



Giuseppe G. Santorsola

✉ @ggsantorsola

OSTILITÀ FLUIDA?

Il tema dell'accorpamento delle aziende di credito è una costante degli ultimi 45 anni. Superato il primo periodo caratterizzato dalla eliminazione di molte banche minori o soltanto fragili nella loro struttura, gli anni successivi, fino al primo decennio di questo secolo, registrarono fusioni amichevoli, negoziate tra le parti e monitorate dalla Banca d'Italia, allora anche Authority Antitrust, che portarono a diverse M&A concordate tra Intesa e Sanpaolo-Imi e tra UniCredit e Capitalia.

Dal 2020 lo scenario è invece mutato, diventando dominanti offerte "ostili" e non sollecitate dalle Autorità. Il primo episodio è stata l'OPAS di Intesa Sanpaolo su UBI Banca, seguito dalle offerte non concordate di Crédit Agricole sul Credito Valtellinese e del gruppo Generali su Cattolica Assicurazioni.

Nel periodo finale del 2024 il modello si è ripetuto con l'OPA di Banco BPM su Anima SGR e l'OPS di UniCredit sullo stesso Banco BPM (oltre all'offerta, non pubblica ma ostile, su Commerzbank). Nel gennaio 2025 è stata annunciata una nuova OPAS ostile, da Banca Ifis sul 100% di Illimity.

Non è utile al momento valutare efficacia e probabilità di successo di tali iniziative, quanto è interessante leggerne motivazioni, appetibilità e rischi, considerando an-

che l'eventualità che simili aggregazioni coinvolgano a breve anche i segmenti più specialistici e/o più innovativi del settore (le neo-banche, il fintech, le reti di distribuzione e gli istituti di pagamento e moneta elettronica).

Una prima spiegazione risiede nella marcata differenza, in molti casi, fra valori di libro e di mercato, quando i target sono quotati, anche a motivo del fatto che, talvolta, valori in calo delle azioni dipendono da motivi contingenti e non da quelli strutturali e legati alla stabilità. Questo rilievo si collega con l'ostilità con cui gli organi amministrativi valutano le proposte, mentre gli azionisti (almeno alcuni) risultano interessati e disponibili. Fra costoro il ruolo predominante è giocato dagli investitori istituzionali in una inattesa alleanza con residui investitori individuali (molto ridotti rispetto al numero iniziale).

Un secondo rilievo concerne la prevalenza di OPS ed OPAS rispetto alle OPA. Si cerca di non muovere la cassa, se non in misura marginale, di ottimizzare il patrimonio finale, ma anche di consentire una maggiore e migliore gestione degli attesi rilanci dei prezzi di scambio nella fase di negoziazione. Aspetto non meno considerato in parallelo è quello relativo invece alle due OPV gestibili dal MEF nei casi Monte dei Paschi e Poste Italiane, ormai ridotte nella loro potenziale

dimensione, ma influenzate dall'incrocio Anima, Banco BPM e MPS con l'OPS di UniCredit.

Rifletterei anche sul concreto significato del concetto di ostilità; ha una valenza giuridica derivante da un obbligo di risposta del soggetto target, è di competenza dei CdA, ma spesso non è coerente con la posizione di molti azionisti non in posizione di comando, ma sufficienti a rendere contendibile la banca, consentendo il successo dell'offerta. La nozione di ostilità è quindi un elemento che alimenta il prezzo, stimola potenziali rilanci e (non per ora) suscita l'attenzione da parte di eventuali "cavalieri bianchi".

Altra diversità è l'oggetto dell'attenzione; non più il profilo geografico delle aggregazioni, quanto quello del volume della clientela e della tipologia dei servizi aggregabili. Un criterio non ancora del tutto all'attenzione nelle decisioni in tema Antitrust.

Distingueri infine tra gli episodi che riguardano le prime 10 banche italiane e quelle che potrebbero coinvolgere altre 42 banche minori o minime (il numero è ipotesi mia).

Resta infine, la provocatoria sensazione che esista una notevole distanza fra quanto si dice, scrive e commenta e quale sia invece l'effettiva posizione che si concretizza nella fase di esecuzione delle OP. L'ostilità è un concetto fluido?