



**FCHub**  
Financial Community Hub

29 NOVEMBRE 2024

## In Filigrana

di Giuseppe G. Santorsola

# Verso un nuovo ordine nel sistema bancario?

*La strategia di Unicredit. L'Opa su Banco BPM. L'espansione in Germania su Commerzbank. Anatomia di una doppia operazione che potrebbe cambiare i connotati del sistema bancario italiano ed europeo*

Giuseppe Guglielmo Santorsola



Il fatto è chiaramente leggibile: Unicredit (U) dopo aver acquisito una quota azionaria di Commerzbank, proponendosi per una ulteriore futura crescita della partecipazione, ha lanciato un'offerta pubblica di scambio su Banco BPM (BBPM), muovendo significativamente lo scenario del settore bancario nella UE e in Italia. Non sappiamo al momento l'evoluzione che le due mosse registreranno. È però possibile proporre alcune valutazioni sia sulla tecnica delle due operazioni sia sulle aree critiche che ne possono derivare. L'operazione Commerzbank è stata già commentata e a quelle note si rimanda<sup>1</sup>.

Approfondiamo in primo luogo la natura dell'offerta su BBPM:

- a. si tratta di un'offerta pubblica di scambio (OPS) (ex-artt. 102 e 106 del TUF) senza contropartite monetarie, basata su un valore di concambio fra le azioni di BBPM e quelle di Unicredit (UCG) che sarebbero corrispondenti ad un aumento di capitale dedicato; l'operazione ha un valore quantificabile in 10mld€, non comporterebbe un esborso monetario, quanto un concambio (175 UCG per 1000 BBPM) con aumento di capitale e diluizione dell'azionariato della banca acquirente;
- b. in ambito di finanza straordinaria, si tratta di un'acquisizione e non di una fusione (non M, ma A nel contesto della tecnica di M&A); UCG (55mld€ di capitalizzazione) rappresenta un multiplo 5,23 di BBPM (10,5mld€ di capitalizzazione); anche per AUM, Asset under management (785mld€ contro 192mld€ pari a 4,08); in quanto a ratios, in base a bilanci, semestrali e trimestrali recenti, nessuno di essi risulterebbe danneggiato (ovviamente nella condizione di partenza post-aggregazione); va ricordato che nell'operazione si comprende anche ANIMA, che quota circa 2mld€ di capitalizzazione;
- c. recenti analisi predisposte da Mario Draghi<sup>2</sup> in ambito dell'Unione Europea hanno suggerito la promozione di aggregazioni nel sistema bancario comunitario per rendere competitivo il settore rispetto all'evoluzione globale; in tale ottica si muoverebbe, qualora realizzata, la doppia operazione di U con Commerzbank e BBPM. La doppietta avrebbe un respiro comunitario, la sola seconda aumenterebbe la concentrazione del sistema nazionale sull'onda di quanto si può osservare in Francia, Spagna e Olanda e (al momento) Germania, con 2 o 3 banche fortemente leader;
- d. il premio proposto agli azionisti BBPM nell'OPS è contenuto (rispetto ad altri episodi del passato) valutando le quotazioni correnti della banca target (+0,5%), in un contesto di mercato nel quale il prezzo del titolo è peraltro da tempo al rialzo (del 14% nel mese di novembre); l'esperienza insegna che questo valore può essere certamente corretto al rialzo nel percorso di esecuzione dell'operazione e rappresenta il miglior strumento di gestione delle trattative;
- e. la disciplina vigente in materia impone alla banca target di esprimere una valutazione dell'offerta ricevuta da parte del suo consiglio di amministrazione, mentre l'approvazione della proposta deve essere sancita nel corso di un'assemblea straordinaria (con requisiti di partecipazione e di maggioranza elevati, stabiliti dal codice civile);
- f. le due banche coinvolte sono pienamente operative, patrimonialmente robuste con parametri ampiamente superiori ai requisiti comunitari e la natura della proposta è "volontaria e totalitaria", con vincolo di efficacia legato all'adesione di almeno il 66,67% delle azioni<sup>3</sup>, fattispecie altrettanto regolata dalla normativa;
- g. in casi simili e precedenti (UBI-Banca Intesa<sup>4</sup>) si è verificato il dissenso del CdA (con contestuale richiesta di una modifica del prezzo e giudizio negativo in merito alla natura ostile dell'intervento della banca proponente); nell'assemblea decisiva la proposta fu approvata con ampia adesione; in questo caso, la risposta del CdA è stata identica, sia per la offerta in sé sia per il prezzo che la ha accompagnata, reazione che era obiettivamente da attendersi;

- h. le operazioni di M&A nel settore bancario sono condizionate dall'approvazione da parte delle Banche Centrali coinvolte; in questo caso il soggetto è la BCE, ma il ruolo della Banca d'Italia è comunque oggettivamente rilevante e, al momento, in posizione di osservatore;
- i. i tempi dell'operazione non sono brevi e ciò è previsto e dettagliato nel progetto di offerta predisposto da UCG; come è ampiamente dimostrato dagli eventi di M&A, il risultato finale di ogni aggregazione si manifesta nel momento successiva alla decisione di procedere;
- j. le banche coinvolte sono la seconda e la terza del Paese e sono il risultato di una serie di acquisizioni e fusioni intervenute degli ultimi 35 anni avendo coinvolto nel complesso circa 50 banche operative in autonomia negli anni '80; entrambi i soggetti sono abituati a convivere con processi di M&A, anche se per BBPM si tratterebbe del primo in posizione non aggregatrice;
- k. le due banche sono giuridicamente italiane; all'interno, entrambe hanno azionisti importanti di diversi Paesi; i primi soci di ciascuno (BlackRock e Credit Agricole) sono esteri, nessuno di questi ha una posizione sufficiente per guidarne la governance senza alleanze e alcuni sono presenti in entrambe le banche, direttamente o indirettamente, un caso ormai diffuso anche se discutibile nell'ottica delle best practices di governance;
- l. UCG ha importanti presenze in diversi Paesi della UE (e non solo, ma altrove con quote meno significative), avendo a suo tempo acquisito la banca tedesca HypoVereinsBank (HVB) con le sue partecipazioni in Austria e nell'Est Europa; BBPM ha una presenza estera ridotta e limitata in prevalenza all'operatività nell'intermediazione finanziaria e non in quella strettamente bancaria;
- m. a latere della ipotesi qui analizzata è in corso, senza una soluzione finale già individuata, un disegno (o un'ipotesi) di aggregazione che riguarda il BBPM e la Banca Monte dei Paschi di Siena (BMPS), una cui quota ormai ridotta è in mano al Ministero dell'Economia, non per scelta strategica, ma quale risultante di un complesso intervento di ricapitalizzazione e salvataggio tessuto nel decennio scorso;
- n. al momento attuale, l'eventuale fusione comporterebbe di riflesso la partecipazione del nuovo soggetto (definiamolo al momento UNIBANCO) in BMPS; in tale contesto si configura l'applicabilità della regola della golden share (e cioè il golden power); pongo al lettore il dubbio se il suo utilizzo gioverebbe o meno alla stessa BMPS;
- o. le due entità, nel loro perimetro di gruppo bancario, sono costituite da diverse decine di società controllate che coprono (in numerosi casi con sovrapposizione) i diversi segmenti della intermediazione finanziaria; in alcuni casi, peraltro importanti invece, l'entità acquirente risolverebbe alcune posizioni nelle quali si intende accrescere le proprie quote di mercato (ad esempio con ANIMA, controllata da BBPM, operante nel risparmio gestito, area abbandonata da UCG dopo le cessioni di PIONEER e poi di FINECO);
- p. non evidenzerei oltremisura la questione relativa alla sovrapposizione della presenza geografica (nel contesto italiano) delle due entità; il futuro non è certamente negli sportelli quanto nella quantità dei clienti (le cui sovrapposizioni

sono certamente più limitate) e nella dimensione degli asset gestiti; peraltro, il profilo di valutazione in materia Antitrust resta attualmente condizionato dalla disciplina in essere, anche se i mercati non valutano più le aziende di credito attraverso il numero degli sportelli.

Se esaminiamo invece le conseguenze e le valutazioni esterne suggerite dalla proposta, le reazioni riguardano:

1. i competitors sono rimasti in genere spiazzati sia nel caso Commerzbank sia nel caso BBPM; in quest'ultimo, l'annuncio è stato lanciato un lunedì mattina verso le 08.00, di fatto prima anche della fase di pre-apertura dei mercati finanziari; peraltro BBPM era cresciuto del 14% dall'inizio di novembre al venerdì 22, rispetto al -3,5% dell'indice FTSE-MIB e al -15% di UCG;
2. Per ottenere l'effetto annuncio, anche le comunicazioni preventive istituzionali sono state certamente ridotte, creando qualche imbarazzo o reazioni non preordinate nei termini; la logica imprenditoriale, tuttavia, reclama la corretta comunicazione, ma non la discussione e il confronto preventivo;
3. il contenuto sostanziale di talune dichiarazioni esterne è risultato "imperfetto"; il mercato resta libero di assumere iniziative d'impresa, ciascuna reazione è un'informazione utile per formare le scelte, la diversità delle posizioni è un volano decisivo per l'equilibrio dei mercati. Sottolineare il contenuto delle imprecisioni sarebbe un inutile esercizio da professore. La finanza comportamentale ci suggerisce invece di inserire nelle valutazioni anche le visioni non condivisibili per affrontarle e gestirle meglio perché presenti; gli stakeholders socio-politici sono comunque importanti per il successo post-aggregazione; le due banche sono però di proprietà degli azionisti che decidono nella forma e nel merito;
4. in merito ai riflessi occupazionali, il settore bancario resta labour intensive, ma non è più low level intensive; il FOC<sup>5</sup> può gestire le posizioni meno riqualificabili, mentre la formazione e la specializzazione dovranno operare per coprire tutte le posizioni centrali di staff e middle office che gestiranno (in caso di conclusione positiva) l'armonizzazione organizzativa; sarà inevitabile qualche abbandono a livello apicale; non sono in grado di commentare l'ipotesi di 6000 esuberanti su 20 mila dipendenti, per quanto possa risultare abbondante; la consuetudine storica di una componente di BBPM è quella tuttavia di avere dipendenti che sono anche soci, il che motiva razionalmente l'enfasi apportata;
5. la reazione istituzionale nel caso Commerzbank è stata del tutto diversa da quella con BBPM, se osservata nell'ottica italiana; se ne valutiamo la lettura tedesca è invece piuttosto simile; non è immaginabile prescindere dalla naturale ritrosia verso ingressi societari non concordati; non esiste una visione europea comunitaria anche in uno scenario di costruzione Unione Bancaria (con due pilastri attivi su tre); oggettivamente, le esperienze italiane di Deutsche Bank, BNP-Paribas e Credit Agricole non evidenziano però la sottrazione di risorse finanziarie a favore dei loro Paesi di origine.

6. le Authorities la cui valutazione e autorizzazione è necessaria sono numerose; eventuali disallineamenti vanno peraltro confrontati con l'effetto a cascata della sequenza; l'intervento della CONSOB è successivo a quello delle Banche Centrali e dell'IVASS (la cui governance è ricompresa nell'ambito di Banca d'Italia) e concerne la gestione dell'OPS e non gli assetti coinvolti;
7. I soci di BBPM sono circa 240 mila il cui 99% detiene circa metà del capitale sociale; ben diversa la situazione di UCG dove gli "altri soci" costituiscono circa il 15%; considerando il peso effettivo del concambio, l'effetto ex-post di un'adesione totalitaria porterebbe al massimo ad un rapporto 25/75 che non inciderebbe sulla governance di UCG, ma modificherebbe il ruolo storico dei soci individuali di BBPM;
8. sarà opportuno prendere in considerazione anche la reazione dei principali competitors comunitari di UCG, che si vedrebbero scavalcati nella classifica per AUM (dalla decima alla terza/quarta posizione), come lo sono già stati per capitalizzazione (ove UCG è già quarta); si assisterà ad ulteriori operazioni di M&A e potrebbero riguardare le altre banche italiane? A parte, restano le reazioni attese di Credit Agricole, presente in Italia, azionista di BBPM, possibile attore su BMPS e avvicinato per dimensione in caso di esito positivo;

Un'ultima considerazione coinvolge l'aspetto politico dell'operazione; fermo restando che si tratta di due imprese in un regime di libero mercato e che le Authorities coinvolte sono tutte istituzionalmente indipendenti oltre che per legge anche per tradizione, la proposta UCG/BBPM ha raccolto consensi e dissensi trasversali rispetto all'attuale scenario Parlamentare (come nel caso della votazione sulla Commissione nel Parlamento Europeo!).

Not least, ma senza risposta, cosa può accadere se, dopo il doppio lancio in tre mesi, nessuna delle due proposte dovesse realizzarsi?

<sup>1</sup> <https://ilquotidianoditalia.it/economia/unicredit/>, 12 settembre 2024

<sup>2</sup> Mario Draghi, The future of European competitiveness, European Commission, ottobre 2024

<sup>3</sup> *In realtà, pag. 9, punto ii) delle condizioni di offerta vi è in subordine una condizione di efficacia subalterna al 50%*

<sup>4</sup> *In quella occasione si trattava di OPAS (offerta pubblica di acquisto e scambio), quindi con pagamento misto in denaro e in azioni)*

<sup>5</sup> *Il Fondo nazionale per il sostegno dell'occupazione (FOC), costituito con l'art. 31 del CCNL 19 gennaio 2012 ed utilizzato anche per gestire esuberi di personale*

**Siamo anche:**



RIVISTA BANCARIA  
MINERVA BANCARIA

EDITRICE MINERVA BANCARIA

STUDI MOA

ECONOMIA ITALIANA

---

## I NOSTRI PARTNER



