 17/03/2026,* (https://www.gruppomps.it/static/upload/doc/documento_informativo_opc_fusione_mediobanca.pdf), sottoparagrafo "2.3 Indicazione delle motivazioni economiche e della convenienza dell'Operazione per BMPS" pagina 10

In tale contesto, le imprese italiane hanno operato in un quadro caratterizzato da costi finanziari maggiori, da una domanda interna controllata e da prospettive di crescita contenute, sebbene sostenute dall'attuazione degli investimenti previsti dal Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR)[42].

Parallelamente, il sistema bancario italiano ha beneficiato degli effetti positivi collegati all'aumento dei tassi di interesse, tradotti in un aumento dei relativi margini e della redditività degli intermediari. Dopo oltre dieci anni caratterizzati da compressione dei margini, bassi tassi e difficoltà collegate ai crediti deteriorati (*NPL – Non Performing Loan*), gli istituti di credito hanno registrato un rafforzamento della propria solidità patrimoniale e della capacità di generare utili in quanto hanno potuto completare il processo di risanamento dopo la crisi avvenuta nel 2008, diminuendo così l'incidenza degli NPL. Tale miglioramento ha creato condizioni favorevoli per l'avvio di operazioni straordinarie finalizzate al consolidamento sistemico di questo settore.

Nell'appena descritto scenario si è inserita una nuova fase di concentrazione del mercato bancario italiano, guidata dalla necessità di ridurre i costi, ma anche incrementare l'efficienza operativa e la diversificazione delle fonti di ricavo in previsione di una futura normalizzazione della politica monetaria. La crescente rilevanza degli investimenti in innovazione tecnologica, digitalizzazione e sostenibilità ha ulteriormente rafforzato l'esigenza di disporre di dimensioni adeguate al fine di competere efficacemente nel mercato europeo.

L'operazione tra BMPS e Mediobanca si colloca all'interno del quadro appena delineato, costituendo un gruppo bancario avente come obiettivo centrale lo sviluppo di una più elevata diversificazione delle attività e una più alta capacità competitiva. La riduzione della dipendenza dai ricavi derivanti dall'intermediazione creditizia andrebbe a rafforzare la presenza in segmenti ad elevato valore aggiunto; ciò è reso possibile dall'integrazione tra il tradizionale modello di banca commerciale di BMPS e le competenze specialistiche di Mediobanca nei settori del wealth management, dell'investment banking e del credito al consumo.

Pertanto, l'operazione può essere interpretata come il risultato dell'interazione tra fattori macroeconomici e fattori settoriali. I primi sono legati alla normalizzazione dell'inflazione, all'evoluzione della politica monetaria e al rallentamento della crescita economica; mentre i secondi al processo di consolidamento del sistema bancario italiano e alla ricerca di modelli di business più resilienti e diversificati.

---

[42] Banca d'Italia – Eurosistema, *"Relazione annuale sul 2025 in sintesi", sezione "L'economia italiana: il quadro di insieme"*, (https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2025/sintesi/index.html)

Quanto, invece, al contesto settoriale, l'operazione di integrazione tra l'istituto senese e quello milanese si è sviluppata in una fase di importante evoluzione del sistema bancario italiano, caratterizzata da una crescente concentrazione del mercato, dal rafforzamento della solidità patrimoniale degli intermediari e dalla necessità di adattarsi a un contesto competitivo sempre più complesso e dinamico.

Nel 2025 il settore bancario nazionale si presentava infatti in condizioni migliori rispetto al decennio precedente. Gli interventi normativi e regolamentari introdotti a livello europeo dopo la crisi finanziaria globale del 2008 e la crisi del debito sovrano, avevano contribuito a rafforzare la stabilità degli istituti di credito imponendo requisiti patrimoniali più stringenti ma anche una maggiore attenzione alla gestione dei rischi. Di conseguenza, le banche italiane avevano progressivamente ridotto l'incidenza dei crediti deteriorati, che per molti anni hanno rappresentato una delle principali criticità del settore, riportando gli indicatori di qualità dell'attivo a livelli in linea con gli standard europei. La progressiva normalizzazione della politica monetaria lasciava prevedere una futura compressione dei margini, inducendo gli operatori a ricercare nuove fonti di crescita e quindi a perseguire strategie orientate alla diversificazione dei ricavi.

In tale scenario, il consolidamento bancario è emerso come una delle principali linee direzionali del settore a livello strategico.

Le fusioni e acquisizioni sono state considerate significativi strumenti per conseguire economie di scala, migliorare l'efficienza operativa e sostenere gli ingenti investimenti richiesti dalla trasformazione digitale. L'evoluzione tecnologica, infatti, stava modificando profondamente il business model bancario, imponendo investimenti crescenti in infrastrutture informatiche, cybersecurity e digitalizzazione dei processi. Il settore era inoltre chiamato ad affrontare le sfide derivanti dall'integrazione dei criteri ESG – environment (ambiente), social (sociale) e governance (gestione) – nei processi decisionali e nelle politiche di finanziamento.

Le autorità di vigilanza europee richiedevano alle banche una maggiore attenzione verso i rischi climatici e di transizione, imponendo ulteriori investimenti organizzativi e tecnologici che interessavano gli operatori dotati di maggiori dimensioni e capacità finanziarie.

Nell'ambito dell'operazione di fusione, BMPS ha reagito alla manifestazione delle micro-tendenze settoriali, completando anche il percorso di risanamento successivo alla ricapitalizzazione pubblica del 2017. Mediobanca, invece, era uno degli operatori più rilevanti nel panorama finanziario italiano, caratterizzato da una forte specializzazione e competenze nei servizi di investment banking, wealth management e nel credito al consumo.

L'integrazione tra le due realtà si inseriva pertanto nella più ampia tendenza alla creazione di gruppi bancari caratterizzati da una maggiore dimensione operativa e da un modello di business più diversificato**.** L'operazione rappresenta un esempio significativo delle strategie di consolidamento perseguite dagli intermediari finanziari italiani per accrescere la propria competitività e adattarsi alle profonde trasformazioni che interessano e hanno interessato il settore bancario non solo italiano ma anche europeo.
In conclusione, la fusione tra BMPS e Mediobanca si è sviluppata in un sistema bancario domestico più solido, redditizio e patrimonializzato rispetto al passato, ma al tempo stesso chiamato a confrontarsi con importanti sfide competitive, tecnologiche e regolamentari che necessariamente condizionano l'operazione.

2.3. La storia e le caratteristiche di Banca Monte dei Paschi di Siena

Fondata nel 1472 a Siena, Banca Monte dei Paschi di Siena rappresenta la più antica banca al mondo ancora oggi operativa. Nel corso dei secoli ha consolidato il proprio ruolo fino a diventare uno dei primi gruppi bancari italiani, caratterizzato da un modello e da una struttura organizzativa integrata e diversificata, attiva in differenti segmenti di attività.
Il Gruppo Montepaschi è profondamente radicato su tutto il territorio nazionale ma è anche presente capillarmente nei principali commerci internazionali, rivolgendosi al mercato offrendo servizi di retail e commercial banking (gestione dei depositi, pagamenti, attività di finanziamento) rivolti principalmente a famiglie, professionisti e PMI. L'offerta del Gruppo si estende dai servizi bancari tradizionali al credito specializzato, dall'asset management alla bancassurance fino all'investment banking[43].
Il modello organizzativo del Gruppo Montepaschi si fonda su una realtà finanziaria integrata operante nei settori bancario-creditizio ed assicurativo, caratterizzata da una presenza diversificata nei principali segmenti di mercato. Nel comparto internazionale è presente per il tramite di proprie società controllate. Quanto alla struttura organizzativa essa si fonda su quattro pilastri: vi è la capogruppo bancaria che esercita l'attività di coordinamento strategico, direzionale e gestionale per l'intero Gruppo, in modo da garantire il supporto operativo alle reti commerciali[44].

---

[43] Banca Monte dei Paschi di Siena, *"Presentazione", ultima modifica: 08/01/2026,* (https://www.gruppomps.it/gruppo/presentazione.html). Banca Monte dei Paschi di Siena, *"Storia del Gruppo MPS"*, (https://www.gruppomps.it/gruppo/storia.html)
[44] Banca Monte dei Paschi di Siena, *"Modello organizzativo", ultima modifica: 08/01/2026,* (https://www.gruppomps.it/gruppo/modello-organizzativo.html)

Vi sono inoltre, le società prodotto, costituenti la struttura dedicata alla progettazione e allo sviluppo di strumenti e servizi finanziari specializzati e destinati alla clientela. Ancora, la distribuzione dei prodotti e dei servizi è affidata alle unità di business di BMPS a Widiba, integrate dalla rete dei consulenti finanziari, che assicurano la presenza commerciale sul territorio e il contatto diretto con i clienti[45].

Le caratteristiche principali di BMPS possono essere articolate in quattro aree: banca commerciale e retail attraverso un'offerta di servizi tradizionali di rete (conti correnti, mutui, prestiti e credito al consumo), corporate & investment banking (dedicato alle operazioni di finanza d'impresa, credito a medio-lungo termine e mercati dei capitali rivolto alle aziende), private banking & wealth management tramite l'offerta di servizi di consulenza customizzata per la gestione e la protezione del patrimonio rivolto a clienti ad alto profilo, ma anche bancassicurazione e previdenza tramite l'offerta di polizze e coperture assicurative. In quest'ultima divisione il Gruppo si avvale della partnership con il gruppo assicurativo francese *AXA*.

L'attività commerciale combina la capillarità della rete di filiali e dei centri specialistici con un ecosistema di prestazioni digitali e self-service avanzati, supportato dalle competenze professionali della rete di consulenti finanziari di Banca Widiba – specializzata nei servizi bancari online e nell'innovazione tecnologica, consulenza finanziaria e gestione del risparmio – per il tramite dei quali vi è un modello di servizio che integra strumenti tecnologici avanzati e consulenza personalizzata. Inoltre, la banca mette a disposizione una gamma completa di prodotti e servizi destinati alla gestione del risparmio, degli investimenti e delle esigenze bancarie quotidiane, garantendo così un'esperienza al cliente caratterizzata da elevati standard qualitativi e da un alto livello di soddisfazione.

A livello internazionale, invece, il Gruppo concentra la propria operatività sul sostegno ai processi di internazionalizzazione delle imprese clienti, garantendo assistenza e servizi nei principali mercati finanziari globali per il tramite di Monte Paschi Banque SA.

Inoltre, Monte Paschi Fiduciaria svolge attività di amministrazione fiduciaria di beni e patrimoni, potendo assumere il ruolo di *trustee*, il quale si occupa della gestione ed amministrazione del patrimonio del trust secondo le regole stabilite nell'atto istitutivo e nell'interesse dei beneficiari.

---

[45] Banca Monte dei Paschi di Siena, *"Modello organizzativo", ultima modifica: 08/01/2026,* (https://www.gruppomps.it/gruppo/modello-organizzativo.html)

Può ricoprire anche la funzione di *protector* nell'ambito di trust costituiti secondo le diverse normative applicabili; quando assume questa funzione svolge compiti di vigilanza sull'operato del trustee e tutela gli interessi dei beneficiari del trust, controllando che la gestione del patrimonio avvenga secondo le regole pattuite.

2.4. La storia e le caratteristiche di Mediobanca

Costituita a Milano il 10 aprile 1946 su impulso di Enrico Cuccia e Raffaele Mattioli con il sostegno di tre banche di interesse nazionale: Banca Commerciale Italiana, Credito Italiano e Banco di Roma. Quest'ultime erano, in quegli anni, controllate dall'IRI – un ente pubblico fondato nel 1933 con l'obiettivo di salvare e gestire le aziende in crisi che ha cessato la sua attività nel 2002, come conseguenza delle privatizzazioni.
Mediobanca è nata sotto la denominazione di Banca di Credito Finanziario S.p.A., all'epoca in un contesto storico caratterizzato dalla necessità di sostenere la ricostruzione economica e industriale dell'Italia nel secondo dopoguerra. L'obiettivo originario dell'istituto era favorire lo sviluppo delle imprese italiane, fungendo da collegamento tra il risparmio privato e gli investimenti produttivi, in particolare attraverso il finanziamento a medio e lungo termine delle attività industriali.
Enrico Cuccia assunse inizialmente la carica di direttore generale e, a partire dal 1949, anche quella di amministratore delegato, contribuendo così in misura determinante alla definizione dell'identità e delle strategie di base dell'istituto.
Nel corso della propria evoluzione, l'istituto ha progressivamente allargato il suo perimetro operativo estendendo le proprie attività dal tradizionale modello di banca d'affari e holding di partecipazioni, per ampliarsi in un gruppo finanziario specializzato e solido da un punto di vista patrimoniale, strutturato in divisioni sinergiche ad alta redditività come il wealth management e i servizi bancari digitali, sviluppando successivamente un modello di business caratterizzato dall'integrazione tra attività di corporate & investment banking, di consumer finance e d'insurance, storicamente legato alla partecipazione in Assicurazioni Generali[46].
Tale configurazione consente di offrire alla clientela servizi ad elevato valore aggiunto e soluzioni finanziarie integrate, facendo leva su competenze specialistiche e su una consolidata esperienza nei rispettivi ambiti di attività.

---

[46] Mediobanca, *"Chi siamo", ultimo aggiornamento: 04/03/2025,* (https://www.mediobanca.com/it/gruppo-mediobanca/chi-siamo.html). Mediobanca, *"La nostra storia"*, (https://www.mediobanca.com/it/gruppo-mediobanca/la-nostra-storia.html)

Le divisioni consumer finance e insurance svolgono, inoltre, un ruolo strategico nell'equilibrio economico-finanziario in quanto sono caratterizzate da una significativa capacità di generare redditività e contribuiscono alla diversificazione delle fonti di ricavo, favorendo una maggiore stabilità dei risultati nel lungo periodo.

La divisione del wealth management è uno dei principali pilastri strategici dell'istituto, articolata nel segmento affluent (clientela di base) e in quello premier (clientela ad altro profilo) con Mediobanca Premier. Nel private banking Mediobanca opera con CMB Monaco e Spafid.

Le fabbriche prodotto di asset management come Mediobanca SGR (Società Gestione Risparmio), Polus Capital e RAM. Il corporate & investment banking focalizzato sulle attività di wholesale banking in merito alla consulenza strategica e M&A, con proiezioni internazionali quali Messier & Associès e Arma Partners. La consumer finance, operante per il tramite della controllata Compass nell'ambito del credito al consumo per la stabilizzazione e la diversificazione dei ricavi, è una divisione che offre credito e servizi finanziari ai consumatori per sostenere gli acquisti e i bisogni individuali[47].

Nel corso della sua evoluzione, l'istituto ha consolidato una posizione di rilievo nel sistema finanziario nazionale ed europeo, grazie a un modello di business caratterizzato da elevata specializzazione, solidità patrimoniale e attenzione alla gestione del rischio.

Il modello operativo di Mediobanca si basa sull'integrazione di attività tra loro complementari e sinergiche, ciascuna contraddistinta da un significativo posizionamento competitivo nei rispettivi mercati di riferimento. Tale configurazione ha consentito al Gruppo di conseguire livelli di redditività elevati, mantenendo al contempo un utilizzo efficiente del capitale e una struttura finanziaria equilibrata.

All'esito del completamento dell'OPAS totalitaria promossa da BMPS nel 2025, l'istituto è entrato a far parte del Gruppo Montepaschi, segnando così un passaggio significativo nel processo di consolidamento del settore bancario italiano che ne ha ridefinito la struttura sia organizzativa sia societaria.

Il modello di business di Mediobanca si distingue nel panorama bancario nazionale per il grado di specializzazione delle proprie attività e per la forte integrazione tra le diverse aree operative. La struttura di Mediobanca si fonda su un insieme di business complementari che, pur operando in segmenti differenti, generano significative sinergie e contribuiscono alla creazione di valore in modo coerente e coordinato.

---

[47] Mediobanca, *"Struttura", ultimo aggiornamento: 06/02/2026* (https://www.mediobanca.com/it/gruppo-mediobanca/struttura-del-gruppo.html)

La profonda conoscenza del tessuto imprenditoriale italiano, unita alle competenze maturate nelle operazioni di M&A e nelle attività di banca d'affari, consente a Mediobanca di rispondere in maniera efficiente alle esigenze finanziarie della clientela. Nel corso degli ultimi quindici anni, la struttura organizzativa di Mediobanca ha subìto un significativo cambiamento ovvero un processo di riorganizzazione focalizzato sull'adeguamento della propria struttura operativa all'evoluzione del modello di business e agli obiettivi strategici perseguiti[48].

[48] Mediobanca, *"Modello di business e attività"*, (https://www.mediobanca.com/it/gruppo-mediobanca/modello-di-business-e-attivita.html)

CAPITOLO 3 – ASPETTI STRATEGICI DELL'OPERAZIONE DI FUSIONE

3.1. Le motivazioni industriali dell'operazione

Parallelamente alle motivazioni che guidano un'impresa ad eseguire una operazione di M&A, viene preventivamente condotta, in merito all'operazione, un'analisi e una valutazione strategica. Di seguito sono illustrate le attività che principalmente caratterizzano le fasi dell'analisi.

In primo luogo, assume una funzione centrale la definizione dell'impostazione strategica dell'operazione, che racchiude l'elaborazione di un'analisi del settore di riferimento, l'individuazione delle principali aree di debolezza dell'impresa e una valutazione delle possibili sinergie realizzabili con l'acquisizione. In questo contesto, è essenziale la capacità delle imprese coinvolte di integrare e di valorizzare il bagaglio di conoscenze, competenze ed esperienze maturato con il tempo, in modo da agevolare il raggiungimento dei benefici attesi dall'operazione.

Un'ulteriore attività si riferisce alla definizione degli obiettivi dell'acquisizione e alla costruzione del profilo della società target mediante l'identificazione delle caratteristiche considerate strategicamente rilevanti come, ad esempio, la dimensione aziendale, il patrimonio di competenze, i know-how distintivi.

Tale processo racchiude la pianificazione del timing dell'operazione, la quantificazione dell'investimento generale, la determinazione del prezzo massimo sostenibile, la selezione delle modalità di finanziamento e la valutazione degli effetti economico-finanziari attesi.

La fusione per incorporazione tra BMPS e Mediobanca, e le correlate operazioni di riorganizzazione da implementare susseguenti l'integrazione, è finalizzata a garantire la piena realizzazione degli obiettivi industriali e finanziari delineati nel Documento di Offerta e nel Piano Industriale approvato da BMPS, favorendo una maggiore coerenza tra la struttura societaria, il modello operativo e le strategie di crescita. In tale contesto, la fusione si inserisce in un più ampio progetto di integrazione volto al conseguimento delle sinergie operative e finanziarie auspicate, con particolare riferimento alle sinergie di costo, di ricavo e di funding[49].

Il nuovo gruppo si caratterizzerebbe, inoltre, per un elevato grado di diversificazione e resilienza, grazie alla complementarità delle attività svolte dalle due banche.

---

[49] Banca Monte dei Paschi di Siena, *"Documento informativo relativo ad operazione di maggiore rilevanza con parte correlata", 17/03/2026,* (https://www.gruppomps.it/static/upload/doc/documento_informativo_opc_fusione_mediobanca.pdf), sottoparagrafo "2.3 Indicazione delle motivazioni economiche e della convenienza dell'Operazione per BMPS" pagina 10

In particolare, BMPS dispone di una consolidata rete commerciale e di una significativa presenza nel retail e commercial banking. Mentre Mediobanca vanta una posizione di rilievo nei servizi di consulenza finanziaria alle imprese, nelle operazioni di finanza straordinaria, nel credito al consumo e nella gestione della clientela private. La combinazione di tali competenze favorirebbe la realizzazione di opportunità di cross-selling e l'ampliamento nell'offerta di prodotti e servizi destinati alla clientela retail e corporate. Tale configurazione consentirebbe di valorizzare ulteriormente competenze distintive ed innovative, con l'obiettivo di sostenere la crescita e il rafforzamento competitivo del Gruppo nel lungo periodo.

Coerentemente con quanto indicato nei programmi elaborati da BMPS e da Mediobanca e negli obiettivi di carattere strategico ed industriale dell'operazione, BMPS ha approvato un Piano Industriale per il quinquennio 2026 – 2030[50], contenente uno strutturato progetto di integrazione societaria, organizzativa ed operativa tra i due istituti di credito e di riorganizzazione generale del Gruppo successivamente al completamento della fusione.

Inoltre, il nuovo gruppo successivamente alla fusione, sarebbe caratterizzato da una più ampia presenza nei principali segmenti del mercato finanziario in Italia; questo è reso possibile da una maggiore dimensione operativa del gruppo.

Tra gli obiettivi posti alla base dell'operazione, vi sono la costituzione di un "terzo polo" bancario italiano dotato di una massa critica, intesa come il raggiungimento di un livello minimo di utenti o di risorse a cui una impresa desidera arrivare per essere autonoma e quindi generare valore economico e mantenersi sul mercato senza necessità di altro supporto esterno, la capacità di realizzare economie di scala e il passaggio di BMPS da una banca retail tradizionale a un operatore bancario integrato e diversificato, in termini di diversificazione delle fonti di ricavo, di totale attivi, impieghi alla clientela[51], raccolta diretta e masse finanziarie gestite, di rilevanza italiana ed europea capace anche di competere con altre importanti istituzioni nazionali, come Intesa San Paolo e Unicredit, preservando e valorizzando al contempo i marchi e le competenze distintive maturate da BMPS e Mediobanca.

---

[50] Banca Monte dei Paschi di Siena, *"Approvato il progetto di fusione per incorporazione di Mediobanca in Banca Monte dei Paschi di Siena. Rapporto di cambio fissato in n. 2,450 azioni BMPS per ciascuna azione Mediobanca", Siena – Milano, 10/03/2026,* (https://www.gruppomps.it/static/upload/cs_/0000/cs_progetto-di-fusione.pdf), pagina 1

[51] Banca Monte dei Paschi di Siena, *"Documento informativo relativo ad operazione di maggiore rilevanza con parte correlata", 17/03/2026,* (https://www.gruppomps.it/static/upload/doc/documento_informativo_opc_fusione_mediobanca.pdf), sottoparagrafo "2.3 Indicazione delle motivazioni economiche e della convenienza dell'Operazione per BMPS" pagina 10

Ulteriore finalità è rappresentata dal rafforzamento del posizionamento competitivo del Gruppo attraverso una più efficiente allocazione delle risorse, il consolidamento patrimoniale e l'incremento della capacità di generazione dei ricavi.

Nel contesto strategico delineato nel Piano Industriale, approvato dalla banca senese, l'operazione di fusione si configura come un intervento pienamente coerente con gli obiettivi di crescita definiti dal Gruppo, rappresentando difatti il presupposto essenziale per l'attuazione di un più ampio processo di riorganizzazione societaria, creando il perimetro entro il quale potranno essere implementate le successive operazioni di integrazione e razionalizzazione previste dal documento. L'intero processo è condotto nel rispetto dei principi di sana e prudente gestione, continuità operativa e adeguato monitoraggio dei rischi, con lo scopo di rendere più forte la sostenibilità del modello di business nel medio-lungo periodo[52].

Da questo punto di vista, il nuovo Gruppo BMPS si propone di mantenere solidi livelli di redditività, patrimonializzazione e liquidità, facendo leva su un modello operativo in grado di adattarsi e di rispondere attivamente ai cambiamenti provenienti dall'ambiente esterno, basandosi su una struttura di raccolta equilibrata e su una solida posizione finanziaria.

In particolare, le attività tradizionalmente riconducibili al corporate & investment banking e al private banking di Mediobanca dovrebbero continuare a costituire un comparto specialistico dedicato ai servizi finanziari ad alto valore aggiunto, mentre BMPS manterrebbe il ruolo di principale piattaforma commerciale e distributiva del gruppo risultante.

Tabella 1: Motivazioni industriali alla base dell'operazione.

MOTIVAZIONI INDUSTRIALI
• *ricerca di economie di scala;*
• *diversificazione delle fonti di ricavo;*
• *estensione dell'offerta commerciale;*
• *conseguimento di sinergie;*
• *integrazione dei business;*
• *razionalizzazione delle reti;*
• *rinforzamento della competitività del nuovo gruppo sul territorio nazionale;*

[52] Banca Monte dei Paschi di Siena, *"Documento informativo relativo ad operazione di maggiore rilevanza con parte correlata", 17/03/2026,* (https://www.gruppomps.it/static/upload/doc/documento_informativo_opc_fusione_mediobanca.pdf), sottoparagrafo "2.3 Indicazione delle motivazioni economiche e della convenienza dell'Operazione per BMPS" pagine 10-11

La tabella si pone l'obiettivo di evidenziare come le motivazioni industriali, alla base dell'operazione, non siano esclusivamente riconducibili alla crescita dimensionale bensì a una più ampia strategia di rafforzamento competitivo ovvero sono orientate alla creazione di valore nel medio e nel lungo termine. Nel loro complesso, tali obiettivi raffigurano una strategia di integrazione volta all'accrescimento della forza e della capacità competitiva ma anche della sostenibilità della nuova entità post fusione.
Tuttavia, la concreta realizzazione dei benefici attesi dipende dall'effettiva capacità di integrazione delle due organizzazioni e dal conseguimento delle sinergie previste nel piano industriale.
Alla luce delle considerazioni sopra svolte e come illustrato nel quesito posto all'inizio dell'elaborato, cioè, se la fusione sia soprattutto un'operazione dimensionale oppure un progetto di riposizionamento strategico del gruppo Montepaschi, si può dire che l'obiettivo centrale è che tale operazione rappresenta un progetto di riposizionamento strategico e che la crescita dimensionale è posta come finalità secondaria.

3.2. Gli obiettivi di crescita e il consolidamento

Come illustrato nel paragrafo precedente, l'operazione si pone diverse finalità, tra le quali la razionalizzazione e la semplificazione dell'assetto partecipativo del Gruppo BMPS attraverso l'eliminazione di duplicazioni organizzative e l'ottimizzazione delle strutture divisionali. In contemporanea, si prevede un rafforzamento patrimoniale e un incremento della capacità di generazione dei ricavi.
L'incorporazione di Mediobanca in BMPS mira a coniugare le competenze distintive e i punti di forza delle due istituzioni, custodendo al contempo le rispettive specifiche aree di eccellenza[53].
L'operazione consentirebbe la realizzazione di sinergie complessive pari a circa 700 milioni di euro.

[53] Banca Monte dei Paschi di Siena, *"Documento informativo relativo ad operazione di maggiore rilevanza con parte correlata", 17/03/2026,*
(https://www.gruppomps.it/static/upload/doc/documento_informativo_opc_fusione_mediobanca.pdf), sottoparagrafo "2.3 Indicazione delle motivazioni economiche e della convenienza dell'Operazione per BMPS" pagina 10

A seguito dell'efficacia della fusione, il nuovo gruppo adotterà una struttura organizzativa semplificata, snella e orientata all'efficienza per il tramite di una divisione articolata in cinque principali reparti di business[54]: retail & commercial banking; consumer finance; asset gathering & wealth management; private banking e corporate & investment banking[55].

Ulteriore componente del modello di business del Gruppo è rappresentata dall'attività di principal investing, focalizzata sulla generazione di rendimenti diversificati e scarsamente correlati rispetto alle altre aree operative. In altre parole, questa attività consente alle banche, e in generale agli intermediari finanziari o alle società specializzate, di investire risorse patrimoniali proprie in diverse opportunità di investimento, con l'obiettivo di conseguire un apprezzamento del capitale e, di conseguenza, generare redditività. In tale ambito rientra la partecipazione strategica in Assicurazioni Generali la cui divisione contribuisce per circa l'8% ai ricavi consolidati del Gruppo[56].

Tale configurazione è stata progettata per favorire il pieno sfruttamento delle sinergie industriali derivanti dall'aggregazione, fortificare i meccanismi di responsabilizzazione manageriale e velocizzare i processi decisionali ed esecutivi.

Il piano di integrazione è volto a stabilizzare i ricavi e a diversificare gli utili contro i rischi congiunturali ovvero ciclici e, secondo quanto indicato nel Documento Informativo, l'efficacia della fusione è subordinata al soddisfacimento delle sotto riportate condizioni sospensive previste nel progetto di integrazione, ovvero alla loro eventuale rinuncia nei casi consentiti dalla normativa applicabile[57].

---

[54] Banca Monte dei Paschi di Siena, *"Piano Industriale 2026-2030 – From Deep Roots to New Frontiers, a Leading Competitive force in banking", Siena, 27/02/2026,* (https://www.gruppomps.it/static/upload/cs-/cs-27-02-2026-piano-industriale.pdf), pagina 2

[55] Mediobanca, *"Documento informativo relativo a operazione di maggiore rilevanza con parti correlate", 17/03/2026,* (https://www.mediobanca.com/static/upload_new/doc/documento-informativo-opc_fusione-mb-in-bmps.pdf), sottoparagrafo "2.3 Indicazione delle motivazioni economiche e della convenienza per la Banca dell'operazione. Qualora l'operazione sia stata approvata in presenza di un avviso contrario degli amministratori o dei consiglieri indipendenti, un'analitica e adeguata motivazione delle ragioni per le quali si ritiene di non condividere tale avviso" pagina 14

[56] Mediobanca, *"Documento informativo relativo a operazione di maggiore rilevanza con parti correlate", 17/03/2026,* (https://www.mediobanca.com/static/upload_new/doc/documento-informativo-opc_fusione-mb-in-bmps.pdf), sottoparagrafo "2.3 Indicazione delle motivazioni economiche e della convenienza per la Banca dell'operazione. Qualora l'operazione sia stata approvata in presenza di un avviso contrario degli amministratori o dei consiglieri indipendenti, un'analitica e adeguata motivazione delle ragioni per le quali si ritiene di non condividere tale avviso" pagina 15

[57] Banca Monte dei Paschi di Siena, *"Approvato il progetto di fusione per incorporazione di Mediobanca in Banca Monte dei Paschi di Siena. Rapporto di cambio fissato in n. 2,450 azioni BMPS per ciascuna azione Mediobanca", Siena – Milano, 10/03/2026,* (https://www.gruppomps.it/static/upload/cs_/0000/cs_progetto-di-fusione.pdf), paragrafo "Condizioni cui sono subordinati il perfezionamento e l'efficacia della Fusione" pagine 5 e 7

L'efficacia giuridica dipende inoltre dall'ottenimento delle necessarie autorizzazioni da parte delle autorità competenti, nonché dall'assenza di provvedimenti o di decisioni provenienti dalle autorità di vigilanza che possano in qualche modo ostacolare l'esecuzione dell'operazione e perciò incidere in misura significativa sul rapporto di cambio e sulle valutazioni poste alla base della sua determinazione, e anche dall'espressione di un giudizio positivo da parte dell'esperto indipendente, nominato dal Tribunale, incaricato di valutare la congruità del rapporto di cambio[58], in conformità alla disciplina prevista dal Codice civile in materia di fusioni.

Ulteriori condizioni riguardano l'approvazione dell'operazione da parte delle assemblee straordinarie degli azionisti dei due istituti, nonché la mancata insorgenza, nel periodo intercorrente tra l'approvazione del progetto di fusione e la stipula dell'atto definitivo, di eventi o circostanze idonei a produrre effetti negativi rilevanti sulla situazione giuridica, economico-patrimoniale o finanziaria di una delle società coinvolte.

Tali eventi, infatti, potrebbero comprometterne le valutazioni sottostanti all'operazione o alterare in misura significativa il rapporto di cambio concordato tra le parti.

Una volta soddisfatte tali condizioni, la fusione produrrà i propri effetti giuridici a decorrere dalla data dell'ultima iscrizione dell'atto di fusione presso il Registro delle Imprese o da diversa data eventualmente indicata nell'atto stesso.

A partire da tale momento, BMPS, in qualità di società incorporante, subentrerà integralmente nel patrimonio, comprensivo di attività e passività, nonché tutti i diritti, gli obblighi e gli impegni esistenti facenti capo a Mediobanca.

Dai documenti ufficiali non sono presenti indicazioni in merito a una retrodatazione degli effetti contabili poiché si prevede di concretizzare l'operazione entro la fine del presente anno; pertanto, in assenza di condizioni specifiche che saranno eventualmente formalizzate, la decorrenza sarà determinata secondo le disposizioni ordinarie previste dall'articolo 2504-bis del Codice civile[59] e dal TUIR (Testo Unico delle Imposte sui Redditi)[60], con riferimento alla data di perfezionamento delle iscrizioni nel Registro delle Imprese.

---

[58] Banca Monte dei Paschi di Siena, *"Documento informativo relativo ad operazione di maggiore rilevanza con parte correlata", 17/03/2026,* (https://www.gruppomps.it/static/upload/doc/documento_informativo_opc_fusione_mediobanca.pdf), sottoparagrafo "2.1 Descrizione delle caratteristiche, modalità, termini e condizioni dell'Operazione" sezione: condizioni sospensive della Fusione, pagina 8

[59] Brocardi, *art. 2504 ter Codice Civile – Divieto di assegnazione di azioni o quote,* (https://www.brocardi.it/codice-civile/libro-quinto/titolo-v/capo-x/sezione-ii/art2504ter.html)

[60] Brocardi, *art. 172 comma 9, Testo unico delle imposte sui redditi (TUIR) – Fusione di società,* (https://www.brocardi.it/testo-unico-imposte-redditi/titolo-iii/capo-iii/art172.html)

Le operazioni effettuate dalla incorporata verranno imputate al bilancio della incorporante a decorrere dal 1° gennaio dell'esercizio in cui si perfezioneranno gli effetti civilistici della fusione; tale previsione consente una rappresentazione unitaria della gestione economica e patrimoniale del nuovo gruppo, seppur mantenendo separata la data di efficacia giuridica dell'operazione[61]. Analoga decorrenza è prevista ai fini fiscali, con la conseguenza che gli effetti tributari dell'operazione saranno riconosciuti a partire dalla medesima data.

Ritornando allo studio dell'intero progetto, si può dire che esso si fonda su differenti fattori strategici ritenuti essenziali per sostenere la crescita del Gruppo nel medio-lungo periodo e per favorire la creazione di valore per gli azionisti e per gli altri stakeholders.

Tale assetto consente inoltre di rispondere in modo efficiente alle differenti esigenze della clientela, offrendo una gamma completa e integrata di prodotti e servizi finanziari. In tale prospettiva, la fusione e le connesse operazioni di riorganizzazione perseguono l'obiettivo di realizzare un modello di banca integrato capace di valorizzare il patrimonio di competenze, professionalità e relazioni sviluppato dalle due istituzioni nel corso del loro percorso evolutivo.

Tabella 2: Profilo della governance di BMPS precedente alla fusione[62].

AZIONISTA	**PERCENTUALE DI PARTECIPAZIONE AL CAPITALE SOCIALE**
Delfin s.a.r.l.	*17,53%*
Gruppo Francesco Gaetano Caltagirone (*)	*10,26%*
MEF – Ministero dell'Economia e delle Finanze	*4,86%*
Blackrock, Inc. (**)	*4,66%*
Banco BPM s.p.a. (***)	*3,74%*
Altri azionisti (****)	*58,95%*

*(*) **Fonte**: www.consob.it: partecipazioni e diritti di voto detenuti tramite società del Gruppo Caltagirone; al pagamento del dividendo il 20 maggio 2026 il Gruppo Caltagirone risultava detenere il 13,49% del capitale sociale.*

[61] Banca Monte dei Paschi di Siena, *"Documento informativo relativo ad operazione di maggiore rilevanza con parte correlata", 17/03/2026,* (https://www.gruppomps.it/static/upload/doc/documento_informativo_opc_fusione_mediobanca.pdf), sezione "Efficacia della Fusione" pagina 8

[62] Banca Monte dei Paschi di Siena, *"Azionariato", ultima modifica: 26/08/2026,* (https://www.gruppomps.it/corporate-governance/azionariato.html)

(**) Partecipazioni e diritti di voto detenuti tramite società facenti parte del Gruppo BlackRock così come segnalato tramite Modello 120/B del 30 aprile 2026. Tale partecipazione è rappresentata da diritti di voto relativi ad azioni (4,665% del capitale sociale) e da partecipazioni potenziali e altre posizioni lunghe con regolamento fisico e in contanti (pari a 0,302% del capitale sociale).

*(***) **Fonte**: www.consob.it: partecipazioni e diritti di voto detenuti anche tramite Anima Holding S.p.A.*

(****) Con Modello 120 (TR-1) trasmesso il 19 agosto 2026, Barclays PLC ha segnalato di detenere tramite Barclays Capital Securities Limited una partecipazione aggregata per una posizione complessiva pari al 5,03% del capitale sociale. Tale partecipazione è rappresentata da diritti di voto relativi ad azioni (0,08% del capitale sociale) e da diritti di voto tramite strumenti finanziari (partecipazioni potenziali e altre posizioni lunghe pari complessivamente al 4,95 % del capitale sociale).

Tabella 3: Composizione del capitale sociale di BMPS successivamente al perfezionamento della fusione, assumendo che la struttura dell'azionariato di BMPS e di Mediobanca rimanga invariata fino alla data di efficacia della fusione e tenendo conto del rapporto di cambio[63].

AZIONISTA	PERCENTUALE DI PARTECIPAZIONE AL CAPITALE SOCIALE
Delfin s.a.r.l.	*16,1%*
Gruppo Francesco Gaetano Caltagirone	*9,4%*
MEF – Ministero dell'Economia e delle Finanze	*4,5%*
Blackrock, Inc.	*4,6%*
Banco BPM s.p.a.	*3,4%*
Flottante	*62,0%*

Nota: La percentuale di partecipazione al capitale sociale di ogni azionista deve intendersi meramente illustrativa e preliminare, in quanto calcolata assumendo l'emissione di massime n. 272.012.804 azioni ordinarie di BMPS. A scopo di estrema prudenza e secondo un approccio massimamente conservativo, tale numero include anche le n. 6.745.422 azioni proprie detenute ad oggi da Mediobanca in portafoglio.

[63] Banca Monte dei Paschi di Siena, *"Approvato il progetto di fusione per incorporazione di Mediobanca in Banca Monte dei Paschi di Siena. Rapporto di cambio fissato in n. 2,450 azioni BMPS per ciascuna azione Mediobanca", Siena – Milano, 10/03/2026,* (https://www.gruppomps.it/static/upload/cs_/0000/cs_progetto-di-fusione.pdf), pagina 4

Comparando e analizzando gli assetti di governance e la struttura del capitale sociale della banca senese prima della fusione e successivamente al suo perfezionamento, permette di evidenziare gli effetti dell'integrazione sul piano societario. La configurazione azionaria mostrata nella tabella 2 riflette il cambiamento degli equilibri proprietari scaturenti dall'operazione e rappresenta uno dei principali elementi mediante il quale si manifesta la procedura di aggregazione tra i due istituti.
In quest'ottica, la revisione degli assetti di governance costituisce un aspetto funzionale alla gestione del nuovo gruppo ma anche al raggiungimento degli obiettivi strategici posti alla base dell'operazione.

3.3. I vantaggi competitivi attesi e le sinergie operative – organizzative

L'operazione si propone di realizzare sinergie operative e commerciali derivanti dall'integrazione delle strutture organizzative, dei sistemi informativi e delle piattaforme distributive delle due banche. Tali sinergie dovrebbero tradursi in una riduzione dei costi operativi e in una maggiore efficienza gestionale, favorendo al contempo una crescita della redditività del gruppo risultante. La fusione per incorporazione di Mediobanca in BMPS è suscettibile di generare diversi vantaggi competitivi.
In primo luogo, l'operazione consentirebbe di ampliare e diversificare il modello di business del gruppo risultante, combinando ed integrando attività tradizionali di commercial banking dell'istituto senese con competenze maggiormente innovative possedute dall'istituto milanese. Tale complementarità potrebbe favorire una maggiore stabilità dei ricavi, riducendo la dipendenza dai margini di interesse e incrementando così il contributo delle commissioni.
In secondo luogo, la maggiore dimensione operativa consentirebbe di realizzare economie di scala e di scopo, attraverso la razionalizzazione delle strutture organizzative, l'ottimizzazione dei costi e una più efficiente allocazione delle risorse.
Ulteriori benefici potrebbero provenire dall'ampliamento della base clienti e dalle opportunità di vendita incrociata (cross-selling) tra i diversi segmenti di attività, con effetti positivi sulla capacità di generare valore e rafforzare il posizionamento competitivo nel mercato bancario italiano.
Infine, il nuovo gruppo potrebbe beneficiare di una maggiore solidità patrimoniale e di una più elevata capacità di investimento in innovazione tecnologica e digitalizzazione, elementi sempre più significativi per la competitività nel settore bancario.

3.4. La creazione di valore per gli stakeholders

Come conseguenza della fusione e sul presupposto dell'esecuzione delle operazioni di riorganizzazione, oltre al raggiungimento degli obiettivi sopra esposti e al conseguimento delle sinergie attese dall'operazione, gli azionisti di Mediobanca potranno godere di un titolo azionario BMPS più liquido, vale a dire che saranno in grado di negoziarlo con più rapidità e senza influenzarne il prezzo e potranno giovare delle sinergie scaturenti dalla integrazione tra le due banche.

In aggiunta, agli azionisti di Mediobanca è rivolta la politica di remunerazione annunciata da BMPS ma anche di altri benefici connessi all'utilizzazione del capitale in eccesso; potranno anche direttamente prendere parte al progetto che prevede la valorizzazione del gruppo BMPS prospettato dal nuovo Piano Industriale[64].

Uno degli aspetti centrali alla base del progetto di fusione riguarda la capacità dell'operazione di generare valore per l'insieme degli stakeholders coinvolti in tutta l'operazione poiché il successo di un processo di integrazione aziendale (come quello di BMPS e Mediobanca) non può essere valutato esclusivamente sulla base dei benefici destinati ai soli azionisti, ma deve considerare anche gli effetti prodotti su clienti, dipendenti, creditori, investitori istituzionali, comunità locali e sistema economico nel suo complesso.

Per gli azionisti, la creazione di valore si riferisce in via principale alla realizzazione delle sinergie industriali e finanziarie previste dal piano di integrazione e quindi dalla possibilità di beneficiare dei relativi risultati. L'aggregazione delle due realtà è finalizzata all'ottenimento e alla realizzazione di economie di scala, di una maggiore efficienza operativa e di una diversificazione delle fonti di ricavo, con effetti positivi attesi sulla redditività e sulla capacità di generare utili a lungo termine.

Le maggiori dimensioni del gruppo, alle quali si collega il livello di competitività, potrebbero contribuire a incrementare la relativa attrattività nei confronti degli investitori.

---

[64] Banca Monte dei Paschi di Siena, *"Approvato il progetto di fusione per incorporazione di Mediobanca in Banca Monte dei Paschi di Siena. Rapporto di cambio fissato in n. 2,450 azioni BMPS per ciascuna azione Mediobanca", Siena – Milano, 10/03/2026,* (https://www.gruppomps.it/static/upload/cs_/0000/cs_progetto-di-fusione.pdf), pagina 2

Dal punto di vista della clientela, l'operazione potrebbe tradursi in un ampliamento dell'offerta di prodotti e servizi finanziari a loro destinati. L'integrazione tra la rete commerciale e la presenza territoriale di BMPS e le competenze specialistiche di Mediobanca consentirebbe infatti di offrire soluzioni più diversificate e personalizzate, rispondendo in maniera più mirata ed efficace alle esigenze delle differenti categorie di clienti.

Anche per i dipendenti l'operazione presenta potenziali opportunità di creazione di valore. La nascita di un gruppo più grande e maggiormente diversificato potrebbe favorire percorsi di crescita professionale, mobilità interna e sviluppo delle competenze.

Al tempo stesso, i processi di integrazione comportano inevitabilmente sfide organizzative e gestionali, legate all'armonizzazione delle strutture operative, delle culture aziendali e dei sistemi di governance. Beneficiano di un rafforzamento della solidità patrimoniale anche creditori e finanziatori, perché dall'operazione ci si aspetta un miglioramento nella capacità di generazione dei flussi di cassa.

Una maggiore diversificazione delle attività e delle fonti di reddito potrebbe infatti contribuire a ridurre il rischio complessivo dell'istituzione bancaria e ad accrescerne la resilienza nei confronti di eventuali shock economici e finanziari. L'operazione potrebbe inoltre generare benefici per il sistema bancario e per l'economia nazionale nel suo complesso.

La creazione di un operatore di maggiori dimensioni e caratterizzato da un modello di business diversificato, potrebbe favorire una maggiore competitività del settore, sostenere il finanziamento dell'economia reale e rafforzare la capacità del sistema creditizio italiano di confrontarsi con i principali gruppi bancari europei.

Come già illustrato, la concreta realizzazione di tali benefici dipende dall'effettiva capacità del management di gestire il processo di integrazione e di conseguire le sinergie desiderate. In questo senso, la creazione di valore per gli stakeholders rappresenta non soltanto un obiettivo strategico dell'operazione, ma anche uno dei principali criteri attraverso cui sarà possibile valutarne il successo nel lungo periodo.

CAPITOLO 4 – PROFILI VALUTATIVI E FINANZIARI DELL'OPERAZIONE

4.1. La determinazione e l'analisi del rapporto di cambio

Nella fusione per incorporazione di Mediobanca in BMPS, e in linea generale nelle operazioni di M&A, è rilevante comprendere le modalità attraverso le quali avviene la determinazione del rapporto di cambio e quali metodi di valutazione sono stati adoperati al fine di valutare le imprese e come questi hanno inciso sul valore finale.

La valutazione è il nucleo centrale dell'intera operazione in quanto rappresenta il presupposto economico sul quale si fondano molte delle decisioni relative all'operazione.

In particolar modo, è fondamentale la determinazione del rapporto di cambio tra le azioni delle società interessate, il quale deve riflettere in maniera equa il valore relativo delle imprese coinvolte; la valutazione permette, inoltre, di verificare la convenienza economica dell'operazione tramite l'analisi della creazione di valore generato dalla stessa e dalle sinergie attese.

Consente anche di verificare la coerenza tra il valore intrinseco delle banche e il valore espresso dal mercato.

Nel settore bancario, il processo di valutazione presenta specifiche caratteristiche che richiedono l'impiego di appositi metodi valutativi, in modo da riflettere le peculiarità dell'attività bancaria e dei vincoli regolamentari a cui essa è soggetta. Per tali ragioni, la valutazione, con i relativi metodi, rappresenta uno strumento indispensabile per analizzare ed includere le motivazioni economiche e finanziarie sottostanti l'operazione di fusione.

Il presente paragrafo si focalizza sull'analisi e sulla determinazione del rapporto di cambio ovvero di concambio, valore contenuto nel progetto di fusione. Il rapporto di cambio può essere definito come il quantitativo di azioni o di quote del capitale della società, a seguito del completamento dell'operazione, assegnato ai soci della società estinta in cambio delle partecipazioni precedentemente possedute[65], determinato sulla base del rapporto di concambio.

Le società originarie si estinguono ma i soci mantengono la loro posizione, diventando così soci della società a seguito del completamento e della efficacia della fusione. Questa operazione straordinaria si caratterizza per l'unificazione dei patrimoni delle società coinvolte e per la confluenza dei loro soci in un'unica struttura societaria.

---

[65] Borsa Italiana, *"Glossario Finanziario – Rapporto di cambio",* (https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/rapporto-di-cambio.html)

Tale rapporto è estremamente importante per due ragioni: la prima riguarda la determinazione dell'equilibrio tra le partecipazioni dei soci nella nuova realtà societaria mentre la seconda consente di ripartire il valore e gli assetti proprietari tra gli azionisti delle due società.
La sua definizione richiede una valutazione comparata delle società coinvolte e non può basarsi esclusivamente su dati contabili.
Per tutelare soprattutto gli azionisti di minoranza, la legge prevede specifici controlli: gli amministratori devono spiegare i criteri utilizzati per la determinazione di tale rapporto e le eventuali difficoltà sorte durante la sua definizione, mentre uno o più esperti nominati dal tribunale verificano la congruità del valore attribuito a tale valore. Se le società sono quotate in Borsa, tale verifica è affidata a una società di revisione.
In merito alla fusione tra Mediobanca e BMPS, i rispettivi Consigli di Amministrazione hanno determinato il rapporto di concambio in misura pari a *2,450 azioni* ordinarie di BMPS per ogni azione ordinaria di Mediobanca detenuta dagli azionisti della società incorporata; entrambe le categorie di azioni sono prive di valore nominale. La definizione del rapporto di concambio è stata effettuata tenendo conto delle distribuzioni dei dividendi relative all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2025. Tale rapporto è stato stabilito in via definitiva e non prevede meccanismi di aggiustamento né conguagli in denaro a favore degli azionisti[66].
Per la determinazione degli elementi economici e del rapporto di cambio della fusione, essa è stata preceduta da un articolato processo valutativo condotto dai C.d.A. delle società coinvolte, le quali si sono affidate al supporto e al parere di advisor finanziari incaricati di fornire assistenza e consulenza in operazioni di finanza straordinaria e di analisi finanziarie, inclusa la valutazione della congruità economica delle operazioni di fusione e acquisizione.
A tal proposito e ai fini dello svolgimento delle analisi valutative, il C.d.A. di Mediobanca ha selezionato come advisor finanziario la società Morgan Stanley & Co. International PLC. Quest'ultima ha fatto riferimento a un ampio insieme di informazioni pubbliche e di dati forniti dalle società coinvolte nell'operazione[67].

---

[66] Banca Monte dei Paschi di Siena, *"Approvato il progetto di fusione per incorporazione di Mediobanca in Banca Monte dei Paschi di Siena. Rapporto di cambio fissato in n. 2,450 azioni BMPS per ciascuna azione Mediobanca", Siena – Milano, 10/03/2026,* (https://www.gruppomps.it/static/upload/cs_/0000/cs_progetto-di-fusione.pdf), pagina 2

[67] Mediobanca, *"Documento informativo relativo a operazione di maggiore rilevanza con parti correlate", 17/03/2026,* (https://www.mediobanca.com/static/upload_new/doc/documento-informativo-opc_fusione-mb-in-bmps.pdf), sottoparagrafo "2.1.2 Rapporto di Cambio" pagina 10

Invece, BMPS ha identificato J.P. Morgan Securities PLC, UBS Europe SE e Jefferies GmbH – istituzioni finanziarie attive nell'investment banking e nella consulenza strategico-finanziaria, incaricate di assistere le società nelle operazioni straordinarie attraverso analisi valutative e supporto decisionale[68].

L'organo amministrativo ha definito il rapporto di cambio sulla base delle proprie analisi, considerando le evidenze emerse dall'applicazione di differenti metodologie valutative e le conclusioni formulate dagli advisor.

Nell'ambito del processo di governance dell'operazione, un ruolo rilevante è stato svolto anche dal Comitato per le Operazioni con Parti Correlate di BMPS, che ha espresso il proprio parere avvalendosi del supporto di un advisor finanziario indipendente, ciascuno di essi ha rilasciato una *fairness opinion* (parere di equità) attestante la congruità finanziaria del rapporto di cambio[69]. L'acquisizione di tali pareri ha contribuito a rafforzare la trasparenza del processo decisionale e l'affidabilità delle valutazioni sottostanti all'operazione.

Sono stati altresì esaminati i termini e le condizioni della fusione contenuti nella bozza del Progetto di Fusione, nonché le bozze delle relazioni predisposte dai Consigli di Amministrazione di Mediobanca e di BMPS ai sensi dell'art. 2501-quinquies del Codice civile.

L'analisi si è ulteriormente basata sui bilanci e sulle altre informazioni finanziarie pubblicamente disponibili delle due società, integrate da previsioni economico-finanziarie e da ulteriori dati relativi alle rispettive attività operative. Tra le informazioni considerate rientravano anche le stime riguardanti le sinergie attese dall'operazione e gli altri principali fattori di creazione di valore per entrambe le società considerate su base stand-alone[70], cioè le due società sono state valutate come entità autonome ossia indipendenti da eventuali gruppi societari o sinergie con altre aziende. Secondo questo approccio, l'impresa viene analizzata esclusivamente sulla base delle proprie capacità operative, finanziarie e strategiche.

Sono state prese in esame informazioni pubbliche relative ad altre società operanti in settori ritenuti comparabili e rilevanti ai fini della valutazione delle attività di Mediobanca e BMPS.

---

[68] Mediobanca, *"Documento informativo relativo a operazione di maggiore rilevanza con parti correlate", 17/03/2026,* (https://www.mediobanca.com/static/upload_new/doc/documento-informativo-opc_fusione-mb-in-bmps.pdf), sottoparagrafo "2.1.2 Rapporto di Cambio" pagina 10

[69] Banca Monte dei Paschi di Siena, *"Documento informativo relativo ad operazione di maggiore rilevanza con parte correlata", 17/03/2026,* (https://www.gruppomps.it/static/upload/doc/documento_informativo_opc_fusione_mediobanca.pdf), sottoparagrafo "2.4 Modalità di determinazione del corrispettivo dell'Operazione e valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni similari" pagina 14

[70] Mediobanca, *"Documento informativo relativo a operazione di maggiore rilevanza con parti correlate", 17/03/2026,* (https://www.mediobanca.com/static/upload_new/doc/documento-informativo-opc_fusione-mb-in-bmps.pdf), sottoparagrafo "2.4.2 Documentazione utilizzata" pagina 17

Ulteriori elementi informativi sono stati acquisiti attraverso interlocuzioni con i rappresentanti delle due società e con i consulenti finanziari e legali coinvolti nell'operazione.

Dal rapporto di cambio si possono generare delle differenze da concambio[71] sottoforma di avanzo o disavanzo; queste differenze nascono quando il valore dell'aumento di capitale effettuato per assegnare le nuove azioni ai soci della società incorporata risulta essere diverso dal valore contabile del patrimonio netto trasferito.

Possono esserci anche delle differenze da annullamento[72], non direttamente collegate al rapporto di cambio in quanto nascono nel momento in cui la società incorporante possiede già una partecipazione nella società incorporata. In tal caso, la partecipazione iscritta in bilancio viene annullata e confrontata con la quota corrispondente del patrimonio netto dell'incorporata. L'eventuale scostamento genera una differenza da annullamento che può essere positiva (avanzo da annullamento[73]) o negativa (disavanzo da annullamento[74]).

In merito alla fusione tra le due banche e dal punto di vista operativo, il concambio sarà realizzato mediante l'annullamento delle azioni proprie detenute dai soci di Mediobanca e delle azioni della stessa eventualmente possedute da BMPS alla data di efficacia della fusione, senza attribuzione delle nuove azioni in sostituzione. Le restanti azioni ordinarie di Mediobanca saranno invece annullate e sostituite con azioni ordinarie di BMPS, assegnate agli azionisti della società incorporata secondo il rapporto di concambio stabilito[75]. In questo modo, gli azionisti di Mediobanca diverranno azionisti della società incorporante, partecipando quindi al capitale del nuovo Gruppo risultante dall'operazione.

BMPS procederà poi ad effettuare un aumento di capitale sociale per un importo massimo pari a € 1.609.487.836,43, mediante l'emissione di un numero massimo di 272.012.804 nuove azioni ordinarie prive di valore nominale[76].

---

[71] SAVIOLI G., *Le operazioni di gestione straordinaria*, Giuffrè Francis Lefebvre, 2020, pagina 407

[72] SAVIOLI G., *Le operazioni di gestione straordinaria*, Giuffrè Francis Lefebvre, 2020, pagina 412

[73] SAVIOLI G., *Le operazioni di gestione straordinaria*, Giuffrè Francis Lefebvre, 2020, pagina 415

[74] SAVIOLI G., *Le operazioni di gestione straordinaria*, Giuffrè Francis Lefebvre, 2020, pagina 414

[75] Banca Monte dei Paschi di Siena, *"Approvato il progetto di fusione per incorporazione di Mediobanca in Banca Monte dei Paschi di Siena. Rapporto di cambio fissato in n. 2,450 azioni BMPS per ciascuna azione Mediobanca", Siena – Milano, 10/03/2026,* (https://www.gruppomps.it/static/upload/cs_/0000/cs_progetto-di-fusione.pdf), pagina 2

[76] Banca Monte dei Paschi di Siena, *"Documento informativo relativo ad operazione di maggiore rilevanza con parte correlata", 17/03/2026,* (https://www.gruppomps.it/static/upload/doc/documento_informativo_opc_fusione_mediobanca.pdf), sottoparagrafo "2.1 Descrizione delle caratteristiche, modalità, termini e condizioni dell'Operazione" inerente alla "Modalità di assegnazione delle azioni della Società Incorporante e caratteristiche" pagina 7

Tale aumento di capitale è finalizzato all'attuazione del rapporto di concambio previsto dal progetto di fusione e alla conseguente assegnazione delle nuove azioni agli azionisti di Mediobanca.

L'operazione comporterà poi una modifica dello Statuto della incorporante, limitatamente alle disposizioni dell'articolo 6 inerenti al capitale sociale, al fine di includere gli effetti derivanti dall'aumento dello stesso necessario all'esecuzione della fusione. Il numero delle azioni di nuova emissione è stato determinato assumendo come riferimento l'intero capitale sociale di Mediobanca rappresentato dalle azioni ordinarie in circolazione alla data di predisposizione del progetto e al netto della parte azionaria posseduta da BMPS[77].

Per gli azionisti di Mediobanca non è previsto il diritto di recesso ai sensi dell'art. 2437-quinquies del Codice civile, in quanto le azioni ricevute in concambio da parte della società incorporante, così come quelle di nuova emissione assegnate ad essi saranno ammesse alla negoziazione sul mercato regolamentato Euronext Milan, gestito da Borsa Italiana S.p.A., alle medesime condizioni previste per le azioni ordinarie BMPS già quotate, garantendo la continuità della negoziabilità dell'investimento[78].

Tali titoli saranno inoltre soggetti al regime di dematerializzazione, un sistema in cui i titoli finanziari – come azioni e obbligazioni – non esistono più in forma cartacea, ma sono rappresentati esclusivamente da registrazioni elettroniche. A questo sistema si affianca il sistema della gestione accentrata amministrato da Monte Titoli S.p.A.[79].

Ai fini della determinazione del rapporto di cambio ex-dividend (o rapporto di cambio rettificato), l'applicazione delle metodologie valutative considerate ha consentito di individuare degli intervalli di riferimento come presentati nella tabella[80] mostrata di seguito.

---

[77] Banca Monte dei Paschi di Siena, *"Approvato il progetto di fusione per incorporazione di Mediobanca in Banca Monte dei Paschi di Siena. Rapporto di cambio fissato in n. 2,450 azioni BMPS per ciascuna azione Mediobanca", Siena – Milano, 10/03/2026,* (https://www.gruppomps.it/static/upload/cs_/0000/cs_progetto-di-fusione.pdf), pagina 3

[78] Banca Monte dei Paschi di Siena, *"Approvato il progetto di fusione per incorporazione di Mediobanca in Banca Monte dei Paschi di Siena. Rapporto di cambio fissato in n. 2,450 azioni BMPS per ciascuna azione Mediobanca", Siena – Milano, 10/03/2026,* (https://www.gruppomps.it/static/upload/cs_/0000/cs_progetto-di-fusione.pdf), pagina 3

[79] Treccani, *"Monte Titoli S.p.A."*, (https://www.treccani.it/enciclopedia/monte-titoli-s-p-a/) – *la Monte Titoli S.p.A. è la società per la custodia e l'amministrazione accentrata dei titoli al portatore e nominativi quotati in Borsa, con sede a Milano, costituita nel 1978 con il concorso della Banca d'Italia*

[80] Banca Monte dei Paschi di Siena, *"Documento informativo relativo ad operazione di maggiore rilevanza con parte correlata", 17/03/2026,* (https://www.gruppomps.it/static/upload/doc/documento_informativo_opc_fusione_mediobanca.pdf), sottoparagrafo "2.4 Modalità di determinazione del corrispettivo dell'Operazione e valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni similari" sezione "Metodologie di valutazione utilizzate ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio" pagina 13

Tabella 4: Intervalli di riferimento che hanno permesso di determinare il rapporto di cambio[81].

METODOLOGIE PRINCIPALI	RAPPORTO DI CAMBIO EX-DIVIDEND	
Dividend Discount Model	2,086	2,790
Analisi dei multipli di mercato nella variante del prezzo di borsa di società quotate comparable	2,060	2,909
Analisi di regressione	2,328	2,961

**i valori indicati corrispondono ad azioni BMPS per ogni azione Mediobanca.*

Tabella 5: Rapporti di cambio MPS / Mediobanca[82].

METODOLOGIE PRINCIPALI	RAPPORTO DI CAMBIO	
	Min	*Max*
Dividend Discount Model	2,159	2,753
Analisi dei multipli di borsa	2,196	3,193
Analisi di regressione	2,240	3,072
Rapporto di cambio	***2,450***	

Come mostrato in tabella, l'impiego di differenti metodologie ha prodotto intervalli di valori non perfettamente coincidenti tra loro, ma nel complesso risultano essere coerenti con i diversi approcci di valutazione adoperati. Se il valore del rapporto di cambio effettivo si colloca all'interno di tali intervalli allora assume rilevanza; in questo modo si trova riscontro nelle diverse evidenze sorte dall'analisi.

La non perfetta corrispondenza dei risultati ottenuti mediante l'impiego di metodi differenti contribuisce a rafforzare la ragionevolezza e la sostenibilità del rapporto di cambio effettivamente individuato nell'operazione di fusione.

---

[81] Banca Monte dei Paschi di Siena, *"Documento informativo relativo ad operazione di maggiore rilevanza con parte correlata", 17/03/2026,* (https://www.gruppomps.it/static/upload/doc/documento_informativo_opc_fusione_mediobanca.pdf), sottoparagrafo "2.4 Modalità di determinazione del corrispettivo dell'Operazione e valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni similari" sezione "Metodologie di valutazione utilizzate ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio" pagina 13

[82] Mediobanca, *"Documento informativo relativo a operazione di maggiore rilevanza con parti correlate", 17/03/2026,* (https://www.mediobanca.com/static/upload_new/doc/documento-informativo-opc_fusione-mb-in-bmps.pdf), sottoparagrafo "2.4.4 Sintesi dei risultati" pagina 19

Come verrà illustrato nei prossimi paragrafi, il Dividend Discount Model è stato adottato nella variante dell'Excess Capital, mentre l'analisi dei multipli di Borsa si riferisce al metodo dei multipli di mercato, applicato sulla base dei prezzi di borsa di società comparabili quotate e dei relativi utili prospettici. Gli intervalli così ottenuti hanno permesso di determinare un rapporto di cambio pari a 2,450 azioni BMPS per ogni azione Mediobanca come evidenziato nella tabella 5.

4.2. I metodi di valutazione utilizzati nell'operazione

Nelle operazioni straordinarie di impresa è fondamentale la stima del capitale economico[83]. Essa rientra nell'ambito dei metodi di valutazione e nella determinazione del valore di un'azienda.
La sua valutazione è un procedimento articolato e relativamente complesso per diverse ragioni; vi è un'importante dipendenza dalle ipotesi future, l'esecuzione della stima sulle variabili non direttamente osservabili (come i tassi di crescita o il tasso di rischio). Vi è inoltre la presenza di elementi intangibili (*intangible asset)* che nelle aziende occupano una posizione di rilievo in quanto molto spesso il valore di un'azienda risiede nel valore di tali beni, e una loro valutazione richiede l'adozione di più metodi valutativi.
La soggettività nelle valutazioni è un altro elemento che deve essere tenuto in considerazione, in quanto sono presenti elementi di soggettività che influenzano la valutazione dell'azienda. Nell'utilizzo dei metodi di valutazione, vengono determinati dei range di valori plausibili*,* cioè, dei possibili valori che l'azienda oggetto di studio potrebbe assumere, risultanti dall'analisi valutativa su di essa condotta.
La valutazione così effettuata non esprime un valore "vero" bensì una stima ragionevole del capitale economico dell'impresa. Nello svolgimento delle attività di valutazione ciascun advisor finanziario ha fatto riferimento a una pluralità di fonti informative, comprendenti sia dati di pubblico dominio sia documentazione messa a disposizione da BMPS e Mediobanca.

[83] Il capitale economico, o valore economico del capitale, può essere definito come il valore attribuibile ad un'impresa derivante dalla stima del patrimonio aziendale nell'ottica di trasferimento dell'azienda stessa. (MANCIN M., *Le operazioni straordinarie d'impresa. Normativa civilistica e rilevazioni contabili secondo i principi OIC e IFRS*, Giuffrè Francis Lefebvre, Milano, 2020, pagina 28). Tale valore è frutto della capacità dell'impresa di remunerare l'investitore e mostra il valore ipotetico a cui potrebbe essere ceduta o acquisita l'azienda. Il concetto di capitale economico si differenzia da quello di capitale di funzionamento, il cui valore invece può essere tipicamente desunto dal bilancio di esercizio e che è il risultato dell'applicazione dei principi che guidano la redazione del bilancio stesso

In particolare, le analisi sono state condotte sulla base dei seguenti elementi: i bilanci consolidati delle due banche relativi agli esercizi più recenti disponibili; le informazioni pubblicamente accessibili riguardanti le società coinvolte, tra cui comunicazioni al mercato, documenti societari e presentazioni destinate agli investitori.

Sono stati, inoltre, considerati i piani industriali e finanziari elaborati dai rispettivi organi amministrativi; le informazioni integrative e i chiarimenti forniti dal management nel corso di incontri e sessioni di confronto; le analisi relative a società comparabili operanti nel medesimo settore ed ogni ulteriore informazione ritenuta rilevante ai fini della formulazione delle valutazioni[84].

Le relative proiezioni economiche, patrimoniali e finanziarie sono state elaborate assumendo la permanenza dell'attuale configurazione proprietaria, societaria ed operativa delle entità coinvolte. Più nello specifico, le stime si basano su uno scenario nel quale BMPS detiene una partecipazione pari a circa l'87% del capitale di Mediobanca, al netto delle azioni proprie detenute da quest'ultima, mantenendo contestualmente lo status di società quotata. Ne consegue che le proiezioni considerate non incorporano gli effetti derivanti da un'eventuale operazione di fusione né quelli connessi al conseguente processo di delisting[85].

Nella fusione per incorporazione di Mediobanca in BMPS sono stati utilizzati tre metodi di valutazione: il Dividend Discount Model (DDM) nella versione Excess Capital; l'analisi dei multipli di borsa di società quotate selezionate e infine l'analisi di regressione[86].

In particolare, il primo è un metodo principale ovvero primario ed è classificato come metodo diretto di valutazione; il secondo è un metodo sussidiario ovvero di controllo ed è classificato come metodo diretto di valutazione; il terzo è una metodologia statistica analitica ed è un metodo indiretto di valutazione.

---

[84] Banca Monte dei Paschi di Siena, *"Documento informativo relativo ad operazione di maggiore rilevanza con parte correlata", 17/03/2026,* (https://www.gruppomps.it/static/upload/doc/documento_informativo_opc_fusione_mediobanca.pdf), sottoparagrafo "2.4 Modalità di determinazione del corrispettivo dell'Operazione e valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni similari" pagina 12

[85] Banca Monte dei Paschi di Siena, *"Documento informativo relativo ad operazione di maggiore rilevanza con parte correlata", 17/03/2026,* (https://www.gruppomps.it/static/upload/doc/documento_informativo_opc_fusione_mediobanca.pdf), sottoparagrafo "2.4 Modalità di determinazione del corrispettivo dell'Operazione e valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni similari" pagina 12

[86] Mediobanca, *"Documento informativo relativo a operazione di maggiore rilevanza con parti correlate", 17/03/2026,* (https://www.mediobanca.com/static/upload_new/doc/documento-informativo-opc_fusione-mb-in-bmps.pdf), sottoparagrafo "2.4.3. Metodologie utilizzate" pagine 17-18

I metodi diretti di valutazione del capitale economico sono metodi che stimano in maniera diretta il valore del capitale economico dell'impresa, senza considerare la determinazione preliminare del valore complessivo dell'azienda (*enterprise value*).

Al contrario, i metodi indiretti stimano il valore dell'impresa mediante l'elaborazione di relazioni economico-finanziarie, modelli matematici o statistiche che consentono di dedurre il valore aziendale a partire da altre variabili.

L'analisi di regressione viene considerata un metodo di valutazione indiretto perché non fornisce direttamente un valore di mercato osservabile, bensì individua una relazione statistica tra il valore (o un multiplo) e una serie di variabili esplicative, come ad esempio l'EBITDA, l'utile netto, la crescita, il rischio o la dimensione aziendale. Successivamente, tale relazione viene utilizzata per stimare il valore dell'impresa oggetto di valutazione.

Il DDM si fonda sul presupposto che il valore di un'azienda corrisponda al valore attuale dei dividendi futuri per azione (DPS – Dividends per Share) che si prevede di distribuire agli azionisti. Tale metodo, viene ampiamente utilizzato nella valutazione delle imprese bancarie per diverse ragioni. In primo luogo, le banche adoperano politiche di distribuzione dei dividendi basate su una certa stabilità e prevedibilità nel medio e lungo termine[87]. In secondo luogo, esse presentano generalmente livelli di redditività e prospettive di crescita tendenzialmente più stabili in relazione alle altre imprese che operano nei settori non finanziari. Queste tipicità rendono il DDM particolarmente adatto a stimare il valore economico delle banche, dal momento che permettono di formulare previsioni in merito ai dividendi futuri con un grado di attendibilità relativamente alto.

Ai fini dell'applicazione del Dividend Discount Model, oltre alla determinazione del costo del capitale proprio, è necessario stimare ulteriori parametri funzionali alla valutazione del capitale economico della banca. Specificatamente, il primo elemento da tenere in considerazione è rappresentato dal *pay-out ratio*, cioè, la quota di utili distribuita agli azionisti sotto forma di dividendi, generalmente calcolata come rapporto tra dividendi e utile netto. Il secondo parametro è rappresentato dal *tasso di crescita*, il quale dipende da due elementi: la dinamica attesa degli utili e il livello del pay-out ratio. In termini generali, quando vi è un maggior livello di distribuzione degli utili implica una minore quota di risorse reinvestite e, conseguentemente, un ridimensionamento del tasso di crescita atteso.

[87] GIULIANI M., MARASCA S., *La valutazione delle aziende bancarie, Rivista dei Dottori Commercialisti n. 2, 2017*, pagina 228

Con riferimento al settore bancario, il tasso di crescita può essere stimato sulla base dell'andamento storico degli utili, delle previsioni formulate dagli analisti oppure attraverso l'utilizzo della relazione tra il tasso di ritenzione degli utili – frazione di utili che viene reinvestita da parte dell'impresa e quindi non distribuita – e il Return on Equity (ROE), che consente di collegare la capacità di reinvestimento alla redditività del capitale proprio.

Il DDM richiede la sussistenza della coerenza interna tra i dividendi che ci si aspetta di ottenere, il tasso di crescita e il pay-out ratio, in particolar modo quando vi sono imprese che operano nel settore bancario. Tale coerenza, nel processo di valutazione, è fondamentale al fine di rispettare i vincoli o requisiti patrimoniali imposti dalla regolamentazione prudenziale[88].

Un elemento distintivo nella valutazione delle banche, rispetto alle imprese non finanziarie, è l'esistenza di un potenziale surplus ovvero deficit di capitale regolamentare in relazione ai requisiti minimi previsti negli Accordi di Basilea. Il surplus, definito anche come *Excess Capital*, identifica la parte di patrimonio paragonabile al capitale proprio (equity) eccedente i requisiti patrimoniali, e che quindi teoricamente potrebbe essere distribuito tra gli azionisti.

Nel caso in cui tale eccedenza, o al contrario il deficit patrimoniale, risulti significativa, l'applicazione del metodo DDM nella sua forma tradizionale potrebbe non essere idonea a cogliere in modo corretto il valore della banca. In tali casi, come in quello della fusione di Mediobanca in BMPS, viene utilizzata la variante del DDM ossia il Dividend Discount Model con l'Excess Capital, che integra nella procedura di valutazione gli effetti derivanti dal surplus (eccesso) ovvero dal deficit (carenza) legati al capitale regolamentare[89].

Come evidenziato in precedenza, uno degli aspetti cruciali da considerare che distinguono la valutazione delle imprese bancarie da quelle industriali, è rappresentato dalla rigorosa regolamentazione a cui è soggetta la struttura del capitale bancario. Tale quadro normativo, definito a livello internazionale e adottato dalle autorità bancarie nazionali, prevede specifici requisiti patrimoniali che incidono sia sulla modalità di gestione dell'attività bancaria, ovvero il modo attraverso cui le banche organizzano le loro operazioni, sia sulla quantità di capitale che esse devono preservare al fine di rientrare nei requisiti previsti.

---

[88] RUTIGLIANO M., *L'analisi del bilancio delle banche. Rischi, misure di performance, adeguatezza patrimoniale,* Egea, Milano, 2012, pagina 473

[89] GIULIANI M., MARASCA S., *La valutazione delle aziende bancarie, Rivista dei Dottori Commercialisti n. 2, 2017*, pagina 228

Il livello di capitalizzazione demandato dalla normativa internazionale e nazionale, definito *patrimonio di vigilanza* (regulatory capital), è finalizzato ad assicurare che gli istituti bancari siano in grado di far fronte, con le risorse patrimoniali, a potenziali rischi che potrebbero emergere nello svolgimento della propria attività[90].

Il patrimonio di vigilanza identifica l'ammontare di capitale che la banca è tenuta a detenere in relazione alle sue attività – costituite in misura prevalente dai prestiti concessi alla clientela – e al loro grado di rischiosità. Il principale riferimento normativo in materia di vigilanza prudenziale si riferisce agli accordi elaborati dal Comitato di Basilea, conosciuti come Basilea I, Basilea II, Basilea III.

Tali framework avevano inizialmente come obiettivo quello di armonizzare la disciplina prudenziale, presente nei diversi ordinamenti, colmando anche le mancanze della regolamentazione internazionale esistente nel contesto della vigilanza, e promuovendo l'utilizzo di standard uniformi per gli istituti bancari. In questo modo, si è inteso limitare il fenomeno dell'arbitraggio regolamentare e favorire le condizioni concorrenziali omogenee nel settore bancario a livello internazionale. Il modello che ricorre all'approccio di mercato utilizza il metodo dei multipli: nel caso dei multipli di Borsa il valore di una società è determinato inizialmente dai prezzi di Borsa di imprese denominate "comparabili" ovvero simili a quella presa in esame[91].

L'effettuazione dell'analisi del prezzo di mercato delle appena denominate imprese viene eseguita in relazione a una variabile rappresentata dagli utili, dalle vendite, dai flussi di cassa o dal valore contabile. Il valore del capitale economico al quale si giunge mediante l'applicazione dei modelli, rappresenta l'esito di molteplici ipotesi ed assunzioni e, al fine di arginare l'aleatorietà insita nei processi di valutazione aziendale, nella pratica solitamente si considerano simultaneamente diversi metodi per la valutazione della medesima società.

Nello specifico, per la determinazione dell'intervallo di valori piuttosto che il valore puntuale dell'azienda, ovvero per arrivare a ottenere risultati meno discrezionali, è solito adoperare un metodo "principale" e uno o più metodi di "controllo".

L'impiego simultaneo di più metodi di valutazione dovrebbe portare ad avere modelli fondati su approcci differenti, cosicché la valutazione dell'azienda avviene sulla base di prospettive diverse: difatti, nella prassi applicativa si utilizzano almeno due approcci, con una preferenza verso un metodo valutativo relativo e un metodo che attualizza i risultati futuri attesi.

---

[90] MASSARI M., ZANETTI L., *Valutazione. Fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario,* McGraw-Hill, Milano, 2008, pagina 315

[91] RUTIGLIANO M., *La valutazione delle banche e degli altri intermediari finanziari,* Egea, Milano, 2018, pagina 16

La scelta dell'approccio di valutazione da utilizzare avviene sulla considerazione dell'arco temporale che si ha a disposizione, della natura ma anche della laboriosità della società della quale si intende stimare il capitale economico; dipende anche dalla disponibilità inerente alle informazioni, ai dati e alle ragioni per le quali si effettua la valutazione.

A questo proposito, la valutazione dell'azienda funge da elemento chiave in molteplici contesti e le finalità per le quali la valutazione viene richiesta sono ricollegabili a differenti operazioni.

In primo luogo, la misurazione del valore svolge una significativa rilevanza nel caso di modifiche sull'assetto proprietario, vale a dire nel caso in cui viene a modificarsi la compagine societaria, come avviene nelle operazioni di M&A; in quest'ultima circostanza, la valutazione acquisisce una funzione strumentale alla negoziazione che in seguito verrà attuata tra i possibili acquirenti e venditori della società[92].

Inoltre, in tale contesto, è necessario considerare ulteriori elementi che possono incidere sulla procedura di valutazione dell'azienda, primariamente devono essere tenuti in considerazione le sinergie sul valore e i loro effetti, le quali derivano dalla integrazione delle imprese (società target ed acquirente). È altresì fondamentale la considerazione e la valutazione degli effetti relativi al cambiamento nella gestione aziendale e in generale nella riorganizzazione dell'impresa.

I flussi calcolati con il metodo del DDM nella configurazione dell'Excess Capital sono determinati in funzione della capacità dell'istituto di generare dividendi futuri senza comprometterne il livello di patrimonializzazione necessario al rispetto dei requisiti regolamentari e al mantenimento di una struttura patrimoniale coerente con gli obiettivi di lungo periodo. Ne consegue che i flussi considerati non riflettono necessariamente la politica dei dividendi effettivamente adottata dal management, ma rappresentano la capacità distributiva teorica della banca. Alla stima dei flussi espliciti si aggiunge il valore terminale (*terminal value*), calcolato come il valore attuale di una rendita perpetua basata su un flusso distribuibile normalizzato, ritenuto economicamente sostenibile e coerente con un tasso di crescita di lungo periodo[93].

---

[92] MASSARI M., VISCIANO N., LAGRECA M., MELE F., BELLAVITA S., CERA S., RIPPA D., *Guida alla valutazione,* Borsa Italiana – London Stock Exchange Group, Milano, 2014, pagina 5 e ss

[93] Mediobanca, *"Documento informativo relativo a operazione di maggiore rilevanza con parti correlate", 17/03/2026,* (https://www.mediobanca.com/static/upload_new/doc/documento-informativo-opc_fusione-mb-in-bmps.pdf), sottoparagrafo "2.4.3 Metodologie utilizzate" pagina 18. Banca Monte dei Paschi di Siena, *"Documento informativo relativo ad operazione di maggiore rilevanza con parte correlata", 17/03/2026,* (https://www.gruppomps.it/static/upload/doc/documento_informativo_opc_fusione_mediobanca.pdf), sottoparagrafo "2.4 Modalità di determinazione del corrispettivo dell'Operazione e valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni similari" pagine 12-13

Qualora la valutazione di una banca venga fatta, come in questo caso, applicando il metodo del Dividend Discount Model, le stime inerenti ai flussi di cassa e a quelle sui dividendi futuri, devono inevitabilmente incorporare la dinamica del patrimonio di vigilanza detenuto dalla banca, in quanto quest'ultimo influisce sulla capacità dell'intermediario di creare e di ripartire valore nel tempo.

Accanto al DDM, è stato utilizzato il *metodo dei multipli di mercato*, applicato attraverso l'analisi dei prezzi di borsa e degli utili prospettici di un campione di società quotate comparabili.

Tale metodologia si fonda sull'assunto che il valore di un'impresa possa essere desunto dalle valutazioni espresse dal mercato nei confronti di società caratterizzate da profili operativi, dimensionali e di rischio analoghi.

Operativamente, il metodo prevede l'individuazione di specifici multipli, ottenuti rapportando la capitalizzazione di mercato a grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie delle società selezionate. Nello specifico e nell'ambito della valutazione d'impresa, il termine "multiplo" fa riferimento al rapporto espresso tra una misura rappresentativa del valore di una banca e una specifica grandezza desunta dallo Stato Patrimoniale o dal Conto Economico.

I multipli così determinati vengono successivamente applicati alle corrispondenti metriche della società oggetto di valutazione, apportando gli adeguati aggiustamenti al fine di tener conto delle peculiarità dell'impresa analizzata e di pervenire a una stima attendibile del relativo intervallo di valore.

L'affidabilità delle valutazioni ottenute mediante il metodo dei multipli di mercato dipende in misura significativa dalla corretta selezione delle società comparabili e dall'adeguata applicazione della metodologia al caso specifico oggetto di analisi. In tale contesto, risulta essenziale che i multipli individuati riflettano in modo appropriato le caratteristiche operative, reddituali e patrimoniali delle società osservate, al fine di garantire la significatività dei risultati ottenuti.

Nonostante l'approccio di mercato si fondi su un principio concettualmente semplice, la sua applicazione, eseguita da parte dell'analista, richiede l'adozione di un articolato processo di analisi e l'utilizzo di assunzioni, al fine di ottenere una stima attendibile e scrupolosa del valore relativo di un'impresa bancaria.

Un passaggio fondamentale, e maggiormente rilevante ai fini dell'applicazione di tali metodi di valutazione, riguarda la selezione delle imprese *comparable*, vale a dire un complesso di imprese bancarie comparabili che per dimensione, modello di business, perimetro geografico, tasso di crescita, redditività e profilo di rischio sono simili a quella oggetto di valutazione.

L'identificazione e la scelta delle suddette imprese è una procedura dettata da soggettività, poiché l'inclusione o l'esclusione di ciascuna impresa è condizionata all'opinione del valutatore.

Nonostante ciò, l'individuazione delle imprese bancarie che presentino tali somiglianze può risultare particolarmente complessa, in quanto difficilmente è possibile reperire aziende che presentino un elevato grado di omogeneità sotto i profili considerati nella selezione.
Conseguentemente, chi effettua la valutazione è tenuto a individuare un equilibrio che tenga in considerazione sia l'ampiezza del campione di imprese selezionato, sia il rigore dei criteri di comparabilità che sono stati adottati.
Da qui deriva una importante considerazione, in merito al fatto che più è elevato il numero di imprese comparabili, minore è l'incidenza di eventuali valori anomali e quindi minore risulterà essere il margine di errore della stima; al contrario, l'adozione di criteri di selezione più stringenti, permette l'individuazione di imprese maggiormente omogenee, aumentando così il livello di affidabilità dei risultati e la significatività.
Nella valutazione e nella stima del capitale economico dell'impresa, l'impiego dei multipli rappresenta un metodo largamente adoperato nella prassi professionale, in virtù del significativo sviluppo dei mercati finanziari registrato negli ultimi tempi; questo ha accresciuto la diffusione e l'applicazione di tali metodi[94].
Un altro metodo di valutazione e di stima del capitale economico consiste nel metodo dell'analisi di regressione. Quest'ultimo permette di stimare il relativo valore attraverso l'individuazione della relazione statistica esistente tra la redditività prospettica del patrimonio netto tangibile e la valutazione attribuita dal mercato a un insieme di società comparabili.
L'analisi prende in considerazione due multipli: il *Return on Tangible Equity atteso (RoTE)* e il P*rice to Tangible Book Value (P/TBV)*[95].
In particolare, il primo misura la capacità di una banca di generare utili rispetto al proprio patrimonio tangibile (al netto delle attività immateriali come l'avviamento) ed è proprio per questo che è considerato un indicatore più rappresentativo rispetto al ROE nel contesto dell'analisi bancaria; inoltre, un RoTe elevato indica una maggiore efficienza e redditività operativa della banca. Il secondo, esprime quanto il mercato è disposto a pagare una banca rispetto al suo patrimonio netto tangibile.

---

[94] MASSARI M., DIFONZO C., GIANFRATE G., ZANETTI L., *Bank Valuation using multiples in US and Europe: an historical perspective,* Business Valuation OIV Journal, 2018, pagina 53
[95] Mediobanca, *"Documento informativo relativo a operazione di maggiore rilevanza con parti correlate", 17/03/2026,* (https://www.mediobanca.com/static/upload_new/doc/documento-informativo-opc_fusione-mb-in-bmps.pdf), sottoparagrafo "2.4.3 Metodologie utilizzate" sezione "Descrizione del metodo dell'analisi di regressione" pagina 18

Attraverso la costruzione di una retta di regressione, viene stimata la correlazione tra il livello di redditività prospettica e il premio ovvero lo sconto riconosciuto dal mercato rispetto al valore contabile tangibile.

La relazione così ottenuta consente di determinare il multiplo P/TBV implicito da applicare successivamente al patrimonio netto tangibile di riferimento delle società coinvolte nell'operazione, sulla base del rispettivo livello di redditività attesa.

Per spiegare meglio il metodo dell'analisi di regressione, si possono considerare le Value Maps, le quali rappresentano l'evoluzione dell'approccio di valutazione fondato sull'utilizzo dei multipli di Borsa. Questa metodologia, si basa sulla stima di una relazione statistica tra un indicatore della redditività dell'impresa e un multiplo di mercato, attraverso l'impiego di un campione di istituti bancari comparabili in relazione a quello oggetto di valutazione[96]. Nella pratica, l'analisi viene in genere condotta mediante una regressione lineare tra le variabili considerate. Nel caso in cui il modello di regressione evidenzi un adeguato livello di adattamento ai dati osservati, le Value Maps rappresentano uno valido strumento per indicare eventuali situazioni di sopravvalutazione o di sottovalutazione dei titoli, ma anche per verificare i risultati ottenuti attraverso l'applicazione di altri metodi di valutazione.

Nella tabella riportata di seguito, vengono posti a confronto i differenti metodi di valutazione che sono stati impiegati nell'analisi delle imprese bancarie. Da tale comparazione emerge che essi appartengono a due categorie principali: da un lato ci sono gli approcci market based, che riflettono le valutazioni espresse dal mercato attraverso l'impiego dei prezzi di Borsa e dei multipli di società comparable; dall'altro lato ci sono gli approcci basati sui fondamentali economico-finanziari dell'impresa che sono espressi dal metodo del DDM e da quello dell'analisi di regressione.

La scelta di ricorrere a metodi complementari appare coerente con la pratica valutativa nell'ambito delle operazioni di fusione, perché permette di integrare tra loro informazioni e dati che provengono sia dal mercato sia dalle capacità future di creazione di valore da parte delle società coinvolte nell'operazione. Dunque, questo permette di intraprendere una stima del capitale economico maggiormente equilibrata e adatta alla definizione del rapporto di cambio.

[96] MASSARI M., ZANETTI L., *Valutazione. Fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario,* McGraw-Hill, Milano, 2008, pagina 331

Tabella 6: Confronto tra i metodi di valutazione impiegati ai fini della stima del capitale economico.

METODO DI VALUTAZIONE	PECULIARITA' PRINCIPALI	FUNZIONE	RISULTATI OTTENUTI
Metodo della quotazione di Borsa	È basato sui prezzi di mercato del titolo.	Determinazione del valore di mercato.	Acquisizione del valore di mercato di riferimento.
Metodo dei multipli di Borsa	Si basa sul confronto con banche comparabili ovvero simili a quella oggetto di studio.	Verifica del valore tramite lo svolgimento dell'analisi o valutazione tra peers.	Raggiungimento di un intervallo di valori comparabili.
Dividend Discount Model (DDM)	Attualizzazione dei dividendi futuri.	Stima del valore insito della banca.	Ottenimento del valore fondamentale dell'istituto.
Modello dell'analisi di regressione (Value Maps)	Utilizzo della regressione tra multipli e redditività.	Verifica della sussistenza in merito alla coerenza della valutazione.	Conferma dei risultati ottenuti dall'impiego di altri metodi di valutazione.

4.3. La valutazione delle sinergie derivanti dall'operazione

Le sinergie rappresentano il valore aggiuntivo generato dall'integrazione di due entità aziendali, derivante dalla combinazione delle rispettive risorse, competenze e capacità operative. Tale valore incrementale non potrebbe essere conseguito nel caso in cui le imprese continuassero la loro attività in maniera indipendente ed autonoma. La valutazione delle sinergie, derivanti dall'attuazione dell'operazione, è tra gli aspetti di maggiore rilevanza nella valutazione di un'operazione di Mergers and Acquisitions (M&A) perché consente di quantificare il valore aggiuntivo generato dall'integrazione delle società partecipanti rispetto alla loro operatività stand-alone.

Questa valutazione costituisce una delle fasi maggiormente rilevanti, poiché, un eventuale sovrastima dei benefici attesi potrebbe indurre l'acquirente a riconoscere un corrispettivo superiore rispetto all'effettivo valore economico dell'operazione. Contrariamente, il venditore pone enfasi sulle sinergie potenziali dell'aggregazione al fine di sostenere una valutazione più elevata dell'impresa e massimizzare quindi il valore.

Per condurre una corretta valutazione delle sinergie è essenziale, in primo luogo, l'identificazione delle potenziali fonti di creazione di valore scaturenti dall'operazione di acquisizione. Successivamente, occorre definirne le modalità e le tempistiche di realizzazione, ma anche stimarne gli effetti economico-finanziari, individuare un adeguato periodo di recupero dell'investimento (il cosiddetto *payback period*) e stabilire un orizzonte temporale oltre il quale il conseguimento dei benefici attesi non risulta essere più conveniente.

Contemporaneamente, è indispensabile l'analisi dei rischi legati al processo di integrazione, tramite una valutazione della loro probabilità di manifestazione e il potenziale impatto sui risultati dell'operazione. L'analisi delle sinergie non deve essere esclusivamente circoscritta all'individuazione delle opportunità di creazione di valore, ma è fondamentale che vengano considerate anche le possibili criticità che potrebbero compromettere il raggiungimento degli obiettivi prefissati. Per questa ragione, è opportuno porre l'attenzione sulle sinergie maggiormente significative e tra loro non sovrapponibili, definendo contestualmente le azioni necessarie per il loro effettivo conseguimento[97].

Il successo di un'operazione di acquisizione dipende largamente dalla corretta quantificazione delle sinergie potenziali e dalla stima dei relativi effetti economici, poiché, una valutazione non accurata dei benefici attesi può, infatti, determinare un'errata valorizzazione dell'impresa target e, di conseguenza, la definizione di un prezzo non coerente con il valore effettivo dell'operazione.

La valutazione delle sinergie operative si sviluppa generalmente attraverso un processo articolato e suddiviso in più fasi. In primo luogo, le imprese coinvolte vengono valutate separatamente mediante l'attualizzazione dei flussi di cassa prospettici di ciascuna società. Successivamente, si determina il valore della combinazione delle due entità in assenza di effetti sinergici, ottenuto dalla somma dei rispettivi valori stand-alone delle aziende.

Infine, i flussi di cassa vengono rettificati incorporando i benefici attesi derivanti dalle sinergie operative, al fine di stimare il valore dell'entità integrata e quantificare il contributo economico generato dall'operazione di acquisizione.

Nell'ambito dell'operazione di fusione tra BMPS e Mediobanca, la determinazione del valore prodotto dalle sinergie e la loro successiva valutazione si riferisce alla stima del valore aggiunto realizzato dalla aggregazione degli istituti. È di rilevante importanza la determinazione del valore generato successivamente al verificarsi delle sinergie perché esse rappresentano una delle principali motivazioni economiche alla base dell'operazione stessa e assumono un ruolo determinante per il successo dell'investimento.

---

[97] CONCA, V., *Le acquisizioni: valutare e gestire i processi di crescita*, 3.th edizione, Egea, Milano, 2010

La stima delle sinergie è spesso caratterizzata da elevati livelli di incertezza, soprattutto quando i benefici attesi risultano complessi da conseguire o difficili da quantificare.
Un ulteriore elemento da considerare riguarda i costi di integrazione, ossia le spese necessarie per realizzare concretamente i benefici sinergici. Tali costi tendono a manifestarsi nei primi anni successivi alla fusione, mentre i vantaggi derivanti dall'integrazione emergono generalmente solo nel medio-lungo periodo. Ne consegue che un'operazione di M&A può essere interpretata come una particolare forma di investimento, caratterizzata da un rilevante esborso iniziale, da consistenti costi di integrazione e dalla necessità di gestire efficacemente il processo di creazione del valore derivante dalle sinergie.
Alla luce delle considerazioni appena descritte, emerge chiaramente come la valutazione delle sinergie rappresenti una fase particolarmente complessa e cruciale, ma al contempo fondamentale nell'analisi di un'operazione di M&A.
Al fine di ridurre il rischio di errori valutativi, è necessario individuare correttamente le principali fonti di creazione del valore ovvero capire da dove esso origina e considerare quindi le variabili che incidono sulla sua effettiva realizzazione. Le sinergie possono essere di diverse tipologie.
In primo luogo, le sinergie di ricavo, tradotte in un incremento della fonte reddituale positiva, derivanti dall'ampliamento della quota di mercato, dall'estensione della gamma di prodotti o dall'accesso a nuovi segmenti di clientela. Tali benefici risultano generalmente difficili da stimare poiché influenzati dalle risposte dei concorrenti e dei consumatori.
In secondo luogo, le sinergie di costo, descritte in una diminuzione della fonte negativa di reddito, ottenibili attraverso l'eliminazione di duplicazioni organizzative e l'ottimizzazione delle risorse impiegate. Un'ulteriore fonte di valore è rappresentata dal miglioramento dei processi operativi, conseguente all'adozione delle pratiche manageriali ed organizzative più efficienti tra quelle delle imprese coinvolte.
Le economie finanziarie costituiscono una quarta categoria di sinergia e si manifestano attraverso una più efficiente gestione della struttura finanziaria e della liquidità, con possibili riduzioni del costo del capitale. Infine, vi può essere un decremento del rischio che può derivare dalla maggiore dimensione e dalla diversificazione dell'impresa risultante dall'integrazione, limitando l'esposizione a specifici fattori di vulnerabilità operativa o strategica. Oltre alle sinergie appena esplicitate, possono realizzarsi anche vantaggi sul lato fiscale e patrimoniale.
Sebbene le fonti sinergiche possano assumere forme differenti in funzione delle caratteristiche delle imprese coinvolte, le sinergie di ricavo e di costo rappresentano generalmente le componenti più rilevanti e maggiormente presenti nelle operazioni di fusione e acquisizione.

4.3.1. Le variabili per la stima e la valutazione delle sinergie

Ai fini di una corretta stima delle sinergie, è necessario considerare tre variabili fondamentali.
La prima riguarda l'entità del beneficio atteso, che richiede una previsione precisa dei flussi di cassa, ma anche dei ricavi e dei costi futuri, evitando distorsioni derivanti da un eccessivo ottimismo o da valutazioni influenzate da fattori emotivi.
La seconda concerne la probabilità di realizzazione delle sinergie, poiché non tutti i benefici stimati *ex ante,* cioè, prima dell'aggregazione, presentano lo stesso grado di raggiungibilità. Alcune sinergie, come quelle derivanti dalla razionalizzazione dei costi, risultano generalmente più prevedibili rispetto a quelle connesse alla crescita dei ricavi.
La terza variabile è rappresentata dalla tempistica di realizzazione, ovvero dall'orizzonte temporale necessario affinché i benefici attesi si manifestino pienamente.
Una stima realistica dei tempi di integrazione è essenziale per evitare sopravvalutazioni dell'operazione e per garantire una corretta determinazione del valore effettivamente generabile dalla fusione. Con riferimento alla fusione tra BMPS e Mediobanca, e nell'ambito del progetto di integrazione, la valutazione delle sinergie ha rappresentato un elemento centrale nell'analisi della convenienza economica e strategica dell'operazione stessa.

4.3.2. La quantificazione delle sinergie

Le sinergie attese sono state stimate da BMPS sulla base di un piano industriale che prevede la creazione di valore attraverso l'integrazione delle attività, delle strutture organizzative e delle competenze distintive delle due banche. In particolare, BMPS ha quantificato, a seguito della efficacia della fusione, sinergie complessive pari a circa 700 milioni di euro annui ante imposte, suddivise in tre principali categorie.
La prima riguarda le sinergie di costo, stimate in circa 300 milioni di euro annui, riconducibili al processo di razionalizzazione organizzativa conseguente l'integrazione, l'eliminazione delle riproduzioni sul piano organizzativo, l'aggregazione dei due istituti in generale e dei sistemi informativi, l'ottimizzazione delle infrastrutture operative[98].

[98] Banca Monte dei Paschi di Siena, *"Documento informativo relativo ad operazione di maggiore rilevanza con parte correlata", 17/03/2026,*
(https://www.gruppomps.it/static/upload/doc/documento_informativo_opc_fusione_mediobanca.pdf), sottoparagrafo "2.5 Illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'Operazione" pagina 16

La seconda è rappresentata dalle sinergie di ricavo, anch'esse quantificate in circa 300 milioni di euro annui, ottenibili attraverso il rafforzamento delle attività di cross-selling, dall'ampliamento dell'offerta di prodotti e servizi destinati ed erogati alla clientela post integrazione, dalla valorizzazione delle competenze complementari tra i diversi comparti di business delle due banche. Tali elementi dovrebbero contribuire all'incremento delle commissioni nette e al miglioramento della composizione dei ricavi.

Infine, sono state stimate sinergie di funding per circa 100 milioni di euro annui, conseguenti a una più efficiente gestione della raccolta e della struttura finanziaria del gruppo risultante dalla fusione, con effetti positivi attesi sugli indicatori di liquidità e sul costo complessivo delle fonti di finanziamento[99].

La valutazione delle sinergie non è stata effettuata mediante i tradizionali metodi utilizzati per la determinazione del rapporto di cambio – quali l'analisi dei prezzi di mercato, i multipli di società comparabili o i modelli di attualizzazione dei flussi – bensì attraverso un'analisi industriale e strategica volta a identificare i benefici economici conseguibili dall'integrazione delle due realtà aziendali. Pertanto, le sinergie auspicate hanno costituito un elemento fondamentale per giustificare la razionalità economica dell'operazione e per stimare, quindi, il potenziale incremento di redditività e di valore del gruppo combinato.

Tuttavia, le stime formulate da BMPS sono state oggetto di valutazione critica da parte di Mediobanca e dai relativi consulenti finanziari. In particolare, alcune analisi hanno evidenziato il rischio che una parte delle sinergie prospettate, soprattutto quelle di ricavo e di funding, possano essere difficili da realizzare, o addirittura, compensate da possibili sinergie negative, cioè, effetti negativi che potrebbero emergere da una fusione ovvero acquisizione e che riducono, annullano o perfino superano, i benefici attesi dalle sinergie derivanti dalla complessità dell'integrazione. Queste considerazioni hanno contribuito ad alimentare il dibattito sulla reale entità dei benefici economici dell'operazione e sulla loro corretta distribuzione tra gli azionisti delle due società.

---

[99] Banca Monte dei Paschi di Siena, *"Documento informativo relativo ad operazione di maggiore rilevanza con parte correlata", 17/03/2026,* (https://www.gruppomps.it/static/upload/doc/documento_informativo_opc_fusione_mediobanca.pdf), sottoparagrafo "2.5 Illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'Operazione" pagina 16

In conclusione, la valutazione delle sinergie ha rappresentato uno dei principali fattori alla base della logica industriale della fusione, poiché ha consentito di stimare il valore aggiuntivo generabile dall'aggregazione tra BMPS e Mediobanca. Sebbene tali benefici non siano stati direttamente incorporati nei metodi di determinazione del rapporto di cambio, essi hanno ugualmente costituito un elemento essenziale per la valutazione complessiva dell'operazione e delle prospettive del nuovo gruppo bancario.

4.3.3. Il principio della relatività delle valutazioni

Al principio di relatività delle valutazioni si affianca la valutazione stand-alone, praticata sulle due banche. Quest'ultima tecnica risiede in una valutazione free lance vale a dire che i due istituti sono stati considerati come entità autonome e indipendenti, al netto degli effetti scaturenti dall'incorporazione. Questo approccio conduce alla determinazione dei risultati economici generati da ciascuna ovvero di individuarne il valore realizzato. Questo punto di vista è coerente con la prassi valutativa nelle operazioni di fusione, poiché il rapporto di cambio deve riflettere il valore relativo, dunque non quello assoluto, delle società partecipanti prima dell'integrazione: è quello che viene definito *"principio della relatività delle valutazioni"*.
Per effetto di tale principio si evita che una delle parti benefici indebitamente delle sinergie future a discapito dell'altra; trova anche applicazione pratica nell'esigenza di adottare criteri valutativi omogenei[100]. Dunque, è opportuno procedere alla stima delle imprese coinvolte utilizzando, ove possibile, metodologie e assunzioni coerenti e uniformi.
Sebbene ogni impresa presenti caratteristiche solo ad essa ricollegabili che la rendono quindi un'entità unica, l'applicazione efficace di criteri valutativi omogenei risulta generalmente più agevole quando le società operano nel medesimo settore economico, come nel caso preso in esame.

[100] SAVIOLI G., *Le operazioni di gestione straordinaria*, Giuffrè Francis Lefebvre, 2020, pagina 355 (POTITO, 2016; GUATRI-BINI, 2005; GAREGNANI, 2006, GUALTIERI 1990, Commissione Bocconi, 1989. Si vedano al riguardo anche le raccomandazioni impartite nel 1977 dalla Cob francese (*Commission des Opérations de Bourse*), Corrispondente alla nostra Consob, circa le valutazioni delle società quotate coinvolte in operazioni di finanza straordinaria (*Recommandationes concernant l'information des actionnaires et la rémunération des apports en nature dans les opérations de fusion, scission pu apport partiale d'actif, in Bulletin Mensuel de la Commission des Opérations de Bourse, Juillet-Août, 1977*), citata da Bianchi, 2002, dove la commissione raccomanda l'applicazione dei medesimi criteri di valutazione a tutte le società partecipanti, salvo che tale uniformità conduca a risultati iniqui, e l'omogeneità dei metodi di impiego degli stessi criteri)

In tale contesto, l'esperto indipendente è chiamato ad adottare un approccio metodologico coerente, mantenendo il medesimo orientamento nelle scelte valutative fondamentali e, in particolare, nel trattamento delle componenti di incertezza[101] che caratterizzano il processo di stima[102].

4.4. Gli impatti economici, patrimoniali e finanziari

Oltre alle sinergie, l'operazione determinerà il sostenimento di costi di integrazione non ricorrenti, stimati in circa 0,6 miliardi di euro. Parallelamente, sono stati pianificati investimenti nell'ambito delle tecnologie informatiche per un valore complessivo di circa 1 miliardo di euro nel periodo 2026 – 2030, di cui circa 0,1 miliardi destinati alle attività di sola integrazione[103]. Tali investimenti saranno finalizzati a supportare lo sviluppo del business e a rafforzare l'infrastruttura digitale dell'organizzazione, ponendo solide basi per l'adozione e l'evoluzione di soluzioni basate sull'intelligenza artificiale.

Sotto il profilo strategico, la fusione rappresenta un passaggio fondamentale per il rafforzamento del posizionamento competitivo del gruppo facente capo a BMPS nei mercati di riferimento. L'operazione mira, inoltre, a incrementare l'efficienza operativa e la capacità di investimento del gruppo, creando le condizioni necessarie per sostenere i futuri percorsi di crescita e sviluppo[104].

Agli azionisti dell'istituto milanese è rivolta la politica di distribuzione degli utili annunciata da BMPS, che prevede un payout pari al 100%, nonché dell'eventuale utilizzo del capitale eccedente per una remunerazione ulteriore a loro destinata oppure utilizzata per finanziare future iniziative di crescita[105]. Con il termine payout o dividend payout si fa riferimento alla quota di utili che un'impresa distribuisce ai propri azionisti anziché trattenerla al proprio interno.

---

[101] SAVIOLI G., *Le operazioni di gestione straordinaria*, Giuffrè Francis Lefebvre, 2020, pagina 355 (OIV, 2015; GUATRI-UKMAR, 2009, GUATRI 1998, Commissione Bocconi, 1989; sul tema vedi più ampiamente Garegnani, 2006)

[102] SAVIOLI G., *Le operazioni di gestione straordinaria*, Giuffrè Francis Lefebvre, 2020, pagine 354-355

[103] Banca Monte dei Paschi di Siena, *"Documento informativo relativo ad operazione di maggiore rilevanza con parte correlata", 17/03/2026,* (https://www.gruppomps.it/static/upload/doc/documento_informativo_opc_fusione_mediobanca.pdf), sottoparagrafo "2.5 Illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'Operazione" pagina 16

[104] Banca Monte dei Paschi di Siena, *"Documento informativo relativo ad operazione di maggiore rilevanza con parte correlata", 17/03/2026,* (https://www.gruppomps.it/static/upload/doc/documento_informativo_opc_fusione_mediobanca.pdf), sottoparagrafo "2.5 Illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'Operazione" pagina 16

[105] Banca Monte dei Paschi di Siena, *"Approvato il progetto di fusione per incorporazione di Mediobanca in Banca Monte dei Paschi di Siena. Rapporto di cambio fissato in n. 2,450 azioni BMPS per ciascuna azione Mediobanca", Siena – Milano, 10/03/2026,* (https://www.gruppomps.it/static/upload/cs_/0000/cs_progetto-di-fusione.pdf), pagina 2

In aggiunta, l'operazione concederebbe agli azionisti di partecipare al progetto di sviluppo delineato dal piano industriale di BMPS, volto alla costituzione di un gruppo bancario maggiormente diversificato, resiliente e innovativo.
Secondo le previsioni dell'organo amministrativo, l'integrazione permetterebbe di combinare competenze complementari nelle diverse aree di business, rafforzando così la capacità competitiva del nuovo gruppo nei confronti dei principali operatori bancari nazionali ed europei. È inoltre prevista, a seguito della fusione, una ridefinizione della struttura proprietaria dove BMPS assumerà il ruolo di capogruppo.

Tabella 7: Impatti generati dall'operazione di fusione BMPS / Mediobanca.

IMPATTI ECONOMICI	IMPATTI FINANZIARI	IMPATTI PATRIMONIALI
Incremento dei ricavi.	Ottimizzazione della struttura finanziaria e della raccolta monetaria.	Previsione di un aumento del capitale sociale da parte di BMPS a servizio del concambio azionario mediante l'emissione di nuove azioni.
Riduzione dei costi operativi.	Ottimizzazione della gestione accentrata delle attività di tesoreria.	Patrimonio netto consolidato derivante dall'unione dei patrimoni delle due banche, con anche l'eliminazione delle partecipazioni infragruppo.
Costi di integrazione ovvero oneri straordinari iniziali.	Uscite iniziali collegate ai costi di integrazione.	
	Miglioramento degli indicatori di liquidità (maggiore disponibilità di risorse liquide).	
	Riduzione del costo complessivo delle fonti di finanziamento.	

Dalla tabella evidenziata sopra emerge un aspetto molto rilevante, ossia come l'operazione possa produrre effetti significativi sotto diversi profili: economico, finanziario e patrimoniale.
In particolar modo, l'integrazione tra le due banche si pone due finalità principali: la prima è quella di generare sinergie operative, mentre la seconda è quella di rafforzare la capacità di produrre reddito del nuovo gruppo; ciò favorirebbe una più elevata solidità sul piano patrimoniale e una struttura finanziaria maggiormente efficiente.
Complessivamente, gli impatti evidenziati nella tabella rafforzano la rilevanza strategica dell'operazione, finalizzata alla formazione di un ente bancario più ampiamente competitivo e quindi dotato anche di una maggiore capacità di crescita nel medio e lungo periodo.

CAPITOLO 5 – EFFETTI ATTESI, CRITICITA' E VALUTAZIONE CONCLUSIVA

5.1. I benefici e gli effetti attesi dall'operazione

L'integrazione rappresenta la fase conclusiva della procedura di M&A che inizia immediatamente dopo il perfezionamento formale dell'operazione. Questa fase costituisce il momento più delicato dell'intero processo, in quanto finalizzata alla creazione di una nuova configurazione organizzativa nella quale le due entità, coinvolte nel processo, coesistono in modo ottimale[106].

Tale fase si articola in un percorso graduale di allineamento organizzativo, gestionale e culturale, mediante il quale le imprese e i soggetti che ne fanno parte collaborano insieme e trasferiscono, tra di loro, le diverse capacità strategiche e di creazione del valore ovvero le rispettive risorse distintive. L'obiettivo è la promozione di un contesto organizzativo focalizzato sulla condivisione di conoscenze e dell'apprendimento reciproco, in modo da generare competenze innovative e realizzare un sistema unitario capace di valorizzare le complementarità delle organizzazioni in origine separate.

Il processo di integrazione, tuttavia, non termina nella definizione della nuova struttura manageriale od organizzativa, ma implica una più ampia riconfigurazione delle attività aziendali e delle risorse, mediante l'attuazione di interventi di riallocazione, ricombinazione, valorizzazione ovvero dismissione degli asset, con la finalità di rendere l'organizzazione conforme al nuovo assetto strategico e massimizzare il valore generato dall'operazione di acquisizione[107]. Questa fase assume particolare rilevanza quando l'operazione di acquisizione ha l'obiettivo di combinare due realtà aziendali per scopi sinergici.

Tuttavia, quando le imprese coinvolte presentano differenze significative, come nel caso di BMPS e Mediobanca, in termini di cultura organizzativa, sistemi di gestione e modalità operative, la procedura di integrazione può risultare articolata e complessa e quindi richiedere un'attenta pianificazione. Tale fase consente, infatti, di verificare la concreta realizzabilità del piano strategico delineato all'inizio dell'operazione ma anche la capacità dell'organo amministrativo di gestire il cambiamento e quindi raggiungere gli obiettivi predeterminati.

---

[106] CORTESI, A., *Le acquisizioni di imprese. Strutture e processi per la creazione*, Egea editore, Milano, 2000

[107] KARIM S., CAPRON L., 2016, *Adding, Redeploying, Recombining and Divesting Resources and Business Units.* Strategic Management Journal, volume 37, numero 13

L’operazione in sé non può essere solamente interpretata come un trasferimento di conoscenze, ma anche come un processo di trasformazione più ampio capace di influenzare i modelli organizzativi, i processi aziendali e i comportamenti consolidati nel tempo. Pertanto, risulta fondamentale esaminare le caratteristiche distintive di entrambe le imprese, attraverso l’individuazione delle risorse, competenze e potenzialità, con lo scopo di valorizzarle all’interno della nuova configurazione organizzativa capace di combinare in maniera efficace i punti di forza delle realtà.

Il processo di integrazione si articola su diversi livelli; il primo si riferisce all’integrazione delle procedure che si realizza attraverso la connessione dei sistemi operativi e, in caso di fusione, mediante la costituzione di una sola entità giuridica. Un secondo livello è riferito all’integrazione di risorse, alla gestione e alla combinazione degli asset materiali e immateriali posseduti dalle imprese coinvolte. Il terzo livello, più complicato, è invece costituito dal raggruppamento degli aspetti manageriali e culturali; questo livello presenta delle difficoltà in quanto implica il superamento delle differenze tra approcci gestionali, valori organizzativi e visioni strategiche delle due imprese.

Dall'analisi della tabella sotto riportata, emerge che l'operazione di fusione ha la finalità di creare valore mediante l'integrazione delle rispettive competenze e attività di BMPS e Mediobanca.

I benefici industriali derivano dalla possibilità di conseguire sinergie operative e commerciali, mentre i benefici economico-finanziari e patrimoniali, collaborano a rafforzare i livelli di redditività, di efficienza e di solidità del gruppo risultante dalla fusione. Complessivamente si può dire che la fusione permette di estendere la posizione competitiva e di sostenere la realizzazione degli obiettivi di crescita.

Tabella 8: Benefici attesi dall'operazione.

BENEFICI INDUSTRIALI	BENEFICI STRATEGICI	BENEFICI ECONOMICO-FINANZIARI
Potenziale conseguimento delle sinergie operative.	Rafforzamento della posizione competitiva del nuovo gruppo.	Riduzione dei costi operativi.
Razionalizzazione dell'assetto organizzativo.	Raggiungimento di una maggiore scala dimensionale.	Miglioramento della produttività complessiva del gruppo risultante.
Complementarità dei business model.	Maggiore abilità nel sostenere investimenti in innovazione, digitalizzazione e servizi finanziari.	Sinergie di ricavo.
Valorizzazione della base clienti complessiva.		Gestione efficiente del capitale e della relativa raccolta.
		Struttura finanziaria più equilibrata.
		Utilizzo più efficiente delle risorse patrimoniali disponibili con conseguente rafforzamento della solidità complessiva.
		Diversificazione dei ricavi.

Conseguentemente al completamento e all'efficacia dell'operazione si procederà a una riorganizzazione del gruppo. A tal proposito, a giugno 2026 sono stati approvati i progetti di scissione mediante scorporo e scissione parziale[108]. È necessario evidenziare che l'operazione straordinaria di scissione, sia nella sua forma tradizionale sia nella sua variante, e la relativa analisi non rappresenta lo scopo del presente elaborato: per tali ragioni, verrà fornita solo una panoramica generale in quanto tale operazione è un effetto della fusione stessa.

[108] Banca Monte dei Paschi di Siena, *"Procede la riorganizzazione del Gruppo Montepaschi: approvati i progetti di scissione mediante scorporo e scissione parziale", Siena, 22/06/2026,* (https://www.gruppomps.it/static/upload/22_/22_06_2026_comunicato-stampa.pdf), pagina 1

La scissione è l'operazione mediante la quale il patrimonio di una società viene disaggregato e trasferito a due o più aziende, le quali possono essere già esistenti (scissione per incorporazione) oppure di nuova costituzione (scissione in senso stretto)[109] ricevendo come contropartita le connesse partecipazioni, che rimangono in capo alla medesima società scissa[110].

Nell'ambito dell'operazione di riorganizzazione, si procederà a una scissione mediante scorporo di BMPS in favore di Mediobanca Premier. È inoltre prevista una scissione parziale di Mediobanca Premier in favore di Widiba. Questa operazione fa riferimento al trasferimento di una sola porzione di patrimonio della società scissa, che quindi, prosegue la sua attività. Le deliberazioni in merito alle scissioni sono state assunte in continuità del percorso di riorganizzazione del Gruppo BMPS, oltre la fusione per incorporazione di Mediobanca[111].

La presenza simultanea in diversi comparti del settore bancario – dalla raccolta e dall'erogazione del credito ai servizi di gestione patrimoniale e alle attività di consulenza finanziaria – potrebbe ridurre l'esposizione del gruppo alla volatilità dei singoli mercati e favorire una maggiore stabilità della redditività nel tempo. Infine, l'operazione potrebbe produrre effetti positivi anche a livello sistemico, contribuendo all'intero processo di consolidamento del settore bancario italiano ovvero da questa operazione ne potrebbero beneficiare anche altre istituzioni.

Tuttavia, tali benefici devono essere interpretati come obiettivi potenziali e non come risultati automatici dell'operazione, questo perché la loro effettiva realizzazione dipenderà non solo dalla capacità del nuovo gruppo di gestire efficacemente il processo di integrazione, ma scaturirà anche dal rispetto delle tempistiche previste e di trasformare le complementarità individuate in effettivi vantaggi sul piano economico e competitivo.

Quanto agli effetti attesi, successivamente alla fusione, si verificherà il delisting di Mediobanca che costituisce un elemento di particolare rilevanza ai fini della piena realizzazione degli obiettivi strategici dell'operazione. La revoca della quotazione consentirebbe infatti a BMPS di esercitare un controllo integrale sulla società incorporata, favorendo così un processo di integrazione più efficace e riducendo i vincoli connessi alla presenza di azionisti di minoranza. Ciò permetterebbe di semplificare il processo decisionale e di agevolare l'attuazione di interventi di riorganizzazione societaria, razionalizzazione operativa e integrazione delle attività.

---

[109] SAVIOLI G., *Le operazioni di gestione straordinaria*, Giuffrè Francis Lefebvre, 2020, pagina 483

[110] Brocardi, *art. 2506 comma 1 Codice Civile – Forme di scissione*, (https://www.brocardi.it/codice-civile/libro-quinto/titolo-v/capo-x/sezione-iii/art2506.html)

[111] Banca Monte dei Paschi di Siena, *"Procede la riorganizzazione del Gruppo Montepaschi: approvati i progetti di scissione mediante scorporo e scissione parziale", Siena, 22/06/2026,* (https://www.gruppomps.it/static/upload/22_/22_06_2026_comunicato-stampa.pdf), pagina 1

Sotto il profilo industriale, Mediobanca rappresenta un partner strategicamente complementare a BMPS, grazie alla sua consolidata presenza nei segmenti del wealth management, dell'investment banking e del credito al consumo. L'aggregazione consentirebbe pertanto di ampliare e diversificare le fonti di ricavo del gruppo risultante, riducendo la dipendenza dalle attività tradizionali di commercial banking e rafforzandone il posizionamento competitivo nel mercato finanziario. Inoltre, il pieno controllo su Mediobanca consentirebbe una gestione maggiormente integrata delle partecipazioni strategiche detenute da BMPS, con particolare riferimento alla quota posseduta in Generali. Tale circostanza potrebbe contribuire a consolidare il ruolo del nuovo gruppo all'interno del sistema finanziario italiano e ad accrescere la capacità di indirizzo nelle scelte strategiche riguardanti gli asset partecipativi di maggiore rilevanza[112].

5.2. Limiti dell'analisi e possibili sviluppi futuri

Con riferimento ai limiti dell'analisi valutativa, occorre evidenziare che le metodologie adottate, pur essendo ampiamente riconosciute e utilizzate nella prassi professionale, presentano alcune criticità intrinseche che possono influenzare i risultati ottenuti.

In primo luogo, le valutazioni si fondano in misura significativa su dati previsionali contenuti nei piani industriali elaborati da BMPS e Mediobanca. Tali informazioni, per loro natura, sono caratterizzate da un elevato grado di aleatorietà, in quanto dipendono dal verificarsi di ipotesi e condizioni future che potrebbero discostarsi dalle aspettative formulate al momento della stima[113].

Un ulteriore elemento di criticità riguarda l'applicazione del Dividend Discount Model. In tale metodologia, infatti, una quota rilevante del valore complessivo deriva dal terminal value, la cui determinazione risulta particolarmente sensibile alle assunzioni adottate con riferimento a variabili fondamentali, quali il tasso di crescita perpetua e il livello di redditività normalizzata.

Trattandosi di parametri stimati, essi incorporano inevitabilmente margini di soggettività e incertezza. Occorre inoltre considerare che il campione di banche e società di gestione patrimoniale utilizzato ai fini delle analisi comparative, presenta una numerosità circoscritta.

---

[112] UNIMPRESA (Unione Nazionale di Imprese), *"Se MPS sale all'80% di Mediobanca, il costo del delisting è 2,62 miliardi", 11/09/2025,* (https://www.unimpresa.it/mps-mediobanca/69795)

[113] Mediobanca, *"Documento informativo relativo a operazione di maggiore rilevanza con parti correlate", 17/03/2026,* (https://www.mediobanca.com/static/upload_new/doc/documento-informativo-opc_fusione-mb-in-bmps.pdf), sottoparagrafo "2.4.3 Metodologie utilizzate" sezione "Descrizione del metodo dell'analisi dei multipli di borsa di società quotate selezionate" pagina 17-18

Le società selezionate, pur essendo ritenute comparabili, possono divergere da BMPS e Mediobanca sotto il punto di vista del modello di business, della composizione dell'offerta di prodotti e servizi, delle dimensioni operative e dell'esposizione geografica, riducendo così il grado di omogeneità del confronto[114].

Ulteriori incertezze sono connesse alle stime relative alle sinergie attese dall'operazione e agli altri fattori di creazione di valore considerati nelle valutazioni. L'effettiva realizzazione dei benefici prospettati dipende infatti dalle modalità di integrazione, dalle tempistiche di implementazione e dal concretizzarsi delle ipotesi sottostanti alle previsioni formulate.

Infine, il contesto macroeconomico e geopolitico internazionale, caratterizzato da persistenti tensioni commerciali e da elevati livelli di instabilità, rappresenta un ulteriore fattore di rischio. Tali condizioni possono incidere significativamente sull'andamento dei mercati finanziari, determinando una maggiore volatilità dei prezzi azionari e degli altri parametri utilizzati nei processi valutativi[115].

La costituzione di un operatore di tali dimensioni potrebbe influenzare le strategie competitive di altri intermediari ma potrebbe anche produrre effetti significativi, favorendo in questo modo lo sviluppo di nuove operazioni di aggregazione e contribuendo alla progressiva concentrazione del settore.

I possibili sviluppi futuri dell'operazione dipenderanno, quindi, dalla capacità del nuovo gruppo di conseguire gli obiettivi industriali, finanziari e strategici posti alla base dell'integrazione ed illustrati nella documentazione analizzata. Un primo profilo di interesse riguarda il conseguimento delle sinergie attese. La fusione è finalizzata a generare benefici derivanti dalla razionalizzazione delle strutture organizzative, dall'eliminazione di sovrapposizioni operative e dall'ottimizzazione dei costi di funzionamento. Parallelamente, l'integrazione delle rispettive competenze commerciali potrebbe favorire un incremento dei ricavi. Legato agli sviluppi futuri vi è anche un'altra importante considerazione connessa al fatto che l'integrazione tra BMPS e Mediobanca costituisce oggi un importante punto di partenza per il nuovo gruppo per affrontare e fronteggiare nuove sfide che il mercato pone in essere.

---

[114] Mediobanca, *"Documento informativo relativo a operazione di maggiore rilevanza con parti correlate", 17/03/2026,* (https://www.mediobanca.com/static/upload_new/doc/documento-informativo-opc_fusione-mb-in-bmps.pdf), sottoparagrafo "2.4.3 Metodologie utilizzate" sezione "Descrizione del metodo dell'analisi dei multipli di borsa di società quotate selezionate" pagina 17-18

[115] Mediobanca, *"Documento informativo relativo a operazione di maggiore rilevanza con parti correlate", 17/03/2026,* (https://www.mediobanca.com/static/upload_new/doc/documento-informativo-opc_fusione-mb-in-bmps.pdf), sottoparagrafo "2.4.5 Limiti dell'analisi e difficoltà di valutazione" pagina 19

L’effettiva realizzazione di tali benefici rappresenta uno dei principali fattori di valutazione del successo dell’operazione nel medio-lungo periodo, quindi, ad oggi non ancora concretamente rilevabili e valutabili, in quanto l’esecuzione effettiva dell’operazione è prevista nel quarto trimestre del 2026.

Un ulteriore sviluppo riguarda il rafforzamento del posizionamento competitivo del nuovo gruppo; l’aggregazione consentirebbe infatti di combinare la presenza capillare di BMPS con le competenze specialistiche maturate da Mediobanca. Particolare rilevanza assumerà inoltre il processo di integrazione organizzativa e culturale tra le due realtà.

Il successo delle fusioni, e in generale delle operazioni di M&A, dipende non solo dai benefici economici attesi, ma anche dalla capacità di integrare efficacemente strutture, processi, sistemi informativi e culture aziendali differenti. In tale prospettiva, il raggiungimento degli obiettivi prefissati richiederà una gestione efficace del cambiamento organizzativo e un’attenta pianificazione delle attività di integrazione.

Dal punto di vista economico-finanziario, l’operazione potrebbe contribuire al miglioramento degli indicatori di redditività e alla creazione di valore per gli azionisti.

L’incremento della scala operativa, l’ottimizzazione dell’impiego del capitale e il conseguimento delle sinergie previste potrebbero tradursi in una crescita della capacità di generazione degli utili e in un rafforzamento della solidità patrimoniale del gruppo risultante. Tuttavia, tali risultati dipenderanno sia dalla concreta attuazione delle strategie delineate nei piani industriali sia dall’evoluzione del contesto macroeconomico e finanziario.

Inoltre, non possono essere trascurati i rischi connessi all’operazione; tra questi assumono particolare rilievo l’eventuale ritardo nel processo di integrazione, il mancato conseguimento delle sinergie stimate, possibili incrementi dei costi di ristrutturazione e difficoltà derivanti dall’integrazione dei sistemi operativi e delle strutture organizzative.

In tale contesto, l’operazione tra BMPS e Mediobanca potrebbe costituire un caso di studio significativo per valutare gli effetti delle fusioni bancarie sulla creazione di valore, sulla stabilità degli intermediari e sull’evoluzione degli assetti competitivi del mercato bancario nazionale.

In conclusione, solo l’analisi delle performance successive alla fusione consentirà di verificare se gli obiettivi strategici dichiarati saranno effettivamente raggiunti e se l’operazione avrà generato valore per gli azionisti, per la clientela e per il sistema bancario nel suo complesso.

5.3. Le criticità nella valutazione delle banche

Generalmente, la valutazione delle banche si fonda sull'utilizzo dei medesimi modelli adoperati durante la procedura di valutazione delle imprese che operano nei settori non finanziari. Tuttavia, alcune particolari caratteristiche delle banche rendono certi modelli valutativi più adeguati rispetto ad altri, imponendo degli accorgimenti e degli adattamenti metodologici necessari per riflettere le peculiarità del settore bancario.

Il Decreto Legislativo n. 385 del 1993[116] definisce la banca come un'impresa autorizzata all'esercizio dell'attività bancaria, definita nella raccolta del risparmio tra il pubblico e nell'esercizio del credito[117].

Al giorno d'oggi, il compito delle banche non si limita più alla sola intermediazione finanziaria in quanto l'evoluzione del settore ha fatto sì che gli istituti di credito svolgano anche funzioni riconducibili a una pluralità di altri business ovvero di funzioni che oltrepassano la tradizionale attività bancaria. Difatti, ciò che oggi viene fornito è frutto di una progressiva estensione delle attività svolte. Questo processo di diversificazione ha incentivato lo sviluppo e la creazione di differenti aree di business e l'affermazione di modelli operativi sempre più articolati.

Ai fini di una valutazione più accurata, è di primaria importanza individuare il modello di business adottato dalla banca oggetto di valutazione, in quanto lo svolgimento delle differenti attività incidono in misura significativa sul processo e sulle analisi valutative[118] e la sua errata individuazione potrebbe compromettere l'intera analisi e di conseguenza potrebbero sorgere criticità successive all'integrazione.

In linea generale, i modelli di business che richiedono dettagliate e specifiche procedure di analisi sono i seguenti: il *commercial banking* rappresenta il modello tradizionale di attività bancaria. Conformemente a quanto stabilito dal D.lgs. 385/1993, la banca svolge una funzione di intermediazione finanziaria attraverso la raccolta del risparmio da parte di soggetti economici che si trovano in una posizione di surplus finanziario, destinandolo a soggetti che, invece, si trovano in deficit[119] attraverso la concessione di finanziamenti e il rilascio di garanzie, svolgendo quindi, una attività cosiddetta "commerciale".

---

[116] *Decreto Legislativo 1° settembre 1993, n. 385, Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*
[117] PROTO A., *L'attività delle banche: operazioni e servizi*, Giappichelli Editore, Torino, 2018, pagina 1 e ss
[118] GIULIANI M., MARASCA S., *La valutazione delle aziende bancarie, Rivista dei Dottori Commercialisti n. 2, 2017*, pagina 221 e ss
[119] MCKINSEY & C., KOLLER T., GOEDHART M., WESSELS D., *Valuation: measuring and managing the value of companies*, Wiley, Hoboken, 2020, pagina 1051

L'*investment banking* racchiude il complesso di attività svolte dalle banche di investimento, che consistono nella organizzazione delle operazioni di finanziamento a supporto di imprese ed enti pubblici in merito alla strutturazione e alla realizzazione di operazioni finalizzate alla raccolta di capitale, curando l'emissione, la sottoscrizione e il collocamento di strumenti finanziari[120].

In aggiunta, le banche di investimento sono presenti anche nelle attività del mercato secondario ovvero nelle fasi successive al collocamento, nonché all'assistenza strategica nelle operazioni di finanza straordinaria, tra cui anche le operazioni di M&A ovvero riorganizzazione societaria e procedure di ristrutturazione aziendale.

Un ulteriore modello è raffigurato dal *private banking & asset management*, entrambe le attività, seppure rivolte a diverse categorie di clientela, sono incentrate sull'obiettivo di gestire i patrimoni finanziari. In primo luogo, il private banking è rivolto a clienti con una cospicua disponibilità patrimoniale – denominati anche high worth individual – ai quali vengono offerti servizi altamente specializzati di consulenza finanziaria e pianificazione patrimoniale.

In secondo luogo, l'asset management attiene alla gestione professionale del risparmio collettivo mediante strumenti quali, ad esempio, fondi comuni di investimento, fondi pensione, con la finalità principale di valorizzare la ricchezza conferita dagli investitori[121].

Come evidenziato in precedenza, la natura, la rilevanza e la complessità delle operazioni svolte dagli istituti di credito, conferiscono a tali istituzioni delle caratteristiche distintive rispetto alle imprese che operano in altri settori economici. Su questo tema la letteratura rende esplicita la considerazione inerente alla identificazione di diversi elementi che rendono peculiare la procedura di valutazione delle banche rispetto a quella delle imprese del settore industriale.

Tra i principali aspetti risaltano la composizione di attività e passività di bilancio, l'elevato grado di regolamentazione a cui il settore è sottoposto, la differente struttura e composizione del ciclo economico e la definizione del debito; queste rappresentano le questioni maggiormente rilevanti da considerare ai fini della valutazione delle banche, che quindi si differenzia dalle imprese operanti nei settori industriali[122].

---

[120] ***Fonte***: Borsa Italiana, *"Glossario Finanziario – Investiment bank",* (www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/investment-bank.html)

[121] MASSARI M., ZANETTI L., *Valutazione. Fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario*, McGraw-Hill, Milano, 2008, pagina 308

[122] BELTRAME F., PREVITALI D., *Valuing Banks – A New Corporate Finance Approach, Palgrave Macmillan Studies in Banking and Financial Institutions*, Londra, 2016, pagina 7 e ss

Le specificità che caratterizzano gli istituti bancari influiscono notevolmente sul processo di valutazione del capitale economico delle banche stesse. Di conseguenza, l'utilizzo dei metodi di valutazione richiede un approccio esplicativo e l'introduzione di appropriate disposizioni, al fine di captare le peculiarità tipiche del settore bancario.

Nell'ambito dell'individuazione delle metodologie valutative e dell'elaborazione delle analisi finalizzate alla determinazione del rapporto di cambio, è necessario considerare alcuni elementi di attenzione ovvero delle criticità che possono influenzare la stima del valore economico delle società coinvolte. La prima riguarda l'utilizzo di dati provenienti da bilanci consolidati; tale scelta può generare alcune difficoltà nella normalizzazione delle grandezze economiche e patrimoniali, soprattutto a causa della presenza di componenti non ricorrenti, quali costi di integrazione e ricavi straordinari. Inoltre, la struttura partecipativa delle società può richiedere specifici aggiustamenti finalizzati a rappresentare correttamente il valore attribuibile agli azionisti di minoranza.

In particolare, la partecipazione detenuta da BMPS in Mediobanca rende necessario considerare l'esclusione degli interessi di minoranza nella determinazione dei valori societari. Analogamente, la partecipazione detenuta da Mediobanca in Generali introduce ulteriori complessità nella definizione dei valori stand-alone e nella valutazione degli effetti contabili connessi.

Un ulteriore aspetto rilevante è rappresentato dal ricorso a dati previsionali, poiché le analisi valutative si basano anche su informazioni prospettiche contenute nei piani industriali e finanziari predisposti dal management delle società.

Tali dati, pur risultando fondamentali per stimare la capacità futura di generazione di valore, sono caratterizzati da un livello di incertezza fisiologica, derivante sia dalla possibilità di mancato raggiungimento degli obiettivi programmati sia dall'evoluzione delle condizioni di mercato.

Infine, occorre considerare i limiti intrinseci delle metodologie valutative adottate. Ogni modello presenta infatti specifiche caratteristiche, assunzioni e variabili critiche che possono incidere sui risultati ottenuti in quanto l'utilizzo di un metodo piuttosto che di un altro determina risultati differenti. Pertanto, le valutazioni devono essere interpretate tenendo conto dei margini di soggettività e delle ipotesi alla base dei diversi approcci utilizzati.

5.4. Le criticità dell'integrazione e i rischi strategici e finanziari

Nell'esecuzione dell'integrazione tra le due entità possono sorgere delle criticità riconducibili, nella maggior parte dei casi, a carenze nella definizione della strategia e nelle inefficienze della gestione operativa dell'intero processo da parte del management. Spesso le complessità legate all'integrazione costituiscono la componente più difficoltosa dell'intera operazione, perché richiedono un notevole impiego di tempo, risorse e capacità organizzative.

Uno degli errori che più comunemente si verifica consiste nel rinviare la gestione delle problematiche che possono sorgere nella fase successiva al perfezionamento dell'operazione, presupponendo che le sinergie previste possano manifestarsi in modo spontaneo, considerandole una semplice conseguenza dell'unione tra le due imprese. Contrariamente, il raggiungimento dei benefici attesi richiede una procedura di integrazione programmata, coordinata e monitorata in maniera costante, in modo da favorire l'effettiva combinazione delle risorse, delle competenze e delle capacità organizzative delle imprese coinvolte[123].

Le criticità dell'integrazione tra BMPS e Mediobanca possono essere illustrate operando la distinzione tra i rischi operativi, strategici e finanziari. L'operazione fornisce evidenza di elementi di complessità tipici delle integrazioni tra istituti con modelli di business, culture aziendali e posizionamenti di mercato differenti.

Per quanto riguarda i rischi operativi, l'integrazione tra le due banche presenta alcune rilevanti criticità legate principalmente alla differenza tra i modelli di business originari, alle modalità di integrazione organizzativa e alla realizzazione delle sinergie attese. Le due istituzioni, infatti, sono caratterizzate da profili operativi differenti: BMPS è maggiormente orientata al modello di banca commerciale tradizionale, con una forte presenza nel segmento retail e delle PMI, mentre Mediobanca presenta una forte specializzazione nei servizi di investment banking, corporate finance e wealth management. Un'ulteriore rischiosità è determinata dalla compatibilità delle culture aziendali. Le divergenze tra una banca commerciale e una realtà più specializzata, potrebbero rendere più complicato il trasferimento delle competenze e la completa valorizzazione del capitale umano.

In modo particolare, la capacità di trattenere figure professionali altamente specializzate del private e nell'investment banking è un fattore critico, in quanto ipotetiche fuoriuscite di manager o di professionisti fondamentali potrebbero comportare una riduzione dei benefici attesi dall'operazione.

---

[123] CONCA, V., *Le acquisizioni: valutare e gestire i processi di crescita*, 3.th edizione, Egea, Milano, 2010

Inoltre, tale diversità potrebbe complicare l'armonizzazione dei processi, dei sistemi informativi e delle strutture organizzative.

Dal punto di vista strategico, uno dei principali rischi riguarda la capacità della nuova entità di preservare le competenze distintive di Mediobanca e di valorizzare efficacemente l'integrazione con la rete commerciale di BMPS. In particolare, la creazione di valore dipende dalla concreta realizzazione delle sinergie previste, sia in termini di riduzione dei costi sia di incremento dei ricavi, che potrebbero essere macchinosi da conseguire e quantificare.

Sotto il profilo finanziario, l'operazione comporta il rischio che i benefici economici derivanti dall'integrazione non siano sufficienti a compensare i costi sostenuti, il premio riconosciuto agli azionisti e gli oneri necessari per il processo di fusione.

L'aggregazione potrebbe, inoltre, incidere sugli equilibri patrimoniali, sulla redditività e sulla capacità della nuova banca di mantenere adeguati livelli di solidità finanziaria.

Vi sono, inoltre, i rischi connessi al mancato conseguimento degli effetti sinergici desiderati, ai rischi regolamentari e reputazionali che devono assolutamente essere tenuti in considerazione della dimensione sistemica dell'operazione e dell'attenzione verso gli investitori e le autorità di vigilanza (come la CONSOB).

Tabella 9: Criticità dell'integrazione e i relativi rischi.

CRITICITA'	RISCHI
Differenza nei modelli di business e nelle culture aziendali.	Difficoltà nella realizzazione delle sinergie.
Ridefinizione degli organi di management.	Potenziali conflitti tra management ed azionisti.
Integrazione dei sistemi informativi, dei processi e delle procedure.	Aumento dei costi di integrazione e quindi potenziali inefficienze operative e rallentamenti.
Elevati costi dell'operazione e nella realizzazione delle sinergie.	Mancanza di raggiungimento di benefici economici attesi.
Necessità di autorizzazioni da parte delle autorità di vigilanza.	Imposizione o ritardi nelle condizioni poste dalle autorità di vigilanza.
Difficoltà nella gestione dell'intero processo di fusione.	Postergazione delle tempistiche e non allineamento del budget preventivato.
Razionalizzazione della struttura organizzativa.	Insufficienza dei benefici economici derivanti dall'integrazione.

Dall'analisi delle criticità e dei rischi evidenziati nella tabella mostrata nella pagina precedente, si evince che la fase di integrazione tra i due istituti costituisce un elemento determinante per l'esito positivo dell'operazione.
Le aree sulle quali è bene porre l'attenzione riguardano la difficoltà nell'allineamento organizzativo, la gestione delle differenze culturali ed operative, nonché la capacità di conseguire le sinergie previste nei tempi prestabiliti.
Pertanto, il raggiungimento degli obiettivi strategici dell'operazione risiede nella qualità del processo di integrazione ma anche dalla capacità del gruppo risultante di mitigare e fronteggiare gli eventuali rischi sul lato operativo, economico e patrimoniale.

5.5. La valutazione complessiva dell'operazione

L'operazione di fusione tra BMPS e Mediobanca è caratterizzata da una rilevante complessità strategica, industriale e finanziaria. La valutazione complessiva dell'operazione deve necessariamente tenere conto sia dei potenziali benefici derivanti dall'integrazione sia dei rischi e delle criticità che ne potrebbero condizionare il successo.
L'effettiva capacità di generare valore dipenderà dalla concreta realizzazione delle sinergie attese e dall'efficacia del processo di integrazione. Pertanto, una valutazione definitiva dell'operazione potrà essere formulata soltanto attraverso l'analisi dei risultati conseguiti nel periodo successivo alla fusione.
L'analisi dell'operazione di fusione tra BMPS e Mediobanca non può basarsi in maniera esclusiva sulla ricostruzione della dinamica e delle motivazioni contenute nei documenti ufficiali, ma richiede una valutazione maggiormente critica in merito alla coerenza tra gli obiettivi strategici che sono stati dichiarati, le modalità con le quali è stata predisposta l'operazione e le conseguenze economiche attese. Difatti, la sola esposizione delle ragioni sulle quali si fonda la fusione, non è sufficiente al fine di dimostrare le capacità dell'operazione di creare valore per gli azionisti ma anche per tutti gli altri portatori di interesse coinvolti nella fusione.
L'obiettivo primario della seguente analisi critica consiste nel verificare se, e in che misura, le motivazioni strategiche illustrate dal management di entrambe le banche, trovano riscontro nelle caratteristiche dell'operazione e se il rapporto di cambio così determinato, le sinergie auspicate e la procedura di integrazione siano vicendevolmente coerenti.
In quest'ottica, non si intende esprimere un'opinione favorevole o sfavorevole sulla fusione, ma si vuole valutare in maniera critica la solidità delle ipotesi che si trovano alla base del progetto industriale.

Primariamente, BMPS rappresenta l'operazione come un progetto di grande valenza strategica, volto alla creazione di un gruppo bancario (come denominato negli atti ufficiali: "terzo polo") avente un livello di diversificazione rilevante, caratterizzato da una più alta scala operativa, da un irrobustimento nel settore del weatlh management, da una minore dipendenza dal margine di interesse e da un consolidamento della capacità competitiva all'interno del mercato bancario italiano.

Tali obiettivi risultano in linea con le dinamiche di assestamento che interessano, e hanno interessato, il comparto bancario europeo negli ultimi anni, con un crescente orientamento verso i modelli di business caratterizzati da economie di scala, diversificazione dei ricavi e integrazione delle attività tradizionali con i servizi a più elevato valore aggiunto. Tuttavia, gli studi della letteratura economico-aziendale, evidenziano come lo sviluppo dimensionale rappresenti una condizione essenziale, ma non sufficiente, per creare valore. Per questo motivo, diversi studi dimostrano che il successo delle operazioni di concentrazione dipende molto spesso dalla capacità di integrare in modo efficace organizzazioni che presentano tratti differenti e di mutare le possibili economie di scala in risultati economici concreti.

Tra i principali benefici dichiarati da BMPS, assumono peculiare rilievo le sinergie operative.

In particolare, i risultati ottenibili con le sinergie di costo discendono in prevalenza da decisioni gestionali controllabili in maniera diretta dagli organi amministrativi e, dunque, maggiormente prevedibili rispetto ad altre modalità di creazione di valore. Nonostante ciò, la loro concreta realizzazione richiede solidi investimenti iniziali, un complesso processo di integrazione organizzativa e tecnologica e dispendiosi tempi di implementazione.

Nell'eventualità in cui si manifestassero ritardi nella unificazione delle piattaforme informatiche oppure dovessero sorgere complessità nella razionalizzazione delle strutture od oneri di ristrutturazione superiori alle iniziali stime, si potrebbe verificare un differimento nel conseguimento dei benefici economici attesi e quindi diminuire l'entità complessiva.

Una maggiore incertezza si riscontra nelle sinergie di ricavo, che solitamente costituiscono l'aspetto più articolato e complesso delle operazioni di aggregazione bancaria.

La strategia descritta da BMPS si basa sulla complementarità delle competenze distintive dei due istituti e sulla eventualità di ampliare l'offerta commerciale mediante l'attività di vendita incrociata, con particolare riguardo ai servizi di wealth management, consulenza finanziaria e investment banking.

Nonostante questa impostazione appaia sufficientemente coerente sotto il profilo industriale, la letteratura evidenzia come le sinergie di ricavo siano di frequente sovrastimate, vale a dire che la loro effettiva realizzazione dipende da variabili che difficilmente sono prevedibili come, ad esempio, la capacità di integrare le reti distributive, preservare la fidelizzazione dei clienti, assicurare continuità operativa nel processo di integrazione e maturare una cultura commerciale condivisa.

Ciò che differenzia le sinergie di ricavo da quelle di costo, è che quest'ultime risultano maggiormente condizionate non solo dalle reazioni del mercato ma anche dalla capacità del nuovo gruppo di valorizzare le rispettive abilità tipiche.

Un ulteriore beneficio prospettato fa riferimento alla diversificazione del modello di business; tale obiettivo risulta coerente con l'evoluzione del sistema bancario europeo, contraddistinto da una crescente pressione sulla redditività dell'attività bancaria originaria. Anche in questo caso, il beneficio non può ritenersi una conseguenza meccanica della fusione.

La semplice aggregazione di diverse attività non funge da garanzia di una reale diversificazione delle fonti di ricavo, la quale è funzione della capacità del nuovo gruppo di completare la combinazione dei modelli di business, competenze e processi organizzativi differenti in una sola strategia industriale coerente.

L'interpretazione sull'incremento della redditività viene eseguita alla luce delle considerazioni appena esplicate tale per cui un suo aumento non rappresenta un beneficio automatico dell'operazione, bensì il risultato finale del raggiungimento delle sinergie operative e commerciali, dell'efficienza del processo di integrazione ma anche dell'evoluzione delle condizioni di mercato. La conseguenza è che eventuali rallentamenti nella realizzazione delle sinergie, costi di integrazione superiori rispetto alle iniziali previsioni oppure un contesto macroeconomico più critico, potrebbero incidere in misura significativa sulla capacità del gruppo di realizzare gli obiettivi di natura economica e finanziaria esposti nel Piano Industriale.

Nella valutazione critica del caso oggetto di analisi, acquisisce particolare rilievo il rapporto di cambio, il quale costituisce il mezzo attraverso cui viene suddiviso il valore dell'operazione tra gli azionisti delle società implicate. È necessaria la verifica circa l'utilizzo dei metodi di valutazione adoperati, in particolare una verifica volta a provare se questi siano in grado di raffigurare in modo equilibrato il valore economico delle due entità e se tale rapporto incorpori già, in tutto o in parte, il valore delle sinergie future che si auspicano di conseguire.

Dopo tale valutazione dipende la ripartizione dei benefici economici collegati alla fusione, e di conseguenza, la tutela degli interessi delle rispettive compagini azionarie. In particolar modo, è necessario domandarsi se il valore di tali sinergie sia stato rispecchiato nella determinazione del rapporto di cambio oppure se esso sia indirizzato prevalentemente a una delle due categorie di azionisti.

Vicino ai benefici prospettati, l'operazione di fusione presenta una serie di rischi che potrebbero compromettere il successo dell'operazione stessa. Operativamente parlando, l'integrazione dei sistemi informativi e dei processi aziendali costituisce una delle primarie difficoltà, giacché potenziali inefficienze rallenterebbero il conseguimento delle sinergie annunciate.

Sul lato organizzativo, la fusione coinvolge realtà dettate da modelli di gestione, culture aziendali e modalità operative differenti, la cui armonizzazione richiede tempi adeguati, resilienza e gestione del cambiamento. A questi profili, si sovrappongono i rischi legati all'ambito commerciale, ma anche i rischi collegati alla probabilità di perdere clienti o personale dipendente qualificato durante la procedura di integrazione.

Rimangono importanti elementi di incertezza dei quali però non si riesce a farne una valutazione piena nella fase precedente la realizzazione della fusione. Tra questi assumono particolare importanza la concreta tempistica di conseguimento delle sinergie, l'ammontare dei costi di integrazione, la capacità del nuovo gruppo di conservare la propria base clienti, l'efficacia della struttura governativa risultante dall'operazione e il progresso del contesto macroeconomico e regolamentare nel quale l'operazione si inserisce.

Tutti questi fattori mostrano come le previsioni che si trovano all'interno dei piani industriali debbano essere intese come stime condizionate da un normale margine di incertezza e non pertanto considerate come dei risultati acquisiti.

Complessivamente, l'operazione appare coerente con le finalità che tipicamente vengono perseguite nei processi di concentrazione bancaria e trova le basi industriali nella complementarità delle attività praticate da BMPS e Mediobanca.

Se le sinergie di costo risultano, alla luce delle considerazioni effettuate, più facilmente conseguibili e realizzabili, le sinergie di ricavo, la diversificazione del business model e la migliore redditività permangono intrinsecamente subordinati alla efficacia dell'integrazione sul piano commerciale, operativo ed organizzativo.

La primaria criticità dell'operazione non sembra risiedere nella logica strategica sottostante, che contrariamente appare coerente con i cambiamenti del settore bancario, quanto invece nell'elevato rischio esecutivo che caratterizza le operazioni di fusione tra banche di elevate dimensioni.

Pertanto, sarà l'effettiva abilità dell'appena costituito gruppo di realizzare le sinergie previste, onorando i tempi, i costi e gli obiettivi dichiarati a determinare se l'operazione sarà in grado concretamente di creare valore nel medio e lungo termine.

Tabella 10: Aspetti fondamentali dell'operazione di fusione per incorporazione di Mediobanca in BMPS.

MOTIVAZIONI STRATEGICHE	MOTIVAZIONI INDUSTRIALI	SINERGIE ATTESE
Riposizionamento strategico del gruppo.	Integrazione degli obiettivi industriali.	Sinergie di ricavo.
Crescita dimensionale.	Razionalizzazione dell'assetto societario.	Sinergie di costo.
Complementarità delle attività svolte.	Integrazione operativa e finanziaria.	Sinergie finanziarie e di funding.
Maggiorazione della redditività.	Eliminazione delle duplicazioni tra i due istituti.	Sinergie organizzative.
Diversificazione dei ricavi e della loro fonte.	Ottimizzazione della struttura organizzativa.	Sinergie strategiche.
Rafforzamento del posizionamento competitivo.	Conseguimento di economie di scala e di scopo.	Sinergie di mercato.
Creazione di valore per gli stakeholders.	Integrazione dei modelli di business.	Sinergie commerciali.
Valorizzazione del marchio di Mediobanca.		

Tabella 11: Aspetti fondamentali dell'operazione di fusione per incorporazione di Mediobanca in BMPS.

EFFETTI ATTESI	CRITICITA'
Maggior livello di competitività.	Difficoltà nell'integrazione dei diversi modelli organizzativi.
Diversificazione dei ricavi.	Integrazione culturale.
Miglioramento della redditività.	Perdita di competenze chiave.
Maggiore efficienza operativa.	Mancato conseguimento delle sinergie auspicate.
Rafforzamento patrimoniale.	Costi di integrazione e rischi regolamentari.
Superiore resilienza.	

Conclusioni

Arrivati al termine della presente trattazione, analizzando e ripercorrendo il caso BMPS – Mediobanca, è logico affermare l'importanza delle operazioni straordinarie di impresa come leva utilizzata dalle organizzazioni per diventare maggiormente competitive e più forti sul mercato.
L'analisi complessiva effettuata sull'operazione di fusione per incorporazione di Mediobanca in Banca Monte dei Paschi di Siena ha messo in mostra come essa sia finalizzata all'attuazione di un progetto di riposizionamento strategico della banca senese nel settore bancario italiano e internazionale, più che una operazione volta al raggiungimento di una dimensione maggiore in quanto la crescita dimensionale rappresenta una conseguenza e un fattore abilitante per perseguire le finalità strategiche.
L'operazione è incentrata sulla volontà di costruire e di rafforzare la posizione competitiva di BMPS attraverso l'unione di asset, beni e competenze complementari delle due banche.
Considerando l'operazione nel suo complesso, emerge una reale coerenza tra gli obiettivi strategici contenuti nei documenti ufficiali, e il valore economico assegnato alle società e i rischi legati all'integrazione. Tuttavia, la capacità dell'operazione di creare valore non risiede in maniera esclusiva nei presupposti strategici e finanziari posti alla base della stessa, ma nell'effettiva capacità di attuare il piano di integrazione e nell'abilità di convertire le potenzialità in risultati concreti e sostenibili nel medio e nel lungo termine.
Il caso BMPS – Mediobanca appare una stimolante chiave di lettura per la comprensione delle dinamiche che contraddistinguono le operazioni straordinarie nell'odierno settore bancario, in un contesto caratterizzato da vincoli e requisiti regolamentari e prudenziali emanati dalle autorità.
Il successo dell'operazione non dipenderà prevalentemente dall'aumento dimensionale del gruppo risultante dall'operazione, ma sarà connesso alla sua capacità di valorizzare ed integrare le complementarità tra le due banche, di realizzare concretamente le sinergie prospettate e di raggiungere una maggiore diversificazione tali da rendere il vantaggio competitivo sostenibile nel medio e lungo periodo.
Banca Montepaschi si afferma con questa operazione al centro del panorama italiano e internazionale con buona visibilità e in una posizione strategica di rilievo per fronteggiare ulteriori sfide che si potrebbero affacciare sui mercati finanziari.

Bibliografia

BANCA D'ITALIA, Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche – *Circolare n. 263 del 27 dicembre 2006, 13° aggiornamento del 29 maggio 2012;*

BASEL COMMITEE ON BANKING SUPERVISION, Basel III: *A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems,* Svizzera, 2010;

BASEL COMMITEE ON BANKING SUPERVISION, Basilea 3 – *Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari,* Svizzera, 2010;

BELTRAME F., PREVITALI D., *Valuing Banks – A New Corporate Finance Approach, Palgrave Macmillan Studies in Banking and Financial Institutions*, Londra, 2016, pagina 7 e ss;

CONCA, V., *Le acquisizioni: valutare e gestire i processi di crescita*, 3.th edizione, Egea, Milano, 2010;

CORTESI, A., *Le acquisizioni di imprese. Strutture e processi per la creazione*, Egea editore, Milano, 2000;

DAMODARAN A., *The dark side of valuation. Valuing young, distressed and complex business,* Pearson, 2018, pagina 646 e ss;

Decreto Legislativo 1° settembre 1993, n. 385, Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia;

GIULIANI M., MARASCA S., *La valutazione delle aziende bancarie, Rivista dei Dottori Commercialisti n. 2, 2017*;

KARIM S., CAPRON L., 2016, *Adding, Redeploying, Recombining and Divesting Resources and Business Units. Strategic Management Journal*, volume 37, numero 13;

MANCIN M., *Le operazioni straordinarie d'impresa. Normativa civilistica e rilevazioni contabili secondo i principi OIC e IFRS,* Giuffre Francis Lefebvre, Milano, 2020;

MASSARI M., DIFONZO C., GIANFRATE G., ZANETTI L., *Bank Valuation using multiples in US and Europe: an historical perspective*, Business Valuation OIV Journal, 2018, pagina 53;

MASSARI M., VISCIANO N., LAGRECA M., MELE F., BELLAVITA S., CERA S., RIPPA D., *Guida alla valutazione, Borsa Italiana – London Stock Exchange Group*, Milano, 2014, pagina 5 e ss;

MASSARI M., ZANETTI L., *Valutazione. Fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario,* McGraw-Hill, Milano, 2008;

MCKINSEY & C., KOLLER T., GOEDHART M., WESSELS D., *Valuation: measuring and managing the value of companies*, Wiley, Hoboken, 2020, pagina 1051;

OIV, 2015; GUATRI-UKMAR, 2009, GUATRI 1998, Commissione Bocconi, 1989; sul tema vedi più ampiamente Garegnani, 2006;

POTITO, 2016; GUATRI-BINI, 2005; GAREGNANI, 2006, GUALTIERI 1990, Commissione Bocconi, 1989;

PROTO A., *L'attività delle banche: operazioni e servizi*, Giappichelli Editore, Torino, 2018, pagina 1 e ss;

RUTIGLIANO M., *L'analisi del bilancio delle banche. Rischi, misure di performance, adeguatezza patrimoniale,* Egea, Milano, 2012, pagina 473;

RUTIGLIANO M., *La valutazione delle banche e degli altri intermediari finanziari,* Egea, Milano, 2018, pagina 16;

SAVIOLI G., *Le operazioni di gestione straordinaria*, Giuffrè Francis Lefebvre, 2020.

Sitografia

B2SCOUT, *"Fusione per incorporazione, una soluzione strategica per le imprese", 08/05/2025,* (https://www.b2scout.com/blog/fusione-per-incorporazione/)

Banca Centrale Europea – Vigilanza Bancaria, *"Come funzionano le fusioni e acquisizioni bancarie?",* (https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/banking-supervision-explained/html/bank_mergers_acquisitions.it.html)

Banca d'Italia – Eurosistema, *"Relazione annuale sul 2025 in sintesi", sezione "L'economia italiana: il quadro di insieme"*, (https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2025/sintesi/index.html)

Banca Monte dei Paschi di Siena, *"Approvato il progetto di fusione per incorporazione di Mediobanca in Banca Monte dei Paschi di Siena. Rapporto di cambio fissato in n. 2,450 azioni BMPS per ciascuna azione Mediobanca", Siena – Milano, 10/03/2026,* (https://www.gruppomps.it/static/upload/cs_/0000/cs_progetto-di-fusione.pdf)

Banca Monte dei Paschi di Siena, *"Azionariato", ultima modifica: 26/08/2026,* (https://www.gruppomps.it/corporate-governance/azionariato.html)

Banca Monte dei Paschi di Siena, *"BCE rilascia l'autorizzazione necessaria all'acquisizione della partecipazione di controllo in Mediobanca S.p.A. e nelle società controllate da Mediobanca Premier S.p.A. e Compass Banca S.p.A.", Siena, 25/06/2025,* (https://www.gruppomps.it/static/upload/25_/25_06_2025_bce_ita.pdf)

Banca Monte dei Paschi di Siena, *"Documento informativo relativo ad operazione di maggiore rilevanza con parte correlata", 17/03/2026,* (https://www.gruppomps.it/static/upload/doc/documento_informativo_opc_fusione_mediobanca.pdf)

Banca Monte dei Paschi di Siena, *"Modello organizzativo", ultima modifica: 08/01/2026,* (https://www.gruppomps.it/gruppo/modello-organizzativo.html)

Banca Monte dei Paschi di Siena, *"Offerta pubblica di scambio totalitaria volontaria promossa da Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A. sulle azioni ordinarie di Mediobanca – Banca di Credito Finanziario società per azioni", Siena, 02/09/2025,* (https://www.gruppomps.it/static/upload/02_/02_09_25_cs.pdf)

Banca Monte dei Paschi di Siena, *"Piano Industriale 2026-2030 – From Deep Roots to New Frontiers, a Leading Competitive force in banking", Siena, 27/02/2026,* (https://www.gruppomps.it/static/upload/cs-/cs-27-02-2026-piano-industriale.pdf)

Banca Monte dei Paschi di Siena, *"Presentazione", ultima modifica: 08/01/2026,* (https://www.gruppomps.it/gruppo/presentazione.html)

Banca Monte dei Paschi di Siena, *"Procede la riorganizzazione del Gruppo Montepaschi: approvati i progetti di scissione mediante scorporo e scissione parziale", Siena, 22/06/2026,* (https://www.gruppomps.it/static/upload/22_/22_06_2026_comunicato-stampa.pdf)

Banca Monte dei Paschi di Siena, *"Storia del Gruppo MPS"*, (https://www.gruppomps.it/gruppo/storia.html)

Banco BPM, *"Delisting di un titolo: cos'è e cosa significa per gli investitori?", 14/10/2019,* (https://www.bancobpm.it/magazine/privati/finanza-personale/delisting/)

Borsa Italiana, *"Glossario Finanziario – Investiment bank",* (www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/investment-bank.html)

Borsa Italiana, *"Glossario Finanziario – Offerta pubblica di acquisto e scambio",* (https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/offerta-pubblica-di-acquisto-e-scambio.html)

Borsa Italiana, *"Glossario Finanziario – Offerta pubblica di sottoscrizione",* (https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/offerta-pubblica-di-sottoscrizione.html)

Borsa Italiana, *"Glossario Finanziario – Rapporto di cambio",* (https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/rapporto-di-cambio.html)

Borsa Italiana, *"Glossario Finanziario – Tier II"*, (https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/tier-2.html)

Brocardi, *art. 172 comma 9, Testo unico delle imposte sui redditi (TUIR) – Fusione di società,* (https://www.brocardi.it/testo-unico-imposte-redditi/titolo-iii/capo-iii/art172.html)

Brocardi, *art. 2501 Codice Civile – Forme di fusione,* (https://www.brocardi.it/codice-civile/libro-quinto/titolo-v/capo-x/sezione-ii/art2501.html)

Brocardi, *art. 2501 ter Codice Civile – Progetto di fusione,* (https://www.brocardi.it/codice-civile/libro-quinto/titolo-v/capo-x/sezione-ii/art2501ter.html)

Brocardi, *art. 2504 Codice Civile – Atto di fusione,* (https://www.brocardi.it/codice-civile/libro-quinto/titolo-v/capo-x/sezione-ii/art2504.html)

Brocardi, *art. 2504 ter Codice Civile – Divieto di assegnazione di azioni o quote,* (https://www.brocardi.it/codice-civile/libro-quinto/titolo-v/capo-x/sezione-ii/art2504ter.html)

Brocardi, *art. 2506 comma 1 Codice Civile – Forme di scissione*, (https://www.brocardi.it/codice-civile/libro-quinto/titolo-v/capo-x/sezione-iii/art2506.html)

EY, *"EY Parthenon Bulletin: scenario globale fragile, capitale più selettivo ma aziende attive e pronte al cambiamento", 24/04/2026,* (https://www.ey.com/it_it/newsroom/2026/04/ey-parthenon-bulletin-scenario-globale-fragile-capitale-piu-selettivo-ma-aziende-attive-e-pronte-al-cambiamento)

KPMG, "*Il mercato M&A italiano chiude il 2025 in leggero calo", 23/12/2025, (*https://kpmg.com/it/it/media/press-releases/2025/12/mercato-ma-italiano-chiude-2025-in-leggero-calo.html)

KPMG, *"Il mercato M&A italiano chiude il primo semestre con oltre 30 miliardi di controvalore, per 660 transazioni completate.", 04/07/2025,* (https://kpmg.com/it/it/media/press-releases/2025/07/mercato-ma-primo-semestre-2025.html)

KPMG, *"Mercato in leggero calo: pesano le tensioni e l'incertezza a livello internazionale.", 07/10/2025,* (https://kpmg.com/it/it/media/press-releases/2025/10/ma-italia-q3-2025-mercato-in-calo-tensioni-incertezza-internazionali.html)

KPMG, *"Mercato M&A Italia: primo trimestre 2025 positivo con operazioni per oltre 15 miliardi di euro", 01/04/2025,* (https://kpmg.com/it/it/media/press-releases/2025/04/Mercato-M-A-Italia-primo-trimestre-2025-positivo-con-operazioni-per-oltre-15-miliardi-di-euro.html)

KPMG, *"Primo trimestre debole. Operazioni per 9 miliardi di euro.", 01/04/2026* (https://kpmg.com/it/it/media/press-releases/2026/04/mercato-ma-primo-trimestre-2026.html)

Mediobanca, *"Chi siamo", ultimo aggiornamento: 04/03/2025,* (https://www.mediobanca.com/it/gruppo-mediobanca/chi-siamo.html)

Mediobanca, *"Documento informativo relativo a operazione di maggiore rilevanza con parti correlate", 17/03/2026,* (https://www.mediobanca.com/static/upload_new/doc/documento-informativo-opc_fusione-mb-in-bmps.pdf)

Mediobanca, *"La nostra storia"*, (https://www.mediobanca.com/it/gruppo-mediobanca/la-nostra-storia.html)

Mediobanca, *"Modello di business e attività"*, (https://www.mediobanca.com/it/gruppo-mediobanca/modello-di-business-e-attivita.html)

Mediobanca, *"Struttura", ultimo aggiornamento: 06/02/2026* (https://www.mediobanca.com/it/gruppo-mediobanca/struttura-del-gruppo.html)

Raimondi Giorgio, *"Trend delle transazioni M&A in Italia nel 2026: implicazioni per la competitività delle imprese nazionali",* Fondazione Machiavelli*, 01/03/2026,* (https://www.centromachiavelli.com/2026/03/01/trend-delle-transazioni-ma-in-italia-nel-2026-implicazioni-per-la-competitivita-delle-imprese-nazionali/)

Regolamento Operazioni con parti correlate, delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 (https://www.consob.it/documents/1912911/1950567/reg_consob_2010_17221.pdf/5b82aec5-2165-1081-8831-04ace57d0bd9)

Sumup, *"Mergers & Acquisition (M&A) – Cosa sono le M&A?",* (https://www.sumup.com/it-it/fatture/dizionario/mergers-and-acquisitions/)

Treccani, *"Monte Titoli S.p.A."*, (https://www.treccani.it/enciclopedia/monte-titoli-s-p-a/) – *la Monte Titoli S.p.A. è la società per la custodia e l'amministrazione accentrata dei titoli al portatore e nominativi quotati in Borsa, con sede a Milano, costituita nel 1978 con il concorso della Banca d'Italia*.

UNIMPRESA (Unione Nazionale di Imprese), *"Se MPS sale all'80% di Mediobanca, il costo del delisting è 2,62 miliardi", 11/09/2025,* (https://www.unimpresa.it/mps-mediobanca/69795)

Ringraziamenti

Al termine di questo elaborato desidero dedicare un ringraziamento speciale alla mia famiglia. GRAZIE a Papà Andrea, a Mamma Paola e a mia Sorella Ilaria. Mi avete accompagnata dal primo all'ultimo giorno, avete sempre confidato e creduto in me. La persona che sono oggi lo sono anche grazie a voi. Siete il mio punto di riferimento. Grazie perché mi avete permesso di intraprendere questo meraviglioso ma anche impegnativo percorso, mi avete permesso di realizzare ogni mio sogno. Durante questi anni mi avete supportata, siete rimasti al mio fianco in ogni situazione, avete condiviso con me momenti di gioia e momenti di sconforto, successi e insuccessi.
Un grazie non sarà mai abbastanza per esprimere tutta la gratitudine che ho verso di voi. Questo traguardo è anche vostro.
Vi voglio un bene immenso!

A Papà Andrea.
Sei un papà meraviglioso, sei il papà che tutti vorrebbero avere. Mi hai insegnato tante cose e non posso che continuare ad impararne. Mi hai insegnato che ogni traguardo si conquista con impegno, costanza e determinazione. Mi hai insegnato a non arrendermi mai, soprattutto quando le cose diventano più impegnative. Mi hai sempre spronata a fare del mio meglio, grazie per essere il mio papà.

A Mamma Paola.
Colei che mi ha dato la vita. Non basterebbe questa pagina per dirti tutte le cose che vorrei. Mi hai sempre sostenuta, mi hai offerto la tua spalla e mi hai presa per mano anche nei momenti più difficili, pronunciando parole dolci e rassicuranti. Non ricordo di essermi mai presentata a un esame senza prima aver sentito la tua voce e questa tua volontà di essere presente nei momenti più importanti per me rispecchia la straordinaria mamma che sei.

A Ilaria, mia sorella.
La mia migliore amica, la mia àncora. Sei una sorella fantastica. Affronti la vita con il sorriso, anche quando ti pone davanti sfide difficili. Sei la mia guida e il mio orgoglio. Sei sempre stata al mio fianco, non mi hai mai lasciata da sola. Ti voglio un bene indescrivibile.

A Simone, il mio fidanzato.
In così poco sei diventato così tanto, una persona speciale e unica. Sono fortunata ad averti al mio fianco. Grazie perché mi hai sempre motivata e confortata, hai creduto in me anche quando mi sentivo giù di morale. Sei entrato nella mia vita e in poco tempo sei stato, e sei tuttora, un'esplosione di amore e felicità. Sei il mio posto sicuro.

Rivolgo un ringraziamento altrettanto speciale al ***Prof. Francesco Badia***, relatore della presente tesi, per avermi guidata con professionalità e competenza. La ringrazio per i suoi suggerimenti, per le sue preziose indicazioni, per la sua disponibilità e per il sostegno che mi ha dimostrato. Grazie per avermi dato l'opportunità di svolgere la tesi in una delle materie verso le quali ho da sempre rivolto una curiosa attenzione.

Concludo la tesi ringraziando ***me stessa*** per aver creduto in me e per non aver mai mollato. Non riesco ancora a realizzare di essere arrivata alla fine di questo stupendo percorso, consapevole delle cose che ho appreso e della donna che sono diventata. Ho imparato tanto lungo questo cammino. Sono entusiasta del mio percorso.
Alla me bambina vorrei dire che le cose belle arrivano con il tempo e con il duro lavoro, di non arrendersi mai, di affrontare la vita con il sorriso e di sognare sempre in grande.
Posso dire con grande entusiasmo che sono orgogliosa di me stessa e sono fiera di me per la donna che sono.

Per aspera ad astra!