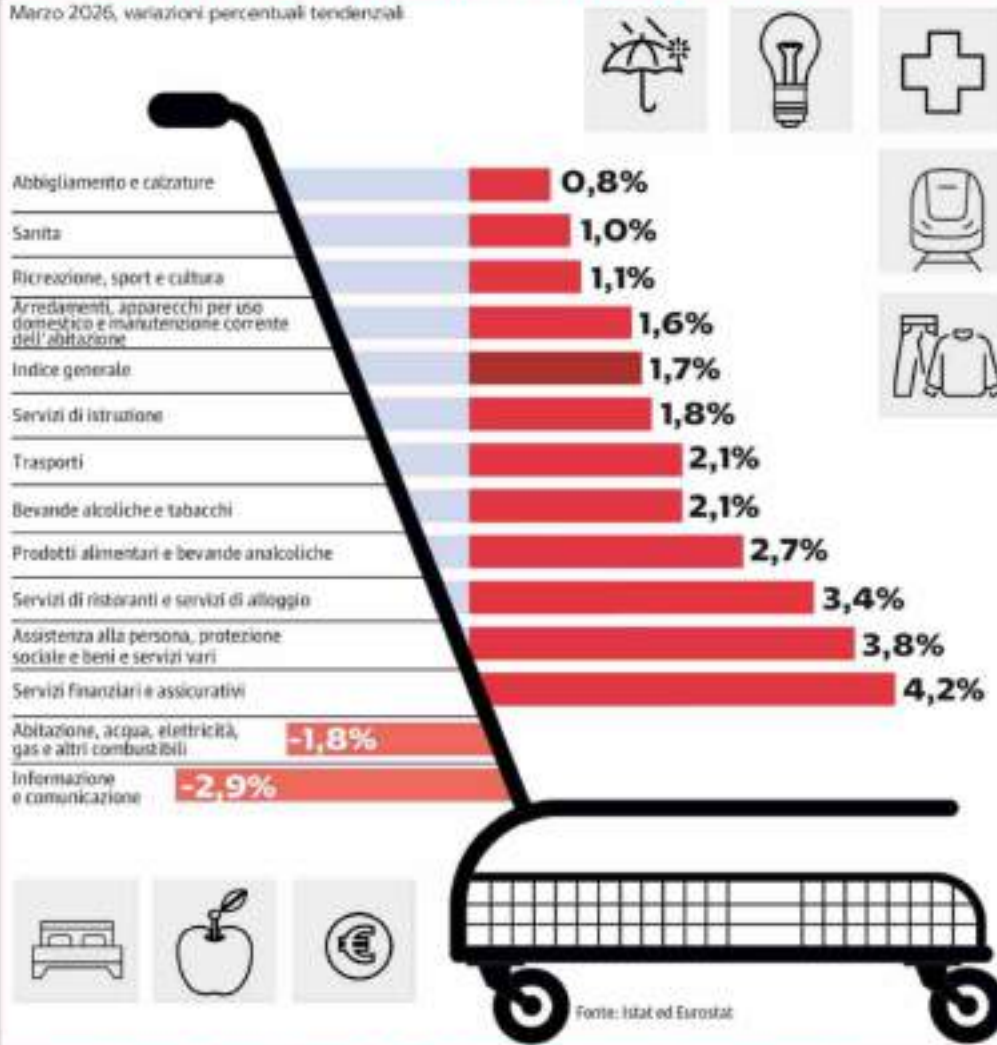
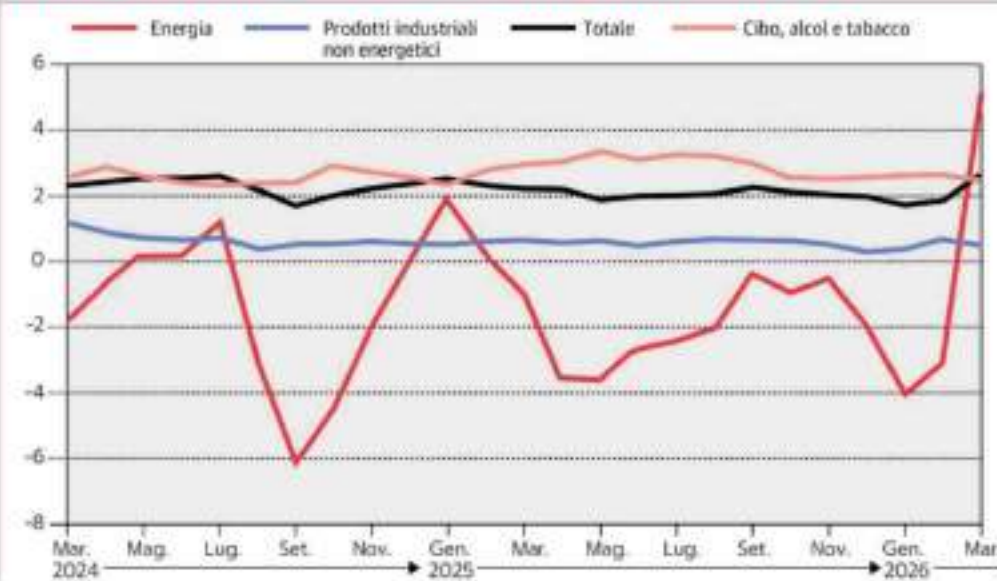


INDICE DEI PREZZI AL CONSUMO PER DIVISIONE DI SPESA

Marzo 2026, variazioni percentuali tendenziali



L'INFLAZIONE NELL'AREA EURO MARZO 2024-MARZO 2026



ARTICOLO NON CEDIBILE AD ALTRI AD USO ESCLUSIVO DEL CLIENTE CHE LO RICEVE - S.28402 - L.1972 - T.1745



ARTICOLO NON CEDIBILE AD ALTRI AD USO ESCLUSIVO DEL CLIENTE CHE LO RICEVE - DS8840 - S.28402 - L.1972 - T.1745

Unicredit e la sfida Commerz “Saremo una banca europea”

Il presidente Padoan all'assemblea degli azionisti indica le ambizioni dell'istituto e le ragioni dell'operazione in Germania

di GIOVANNI PONS
MILANO

Unicredit approva il bilancio 2025 con un utile di 8,1 miliardi, il buyback da 4,75 miliardi, la politica di remunerazione e si prepara ad affrontare la campagna di Germania con sempre più intensità. «Accanto alla nostra strategia organica, l'offerta volontaria di scambio su Commerzbank esprime un'ambizione più ampia. Siamo fermamente convinti che l'Europa abbia bisogno di istituzioni più forti e meglio capitalizzate, e Unicredit è pronta a contribuire in modo determinante alla loro creazione», ha detto nel suo intervento all'assemblea degli azionisti il presidente della banca milanese Pier Carlo Padoan. «Rimane salda – ha aggiunto – la nostra volontà di mantenere un dialogo costruttivo con tutti gli stakeholder, con la finalità di favorire un contesto istituzionale più propizio ai processi di integrazione europea».

L'ultima mossa dell'ad Andrea Orcel in terra tedesca è stata quella di lanciare un'Ops sul 100% del capitale partendo dal 30% già posseduto, a un prezzo basso in modo da superare ma non di molto la soglia critica che dà il via alle negoziazioni. E

ora c'è tempo fino a maggio per trovare un piano che soddisfi tutti.

Il titolo Unicredit ieri ha chiuso in rialzo dell'1,7% ma il bilancio del mese di marzo è negativo del 13,3%, in linea con il settore bancario che ha sofferto lo scoppio della guerra in Iran e il balzo del prezzo del petrolio. Ma più che dai corsi di Borsa il successo dell'iniziativa in Germania dipenderà dal quadro regolatorio europeo, come dimostra il fatto che nel 2025 l'offerta lanciata da Unicredit su Banco Bpm è fallita per l'intervento a gamba tesa del governo italiano attraverso la legge sul golden power, che ora la Ue ha chiesto di cambiare. «Per l'Europa, le tensioni geopolitiche sempre più acute rendono ancor più urgente avanzare verso una forma più profonda di integrazione – ha detto ancora Padoan – non solo nei mercati finanziari, ma anche attraverso un quadro istituzionale e regolatorio più coerente, capace di sostenere la nascita e la crescita di autentici campioni paneuropei».

Nell'attesa di sapere di più dall'evolversi dei colloqui in Germania, gli azionisti di Unicredit hanno anche approvato la relazione sui compensi corrisposti nel 2025 (64,5% di "si"). Via libera poi, tra le altre cose, anche alla politica di remunerazione 2026 (93,42%) e al sistema incentivante (96,38%). Dalla lettura del libro soci emerge la natura di public company di Unicredit: gli unici soggetti a possedere quote superiori al 3% sono i fondi Blackrock (7,62%) e Capital Research (5,333%) mentre le fondazioni possiedono complessivamente il 4% del capitale.

INFORMAZIONE RISERVATA



Data: **LE NOSTRE INTERVISTE (2)**

Data Stampa: 01/04/2026 Data Stampa: 01/04/2026

Galletti: «Pronti a misure urgenti in Emil Banca»

Degliesposti a pagina 22

Effetto Iran, Emil Banca si attrezza «Pronti a mutui con cap e dilazioni»

Il presidente Galletti: «Incertezze su durata del conflitto e profondità. Famiglie a rischio tenuta»

FRONTE COMUNE

«Condivido le parole di Patuelli (Abi): serve un'Europa forte e unita, un nuovo Pnrr e più agevolazioni pubbliche per le imprese»

di **Cristina Degliesposti**
BOLOGNA

Cap ai tassi d'interesse sui mutui, dilazioni e rinegoziazioni. Se la situazione economica mondiale dovesse comprometersi a causa del conflitto nell'area del Golfo, Emil Banca ha già pronto un ventaglio di strumenti da mettere in campo per mettere al riparo i correntisti.

Gian Luca Galletti, presidente di Emil Banca e vicepresidente della Federazione delle Bcc dell'Emilia-Romagna, è un 'momentaccio' che si ripropone con fin troppa frequenza?

«Tutto dipenderà dalla durata di questa guerra, ad oggi è difficile fare previsioni. È chiaro che, se dovesse durare, comporterebbe un ulteriore au-

mento del costo del gas e del petrolio, quindi del trasporto e delle assicurazioni marittime che si riverserebbe subito sul prezzo delle merci e sui prezzi al consumo».

Dobbiamo ancora riprenderci dall'ultima ondata di rialzi dei mutui e dei prezzi.

«È uno scenario molto pericoloso in un momento in cui le economie europee crescono dello zero-virgola: andremo incontro a un aumento dell'inflazione se non a una stagflazione. In Germania in un mese l'inflazione è passata da 1,6 a 1,7».

La preoccupa di più l'impatto sulle famiglie o sulle imprese?

«Dal punto di vista della mia banca, le famiglie sono quei soggetti che potrebbero essere particolarmente colpiti in futuro. E dobbiamo fare le stesse manovre di qualche mese fa: cap ai tassi d'interesse, applicandolo per alcune particolari categorie anche a posteriori e una dilazione dei mutui accompagnata da rinegoziazione».

Qual è la differenza rispetto agli effetti della guerra russo-ucraina?

«Stavolta non possiamo immaginare né la durata, né la profondità del con-

flitto anche in termini di confini geografici. Da Hormuz passa non solo il petrolio europeo, ma anche quello asiatico. È chiaro che oggi ci vuole un'Europa forte, per questo condivido e apprezzo le parole del presidente Abi Patuelli dei giorni scorsi: occorre un nuovo Pnrr e più agevolazioni pubbliche per le imprese, anche se comporta più debito che, in questo scenario, è il problema minore».

L'aumento dei tassi dalla Bce è certo?

«Se le cose continuano così è chiaro che ce lo aspettiamo, ma di fatto riflette quello che già c'è sul mercato. Spero in un fronte comune tra banche, imprese e istituzioni. Nel 2025 Emil Banca ha investito oltre 3milioni nel territorio e siamo piccoli».

Teme nuovi prelievi sugli extraprofitti delle banche?

«Le banche hanno sempre dato: Ires e Irap sono maggiori di altre imprese. Il problema non è pagare una tassazione maggiore, ma mantenere solidità patrimoniale ed economica delle banche. Dalle banche passa l'economia sana, indebolirle non vuol dire fare bene al Paese».

© RIPRODUZIONE RISERVATA



Il presidente di Emil Banca, Gian Luca Galletti e la sede dell'istituto di credito



Quel corto circuito nei meccanismi di governance

La vicenda Mps

Alberto Maria Benedetti

Lo storico modello di Jensen-Meckling sulla teoria dell'agenzia applicato a una vicenda che non ha precedenti nel governo societario italiano. Nel 1976 Michael Jensen e William Meckling pubblicarono sul *Journal of Financial Economics* un *paper* destinato a diventare uno dei testi fondativi della moderna teoria della finanza e della governance aziendale. La tesi centrale era semplice quanto dirompente: nelle imprese con separazione tra proprietà e controllo esiste un conflitto strutturale tra chi delega (il *principal*) e chi agisce per suo conto (l'*agent*). Questo conflitto genera costi reali — i cosiddetti *agency costs* — che ricadono inevitabilmente sul *principal*, perché il mercato li anticipa e li sconta nel prezzo delle azioni. Quarantanove anni dopo, Monte dei Paschi di Siena offre un caso di studio: non il classico manager che si appropria silenziosamente di benefici non pecuniari a spese degli azionisti, ma un amministratore delegato (*agent*) che, pur rimanendo formalmente in carica, promuove attivamente una lista di candidati alternativa a quella del Cda uscente (*principal*), di cui è ancora parte e che, per ragioni rese trasparenti con la pubblicazione sul sito della banca stessa, ha ritenuto di non ricandidarlo. Un corto circuito nei meccanismi di governance che merita di essere letto soprattutto con gli strumenti della teoria economica.

Il modello e il conflitto. Jensen e Meckling definiscono la relazione di agenzia come un contratto in cui uno o più soggetti — i *principal* — delegano a un *agent* l'esercizio di funzioni decisionali per loro conto. Il problema nasce perché entrambe le parti sono "massimizzatrici" di utilità: nulla garantisce che l'*agent* agisca nell'interesse del *principal* anziché nel proprio. I meccanismi per limitare questa divergenza — il monitoraggio da parte del *principal*, il «bonding» da parte dell'*agent*, i sistemi di incentivo — hanno tutti un costo. E quando questi meccanismi falliscono, emerge quello che Jensen e Meckling chiamano *residual loss*: la perdita di valore che il *principal* subisce perché l'*agent* ha agito in modo non ottimale rispetto agli interessi del *principal*.

Nel caso di una banca quotata come Mps, infatti, la catena *principal-agent* è articolata ma chiara: gli azionisti Delfin, Caltagirone e il Ministero dell'Economia e delle Finanze (Mef), in quanto azionisti di maggioranza relativa, esprimono orientamenti attraverso il Cda, che a sua volta delega la gestione operativa all'Ad. L'Ad è l'*agent* per eccellenza.

Nel lessico di Jensen e Meckling, l'*entrenchment* è una forma estrema di comportamento opportunistico: l'*agent* non si limita a estrarre benefici privati dalla gestione ma costruisce barriere strutturali contro il potere di rimozione che i *principal* dovrebbero poter esercitare.

Nel caso di Mps, è l'*agent* che promuove la lista contro il suo *principal*. Il paradosso è cristallino nella struttura della Teoria dell'Agenzia: l'*agent* sfrutta la posizione, le informazioni e le relazioni costruite nell'esercizio del mandato conferitogli dal *principal* per organizzare una coalizione alternativa contro quello stesso *principal*, con ciò rovesciando il meccanismo contrattuale su cui si fonda la relazione di delega. Un'ipotesi che nemmeno Jensen e Meckling avevano previsto.

L'asimmetria informativa come arma? Il contributo di Bengt Holmström — uno dei padri della moderna teoria dei contratti, Premio Nobel 2016 insieme a Oliver Hart — aggiunge una dimensione ulteriore. Il suo *informativeness principle* stabilisce che un *agent* dovrebbe essere valutato sulla base di tutte le informazioni disponibili sulla sua performance: solo così i *principal* possono esercitare un controllo efficace e strutturare incentivi corretti. Occorre dunque che il Consiglio disponga sempre di tutte le informazioni, per poter esercitare un controllo costante ed effettivo, contenendo così i costi di agenzia; ma se l'*agent*, ragionando per ipotesi, omette informazioni rilevanti, il Consiglio non è messo in condi-



zione di effettuare il controllo che gli spetta e il meccanismo si inceppa con conseguenze teoricamente molto rilevanti in punto di costi.
Ma chi paga i costi di agenzia? Jensen e Meckling erano espliciti su un punto che spesso sfugge nel dibattito pubblico: i costi di agenzia ricadono sul *principal*. Non perché l'*agent* li trasferisca direttamente, ma perché il mercato li anticipa e li incorpora nella valutazione dei titoli. Nel caso di Mps, i *principal* sono in larga misura gli azionisti Delfin e Caltagirone, i fondi internazionali ma anche il Mef. E il Mef risponde, in ultima istanza, ai contribuenti italiani che hanno finanziato il più lungo e costoso salvataggio bancario della storia repubblicana. Naturalmente, i costi di agenzia possono riguardare anche tanti piccoli risparmiatori e investitori, anche loro in una certa misura *principal*. La vicenda Mps è destinata a essere studiata nelle business school. Gli sviluppi diranno come è andata a finire ma, nel frattempo, sembra potersi dire che Jensen e Meckling avevano ragione: i costi di agenzia sono reali come qualsiasi altro costo. Il vero problema è posto al sistema finanziario e regolatorio italiano: esistono strumenti adeguati a prevenirli e contenerli e istituzioni in grado di esercitare il necessario controllo?

Ordinario di diritto civile nell'università di Genova, già consigliere Csm

© RIPRODUZIONE RISERVATA

«UniCredit banca del futuro in Europa»



L'assemblea dei soci approva, il bilancio 2025, il dividendo (99,97%) e il buyback

Credito/3

Padoan: «Offerta di scambio su Commerzbank esprime un'ambizione più ampia»

Paolo Paronetto

Via libera a tutti i punti all'ordine del giorno, tra cui quelli, sempre delicati, sulla remunerazione dell'amministratore delegato, e conferma della volontà di dialogo con tutti gli stakeholder di Commerzbank, per arrivare a un'integrazione che creerebbe un campione europeo del settore bancario. L'assemblea di UniCredit si è riunita ieri alla presenza, unicamente per delega al rappresentante designato, di 5.196 azionisti e del 65,264% del capitale. I soci hanno dato via libera pressoché all'unanimità al bilancio record del 2025 (ha votato a favore il 98,65% del capitale presente), al dividendo (99,97%) e al buyback da 4,75 miliardi (99,63%). Per quanto riguarda i compensi corrisposti nel 2025, l'approvazione si è fermata invece al 64,5%, mentre maggior favore hanno incontrato le politiche di remunerazione per il 2026, sostenute dal 93,42%, e il sistema incentivante (96,38%). I risultati riflettono del resto le recenti valutazioni del proxy advisor, le cui indicazioni sono state evidentemente seguite da parte degli investitori istituzionali. Nei giorni scorsi, ad esempio, il proxy Institutional shareholder services (Iss)

aveva rimarcato il suo "no" alla remunerazione 2025 dell'amministratore delegato Andrea Orcel, segnalando tuttavia i «miglioramenti» della politica di remunerazione 2026, che si traducono in un «contesto accettabile» per l'esercizio in corso. In assemblea, così, il voto sui compensi corrisposti è risultato in linea con quello dello scorso anno (quando gli stipendi 2024 avevano ottenuto l'appoggio del 65,6% del capitale), mentre la valutazione prospettica è decisamente migliorata (dodici mesi fa le politiche di remunerazione 2025 erano state approvate dal 66,53%). Se quindi per Iss «la remunerazione complessiva dell'a.d. rimane problematica, in particolare perché potrebbe non essere pienamente sostenuta da condizioni di performance di pari rigore», i passi avanti compiuti dalla banca per il 2026 hanno meritato un'indicazione di voto favorevole. Tornando ai lavori assembleari, nel suo discorso il presidente Pier Carlo Padoan ha rivendicato i risultati raggiunti, «superiori a quanto molti ritenessero possibile», e sottolineato che, «accanto alla strategia organica, l'offerta volontaria di scambio su Commerzbank esprime un'ambizione più ampia». Quella di «essere la banca del futuro dell'Europa» anche perché «siamo fermamente convinti che l'Europa abbia bisogno di istituzioni più forti e meglio capitalizzate, e UniCredit è pronta a contribuire in modo determinante alla loro creazione», ha aggiunto, ribadendo che per la banca di piazza Gae Aulenti «rimane salda la volontà di mantenere un dialogo costruttivo con tutti gli stakeholder, con la finalità di favorire un contesto istituzionale più propizio ai processi di integrazione europea». Dalla lettura del libro soci, infine, non sono emerse novità nella geografia dell'azionariato: possiedono quote superiori al 3% Blackrock (7,62%) e Capital Research (5,33%).

GIORGIO LUCARELLI/ANSA

ARTICOLO NON CEDIBILE AD ALTRI AD USO ESCLUSIVO DEL CLIENTE CHE LO RICEVE - S. 28402 - L. 1620 - T. 1748



Ubs, Ermotti ceo almeno fino al 2027



L'istituto deve fronteggiare il piano del Governo svizzero per un aumento dei mezzi propri della banca

Credito/2

Il manager ieri ha aperto alla possibilità di rimanere in carica più a lungo

Lino Terlizzi

Sergio Ermotti, ceo di Ubs, ha confermato che rimarrà al timone della maggior banca svizzera almeno sino ad aprile del 2027. Il processo di successione è aperto, come è già emerso, ma i tempi esatti evidentemente non sono definiti. E quell'«almeno» non esclude d'altronde la possibilità che il manager ticinese, richiamato al vertice di Ubs in coincidenza con l'acquisizione di Credit Suisse, allunghi d'intesa con la banca la sua permanenza. L'integrazione dell'istituto acquisito nel 2023 è in fase di completamento, ma i capitoli da gestire su questo versante come su altri sono rilevanti e la successione è dunque ancor più delicata. Lo stesso Ermotti ha ribadito che la scelta del

successore dipenderà dalle esigenze della banca, ma questo non cambia la delicatezza particolare del dossier.

Ermotti e il vertice di Ubs stanno d'altro canto fronteggiando un altro capitolo rilevante, quello del piano del Governo svizzero per un aumento dei mezzi propri della banca, che ha chiaramente rilevanza sistemica per la Confederazione. Un piano, questo dell'Esecutivo, che è un'ulteriore variante del "troppo grande per fallire". Ermotti e gli altri esponenti del vertice dell'istituto hanno più volte sostenuto che Ubs è già dotata di mezzi propri sufficienti e che un inasprimento dei requisiti patrimoniali intaccherebbe non poco la competitività della banca. Ieri alla Borsa di Zurigo il titolo Ubs è salito, chiudendo con un progresso del 3,96%. In seguito alle voci - riprese dal Financial Times - sulla disponibilità di una parte del Parlamento a trovare un compromesso sull'incremento dei mezzi propri. La vicenda resta comunque da giocare e per Ubs si tratta di una complicazione non secondaria sul fronte interno. A favorire il passaggio a Ubs di un Credit Suisse ormai caduto in crisi erano state proprio la Confederazione e la Banca nazionale svizzera, cioè l'istituto centrale, affiancate dalla Finma, l'autorità elvetica di vigilanza. La soluzione del passaggio della seconda banca elvetica nei ranghi della prima è stata trovata in sostanza anche con la regia del Governo svizzero.

di LINO TERLIZZI

ARTICOLO NON CEDIBILE AD ALTRI AD USO ESCLUSIVO DEL CLIENTE CHE LO RICEVE - S. 28402 - L. 1620 - T. 1748



Mps, Enpam vende le quote Il cda replica a Iss sulla lista

Credito/1

La cassa di previdenza di medici ha quasi azzerato la partecipazione allo 0,3%

Siena: «Maione e Lombardi rappresentano elementi qualificanti del consiglio»

Luca Davi

Mentre il mercato resta in attesa delle indicazioni di voto di Glass Lewis in vista dell'assemblea del 15 aprile, nell'azionariato di Banca Monte dei Paschi di Siena si registrano movimenti rilevanti, in una fase sempre più delicata per la definizione della futura governance.

A ridurre la propria presenza nel capitale della banca senese è stata

l'Enpam, la cassa di previdenza di medici e odontoiatri, che negli ultimi due mesi ha quasi azzerato la partecipazione, scendendo ormai sotto lo 0,3% del capitale. L'ente, guidato da Alberto Olivetti, si era presentato all'assemblea straordinaria del 4 febbraio con una quota pari all'1,34%. La cessione dei titoli - in gran parte derivanti dalla consegna delle azioni Mediobanca nell'ambito dell'Opas lanciata da Mps - ha consentito di realizzare una significativa plusvalenza. L'effetto però è ora una riduzione del peso dell'ente nelle dinamiche di voto nella prossima assemblea.

Sul fronte della governance, l'attenzione resta concentrata sulle indicazioni dei proxy advisor. Iss, che ha espresso il proprio orientamento nella serata di lunedì, raccomanda il sostegno alla lista del consiglio uscente, preferendola a quella presentata dal socio PIt, che vede candidato il ceo uscente Luigi Lovaglio. Allo stesso tempo, però, Iss indica un approccio selettivo nella seconda votazione cui sarà sottoposta

la lista del Cda qualora risultasse la più votata in assemblea. In quella fase, il proxy advisor suggerisce gli azionisti di esprimersi a favore solo di alcuni candidati e di non votare altri profili, tra cui il presidente Nicola Maione e il presidente del comitato nomine Domenico Lombardi. Da qui, la decisione della banca di intervenire con una lettera agli azionisti, difendendo il percorso seguito per la definizione della lista. La società sottolinea come il processo sia stato «strutturato, rigoroso e trasparente», condotto con il supporto di advisor indipendenti e nel rispetto dei requisiti «fit & proper». Nella lettera, il Cda invita a sostenere in particolare la conferma di Maione, ritenuta un presidio di continuità «essenziale in una fase particolarmente delicata», e di Lombardi, la cui «eventuale esclusione determinerebbe una perdita di continuità». Per la banca i due componenti sono «elementi qualificanti dell'assetto complessivo del consiglio».

GIORGIO CALZADILLA/REUTERS



PHOTO: G. CALZADILLA/REUTERS

Verso l'assemblea.
Il rinnovo degli organi sociali del gruppo Mps al voto dei soci il prossimo 15 aprile



L'intervista. Sandro Bolognesi⁵⁴⁰
Amministratore delegato gruppo Cassa Centrale

«Più credito ai territori Aperti a partnership, anche nel capitale»

Luca Davi

Utile stabile intorno al miliardo, capitale ai vertici europei e spazio anche per nuove mosse strategiche. Il gruppo Cassa Centrale guarda al 2028 con un nuovo piano che punta alla crescita organica ma non solo. «C'è spazio anche per collaborazioni con banche medio-piccole, fino a valutare ingressi nel capitale», spiega a *Il Sole 24 Ore* l'ad Sandro Bolognesi, delineando una fase nuova per il gruppo, dopo anni di consolidamento.

Nel nuovo piano mettete sul piatto 30 miliardi di nuove erogazioni nel triennio, con una crescita superiore al Pil. Il consolidamento bancario apre spazi per chi vuole fare prestiti? Se guardiamo a quanto sta accadendo in Italia, vediamo un forte attivismo di alcuni operatori, ma anche molte resistenze da parte di altri nell'erogazione, quindi una realtà come la nostra che ha nel Dna un forte radicamento territoriale può fare credito dove altri si fermano.

Più credito può voler dire anche più rischi. O no?
Negli ultimi anni siamo cresciuti più del sistema, ma con una grande attenzione alla qualità dell'attivo. Continueremo su questa strada. Il target è un Npl ratio netto allo 0,9% e un livello di copertura al 71%.

In prospettiva, c'è spazio per collaborare con altre realtà?
Sì, possiamo fare leva sulla fornitura di servizi informatici ad altre banche. A partire da lì,

possiamo sviluppare consulenza, prodotti e strumenti.

E un ingresso nel capitale di altre banche? Un Ceti oltre il 35% dà margine di manovra.
L'esperienza Carige (con Ccb nel ruolo di potenziale investitore industriale, ndr) ha lasciato qualche ferita, che però oggi è guarita. Se ci fossero le condizioni, potremmo valutare di entrare nel capitale rafforzando collaborazioni con banche piccole e medie non appartenenti al gruppo, ma sempre in modo coerente con il nostro modello.

Nel piano il contributo delle commissioni cresce fino a 1 miliardo e supera quello del margine di interesse. Ccb cambia modello di business?

No, noi difendiamo con orgoglio un modello vicino ai territori. Stiamo sviluppando wealth management e bancassurance, che riteniamo coerenti con il nostro modello, soprattutto per accompagnare i clienti nella protezione dai rischi. La rete capillare - siamo quinti in Italia per numero di filiali - ci dà forza e vogliamo rafforzarla, non ridurla. Inoltre, grazie alla tecnologia, su cui investiamo 300 milioni a piano, intendiamo potenziare la relazione con il cliente.

Con Iccrea, come è il rapporto?
Ci sono differenze strategiche, ma preferisco concentrarmi sulle nostre scelte. Il rapporto resta quello di "cugini": non sempre semplice ma di rispetto reciproco. Ma una cosa è certa: non c'è alcuna prospettiva di aggregazione, né oggi né nei prossimi piani.

© RIPRODUZIONE RISERVATA



Il gruppo. Nel piano prevede 30 miliardi di nuove erogazioni nel triennio



SANDRO BOLOGNESI
Amministratore delegato del gruppo Cassa Centrale



Monte dei Paschi e Bpm Rischi di ingovernabilità lo scontro si sposta nei cda

Cresce il ruolo dei proxy advisor. Siena risponde a Iss: "Confermare Maione"
Plt Holding: "Così potrebbe non essere individuato un presidente"

Questi sono i primi casi di applicazione delle normative introdotte dalla legge Capitali

GIULIANO BALESTRERI
CLAUDIA LUISE

Sono i primi casi di applicazione delle normative introdotte dalla legge Capitali. Le prossime assemblee di Mps e Banco Bpm rappresentano un banco di prova delle regole sulla cosiddetta lista del cda, recepite nel Testo unico della finanza. La nuova architettura della governance bancaria nasce con un obiettivo preciso: rafforzare la stabilità degli istituti attraverso la formalizzazione della lista del consiglio di amministrazione. Ma nei fatti, proprio mentre il meccanismo entra a regime, emergono i primi segnali di una possibile tensione interna ai consigli. E di sorprese ai voti delle assemblee. A fotografare questa dinamica è il doppio intervento del proxy advisor Iss sulle assemblee di Mps e Banco Bpm. Un intervento che, al di là delle singole indicazioni di voto, offre uno spaccato interessante: anche quando la lista del cda viene sostenuta, non è affatto detto che il giudizio sulla sua composizione sia compatto. Il punto è esattamente quello messo in evidenza anche da alcune analisi sulla nuova normativa. La lista del consiglio garantisce una maggioranza "aritmetica", ma non necessariamente una maggioranza "politica". E quindi non elimina il rischio di frizioni, ma tende piuttosto a spostarlo all'interno del board. Il caso più emblematico è quel-

lo di Mps. Iss ha raccomandato di votare a favore della lista del cda, contribuendo quindi a rafforzare l'impianto. Ma, allo stesso tempo, ha espresso una serie di giudizi critici su figure chiave: dal presidente Nicola Maione al consigliere Alessandro Caltagirone, fino al presidente del comitato nomine Domenico Lombardi, oltre a sollevare dubbi sulle competenze di Fabrizio Palermo. Un sostegno, dunque, tutt'altro che lineare. Più che una promozione piena - come sottolinea il professore ordinario di Diritto commerciale all'Università di Torino, Maurizio Irrera, in un'analisi comparata sui casi delle due banche - sembra una sorta di via libera condizionata, che certifica la validità dello strumento ma mette in discussione l'equilibrio interno della squadra. Il risultato potenziale è un consiglio formalmente coeso, ma attraversato da linee di frattura su ruoli cruciali. Irrera ha anche firmato per Mps uno dei pareri legali su Luigi Lovaglio.

Su Banco Bpm il quadro è "più ordinato", ma ci sono varie analogie. Anche qui Iss sostiene la lista del cda, in linea con un modello di governance considerato più stabile. Tuttavia, non mancano le bocciature: il proxy advisor invita a votare contro il vicepresidente Maurizio Comoli e contro Alberto Oliveti, presidente dell'Enpam. Si tratta di rilievi meno dirompenti rispetto al caso Mps, ma comunque indicativi di un fenomeno più ampio. Anche nei contesti in cui la lista del consiglio funziona come strumento di continuità, la sua composizio-

ne non sfugge a valutazioni selettive e, in alcuni casi, critiche. È proprio qui che emerge il nodo della nuova governance bancaria. La lista del cda, come sottolinea Irrera, non è un blocco monolitico, ma il risultato di equilibri complessi tra azionisti, management e, spesso, sensibilità diverse. Il voto assembleare può ratificare questi equilibri, ma non li rende automaticamente stabili nel tempo. In questo contesto, il ruolo del proxy advisor assume un peso crescente. Non solo come orientatori del voto, ma come veri e propri "stress test" della qualità delle liste. Il loro giudizio può legittimare l'impianto complessivo, ma allo stesso tempo evidenziarne le debolezze, rendendo più visibili le potenziali aree di conflitto. Il paradosso è che la riforma pensata per ridurre l'incertezza rischia di spostarla. Non più nello scontro tra liste contrapposte in assemblea, ma nella dinamica interna dei consigli di amministrazione, dove la coesione non è garantita dai numeri ma dalla capacità di sintesi tra interessi diversi. In altre parole, la stabilità non si gioca più al momento del voto, ma nel funzionamento quotidiano del board. Ed è proprio lì che, nei prossimi mesi, si misurerà la tenuta del nuovo modello.

Intanto il cda di Mps ha replicato a Iss chiedendo ai soci di confermare Maione, e quello del comitato nomine, Domenico Lombardi. «La lista del cda e i candidati che vi sono inclusi sono il risultato di un processo di selezione strutturato, rigoroso e trasparente», afferma Mps ricordando agli azionisti che il lavoro «è stato condotto con il



supporto di primari advisor indipendenti» e «vagliato e controllato a più livelli», con «un'ampia attività di ricerca sul mercato e «da valutazione comparativa di un numero significativo di candidati». Per il consiglio la rosa di nomi garantisce «equilibrio tra continuità e rinnovamento» e offre una «copertura adeguata» delle «competenze richieste nella fase attuale», con un candidato ceo, Fabrizio Palermo, «che vanta un percorso particolarmente solido e rilevante nel settore di riferimento». I rilievi di Iss, però, permettono alla lista di PIt di sollevare nuove critiche alla governance di Siena. Secondo l'imprenditore Pierluigi Tortora, il giudizio negativo espresso su Maione apre un tema non secondario: ci sarebbe il rischio che l'assemblea non individui un presidente, rinviando la scelta a un consiglio chiamato a trovare un equilibrio interno fin dall'insediamento. Una dinamica che rimanda al nodo di fondo della nuova governance: la stabilità formale della lista non sempre coincide con una reale coesione nella gestione del potere. —

CORRISPONDENTE ECONOMIA



La sede Palazzo Salimbeni, a Siena, è il quartier generale della banca Monte dei Paschi

ALBERTO PIZZOLI/AGF

Mps, il caso Palermo e i dubbi della Bce

SALVATORE ROSSI - PAGINA 26

MPS, IL CASO PALERMO E I DUBBI DELLA BCE

SALVATORE ROSSI

La vicenda del Monte dei Paschi di Siena, con la candidatura di Fabrizio Palermo ad amministratore delegato e le voci ricorrenti di perplessità o dubbi su questo candidato da parte della Banca Centrale Europea, inducono ad approfondire il tema della cosiddetta procedura "fit-and-proper" che l'autorità di vigilanza bancaria europea deve seguire in caso di nomine di esponenti di vertice di una banca: presidente, amministratore delegato, membri del consiglio di amministrazione.

Il punto fondamentale è il seguente: chi esercita il controllo pubblico su una banca - dunque l'autorità di vigilanza, in ultima analisi la Bce nell'area dell'euro per le banche di dimensione significativa - deve assicurarsi che chi gestisce quella banca sia «adatto e appropriato» a farlo. Vi sono state in passato numerose crisi bancarie in Europa attribuibili almeno in parte a errori compiuti dai gestori, si vuole il più possibile evitare che la storia si ripeta. Le norme che stabiliscono questo diritto-dovere dell'autorità sono molteplici e gerarchicamente ordinate. Sono state poi corredate di indicazioni della Bce e delle autorità nazionali di vigilanza. Il complesso lascia un'ampia discrezionalità interpretativa a queste ultime.

La fonte normativa più importante è una Direttiva europea del 2013, la cosiddetta Crd IV. Come tutte le Direttive europee, la Crd IV doveva essere recepita negli ordinamenti nazionali. In Italia lo è stata nel 2015. Ma la norma italiana abbisognava di un decreto attuativo, che è arrivato soltanto nel 2020. Quel decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze ha precisato molti aspetti che la norma europea originaria lasciava appositamente generali. Fra l'altro il decreto ha stabilito che chiunque venga proposto per un incarico di vertice di una banca debba possedere requisiti di onorabilità, professionalità distinta dalla competenza, indipendenza di giudizio. Ha stabilito anche la scansione dei tempi della procedura amministrativa, chiarendo che la decisione finale, formale, dell'autorità debba avvenire ex post, in caso di nomina di competenza dell'assemblea.

Rammento che esistono in Europa essenzialmente due modelli quanto ai tempi della notifica e dell'intervento dell'autorità. 1) Autorizzazione preventiva: il

candidato non può essere nominato e assumere la carica finché l'autorità non approva, quindi, a maggior ragione la notifica dell'ipotesi di nomina è preventiva. 2) Intervento successivo o ex post: il candidato intanto viene nominato e assume la carica e solo dopo la nomina viene notificata all'autorità; se quest'ultima ritiene il nominato «inadatto o non appropriato» ne dichiara la decadenza e si deve ricominciare da capo. Il primo modello è adottato dalla maggioranza dei paesi europei, prevalentemente del Nord Europa. Il secondo da altri paesi fra cui l'Italia e la Francia. In Germania, dove vige la governance duale delle aziende (consiglio di gestione e consiglio di sorveglianza, anziché un solo consiglio di amministrazione), il modello è ibrido.

Ci sono buoni argomenti a favore dell'uno e dell'altro modello. L'autorizzazione preventiva essenzialmente riduce il rischio reputazionale per chi ha nominato e per chi è stato nominato in caso di bocciatura a cose fatte; riduce anche l'incertezza prolungata sull'orientamento dell'organo di vigilanza, che per una banca grande e quotata in una Borsa valori può essere assai fastidiosa. L'intervento successivo, d'altro canto, lasciando comunque libera l'assemblea degli azionisti di esprimersi senza intrusioni eccessive dell'autorità di vigilanza, appare più rispettoso dell'autonomia degli organi societari della banca. In Italia, che ha scelto il secondo modello, si sono aggiunte una cultura giuridica e una tradizione amministrativa di separazione netta delle responsabilità fra il soggetto privato che opera e quello pubblico che controlla: quest'ultimo vuole tenersi le mani libere fino all'ultimo.

Mi pare che l'orientamento prevalente in Europa si stia spostando sempre più a favore dell'autorizzazione preventiva. Il problema è che il riguardo tributato dall'autorità di vigilanza all'autonomia di assemblea in caso di intervento ex post è solo formale. In realtà è come se l'autorità dicesse agli organi societari di una banca: scegliete pure Tizio piuttosto



sto che Sempronio come vostro amministratore delegato, tanto poi se Tizio non mi piace v'ingiungerò di cambiarlo e la brutta figura sarà vostra; pazienza se mentre si aspettano i mesi che mi sono necessari per emettere il giudizio il vostro titolo balla in Borsa.

Naturalmente, poiché nessuna autorità è così sadica, men che meno la Bce, il Meccanismo di Vigilanza Unico e la Banca d'Italia, nei paesi che aderiscono al modello ex post vi sono comunque interlocuzioni informali e riservate ex ante nel corso delle quali l'autorità si sforza di far capire il proprio orientamento. Ma tutto questo è giocoforza opaco e si presta a fughe di notizie, tipo quelle che da qualche giorno stanno coinvolgendo il Monte. Inoltre, se gli organi societari di una banca non capiscono o fanno finta di non capire i segnali dell'autorità e insistono a nominare un candidato dubbio, la stessa autorità poi si trova in difficoltà a sparare l'"arma di fine di mondo" (come direbbe il dottor Stranamore) di una dichiarazione di decadenza.

Insomma, a me sembra che il modello ex ante sia preferibile, anche se rende più esplicito il potere dell'autorità di vigilanza. Ci si rifletta anche da noi in Italia. —

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Parte il valzer delle poltrone: in gioco 76 posti nei cda di sette società quotate partecipate dal Mef. Governo al lavoro

Nomine, tempi supplementari per il vertice Consob

DI SILVIA VALENTE

Dopo la vittoria del No al referendum costituzionale sulla riforma della giustizia, il governo Meloni si presenta scosso a un banco di prova importante per gli equilibri di maggioranza: il rischio delle nomine dei vertici dei colossi pubblici, delle controllate e di alcune autorità indipendenti. Ecco che, stando a quanto risulta a questo giornale, l'esecutivo si prenderà ancora qualche giorno per nominare il successore di Paolo Savona, come presidente della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa. La decisione dovrebbe essere presa dopo le vacanze pasquali per evitare altre tensioni intestine alle forze di maggioranza, in un momento politico delicato. Per di più, con la consapevolezza che si tratta solo di una mossa di una lunga partita a rischio tra i partiti di centrodestra, in cui devono saper conciliare l'esigenza di garantire una stabilità industriale al Paese (di cui le partecipate sono il fulcro) e l'intenzione di prolungare la propria influenza oltre l'orizzonte della legislatura, blindando i centri di potere anche in caso di sconfitta alle urne nel 2027. Da qui alla fine dell'anno sono da riempire 158 caselle in 21 società partecipate direttamente dal ministero dell'Economia, laddove si cercano 118 componenti di consiglio di amministrazione e 40 membri di collegi sindacali. Questo il conto fatto dal nono rapporto sulle partecipate del Mef stilato dal centro Studi CoMar, diretto da Massimo Rossi, e che *MF-Milano Finanza* ha visionato in anteprima.

In particolare, sono sul tavolo 76 posti nei consigli di amministrazione di sette società quotate partecipate dal Mef. Le prime decisioni su Mps sono in arrivo (si veda altro articolo in pagina) mentre la prossima scadenza riguarda Poste: entro il 2 aprile dovranno essere depositate le liste per l'assemblea annuale del 27 aprile. Poi il governo dovrà sciogliere il nodo Leonardo, con 12 nomi in cda da rinnovare e l'assemblea convocata il prossimo 4 maggio (seconda convocazione per venerdì 15 maggio). E successivamente sarà la volta dei due colossi energetici, a distanza di appena una settimana: il 6 maggio è convocata l'assemblea annuale di Eni e poi il 12 maggio quella di Enel. Stessa data in cui è prevista l'assemblea annuale di Terna, l'unica quotata partecipata in modo indiretto dal Mef in scadenza nel 2026, per cui si cercano 13 consiglieri. Un destino forse intrecciato con quello dell'Ente Nazionale per l'Assistenza al Volo (Enav), la cui assemblea è calendarizzata il 14 maggio. Si parla, infatti, della possibilità che il nome dell'ad di Terna, Giuseppina Di Foggia, sia all'attenzione dell'esecutivo per la creazione di una Rete unica nazionale affidata a Fibercop. Al suo posto sarebbe chiamato Pasqualino Monti, attuale ad di Enav. (riproduzione riservata)



LE BORSE EUROPEE SI RIPRENDO E LA PIAZZA AFFARI CORRE PIÙ DI TUTTE. SPREAD GIÙ

Visti e Zemi alla pagina 4 e 7, con un commento di Sommella a pagina 4

A CAUSA DEL CONFLITTO USA-IRAN, I PRINCIPALI INDICI MONDIALI HANNO SEGNATO FORTI CALI

Marzo nero su tutti i mercati

*Petrolio alle stelle con un rally di quasi il 40% nel mese. In impennata anche il gas europeo (+60%)
Il Ftse Mib chiude la seduta di ieri in rialzo dell'1% ma il saldo mensile fa segnare un rosso del 6%*

DI GIULIA VENINI

La guerra in Iran si fa sentire eccome sui mercati. A marzo i movimenti più significativi si sono visti sul petrolio, con il Brent che nel corso del mese «è salito di oltre il 40%», mentre «il gas europeo ha registrato un incremento superiore al 65%», come sottolineato da Bob Homan, chief investment officer di Ing. Anche il Wti è balzato del 55%. Secondo l'analista, «questa dinamica contribuisce a mantenere elevata la volatilità sia sui mercati azionari sia su quelli obbligazionari, rendendo il contesto poco adatto a decisioni di investimento strutturali».

«Le ultime due settimane hanno segnato un'accelerazione netta: quello che era un mare mosso è diventato una vera tempesta. Marzo si chiude con una delle peggiori performance congiunte per azionario e obbligazionario dal 2022, con il Brent stabilmente sopra i 110 dollari, in rialzo di oltre il 60% dall'inizio del conflitto», ha aggiunto Alberto Tocchio, head of global equity and thematic di Kairos Partners Sgr. Ieri, ultimo giorno del mese, i principali listini europei hanno però terminato le contrattazioni nettamente sopra la parità, in controtendenza rispetto alle sedute più critiche delle settimane scorse, quando i venti di guerra hanno tinto di rosso le borse mondiali giorno do-

po giorno. Il Ftse 100 ha guadagnato lo 0,5%, il Cac 40 lo 0,57% e il Dax lo 0,3%. Ma i cali mensili restano evidenti: il maggiore indice britannico ha perso il 6,7%, quello parigino l'8,9% e Francoforte il 10,3%.

Il Ftse Mib non si è comportato diversamente: a fronte del rialzo giornaliero dell'1% di ieri, il ribasso di marzo è stato del 6%. A primeggiare negli scambi di ieri è stata Leonardo (+4,3%). Bene anche Prysmian (+4%), Avio (+3%) e Nexi (+2,7%), mentre si sono mosse in controtendenza Buzzi (-0,9%) e Inwit (-0,65%). Lo spread Btp-Bund è sceso a 91 punti base con il rendimento del Btp decennale al 3,91%.

Dal lato macroeconomico, a marzo l'inflazione annua nell'Eurozona è salita al 2,5% rispetto all'1,9% di febbraio, secondo la stima preliminare diffusa da Eurostat. Il dato si è tuttavia collocato leggermente al di sotto delle attese degli economisti, ferme al 2,6%. Su base mensile l'indice dei prezzi al consumo ha evidenziato un incremento dell'1,2%.

Oltreoceano invece la fiducia dei consumatori statunitensi, rilevata dal Conference Board, è aumentata a marzo raggiungendo quota 91,8 punti e superando le aspettative degli analisti, che indicavano un 87,9. Nel frattempo le offerte di lavoro negli Stati Uni-

ti, secondo il report Job Openings and Labor Turnover Survey (Jolts), sono diminuite di 358.000 unità attestandosi a 6,882 milioni.

Intorno a metà seduta intanto Wall Street si muoveva in territorio positivo, con il Dow Jones che segnava +1% e l'S&P 500 +1,4%. Ancora meglio il Nasdaq Composite, che saliva di circa due punti percentuali. Ma a marzo tutti e tre gli indici hanno perso circa il 6%. In ogni caso, ieri ad aver generato ottimismo sono state - come al solito in questa fase - le dichiarazioni del presidente statunitense Donald Trump, che secondo il *Wall Street Journal* avrebbe detto ai suoi collaboratori di essere disposto a porre fine alle ostilità militari anche se lo Stretto di Hormuz dovesse rimanere in gran parte chiuso.

Ad aver risentito di più del conflitto in Medio Oriente sono state però le borse asiatiche, influenzate dai rischi per le forniture di petrolio dovuti alla chiusura dello Stretto di Hormuz. A marzo il Kospi sudcoreano ha perso il 17%, penalizzato anche dai titoli dei chip e dai timori sulla domanda legata all'intelligenza artificiale. Ha sofferto pure il Giappone, con il Nikkei 225 in perdita mensile di oltre il 9%. In Cina nel mese appena trascorso il Shanghai Composite ha invece ceduto il 6,5% e l'indice Hang Seng circa il 7%. (riproduzione riservata)

L'ANDAMENTO DELLE PRINCIPALI BORSE MONDIALI

Indice	Chiusura 31-mar-26	Perf. % da 30-mar-26	Perf. % da 23-feb-22	Perf. % 2026
Dow Jones - New York*	45.784,5	1,26	38,19	-4,74
Nasdaq Comp - New York*	21.260,4	2,24	63,07	-8,53
FTSE MIB	44.309,7	1,11	70,72	-1,41
Ftse 100 - Londra	10.176,5	0,48	35,72	2,47
Dax - Francoforte Xetra	22.680,0	0,52	55,01	-7,39
Cac 40 - Parigi	7.816,9	0,57	15,28	-4,08
Swiss Mdx - Zurigo	12.776,8	0,85	6,99	-3,70
Shanghai Shenzhen CSI 300	4.450,1	-0,93	-3,74	-3,89
Nikkei - Tokyo	51.063,7	-1,58	93,06	1,44

*Dati aggiornati h.18:45

Withub



ARTICOLO NON CEDIBILE AD ALTRI AD USO ESCLUSIVO DEL CLIENTE CHE LO RICEVE - S.28403 - L.1878 - T.1748



ARTICOLO NON CEDIBILE AD ALTRI AD USO ESCLUSIVO DEL CLIENTE CHE LO RICEVE - S.28403 - L.1878 - T.1748

Data Si: **EFFETTO CONFLITTO** (4)

Data Si: **Mercati mai così male a marzo da tre anni, ma ieri le Borse sono ripartite**

Cellino e Longo — a pag. 8

Marzo nero: maggior rialzo nella storia per il petrolio

Mercati. Borse e bond mai così male da 3 anni: Piazza Affari perde il 6%, lo Stoxx europeo l'8%
Forti rialzi per i rendimenti dei titoli di Stato

Brent ancora in crescita del 5% ieri, sopra 118 dollari al barile: in un solo mese è rincarato più del 50%
Maximilian Cellino

Non basta il pur significativo tentativo di recupero della giornata di chiusura di marzo per cancellare quello che alla fine si è rivelato per gli investitori il peggior mese da oltre tre anni a questa parte, per la correzione che ha colpito simultaneamente azioni e bond. Inevitabile addebitare i movimenti agli sviluppi che dal 28 febbraio scorso hanno caratterizzato l'escalation militare nel Golfo Persico. Questi si sono tuttavia innestati in uno scenario di mercato che già iniziava a presentare segnali di fragilità dopo una cavalcata protrattasi in modo quasi ininterrotto proprio dal 2022, l'ultimo *annus horribilis* consegnato agli annali.

La cronaca di giornata impone di ricordare come Piazza Affari abbia chiuso in rialzo dell'1,11% e preceduto in questo caso gli altri listini europei, a partire da Parigi (+0,57%) per proseguire con Francoforte (+0,48%) e Madrid

(+0,47%), con Leonardo, Prysmian e Nexi a rimpolpare i guadagni registrati dalle banche. La buona intonazione di Wall Street, che in serata registrava guadagni superiori al 2% e al 3% per il Nasdaq, ha senz'altro contribuito a dare tono al recupero europeo.

Il tutto è avvenuto pur sempre in un contesto senza tregua per il prezzo del petrolio (Brent ancora in crescita del 5% oltre 118 dollari al barile), che a marzo ha registrato il rialzo maggiore di sempre su base mensile con oltre il 50 per cento. La giornata è stata segnata anche dall'arrivo dei primi dati post bellici sull'inflazione per l'area euro: non proprio rassicuranti questi ultimi, con un tasso balzato a marzo di nuovo al 2,5% dal precedente 1,9% e quindi oltre l'obiettivo Bce.

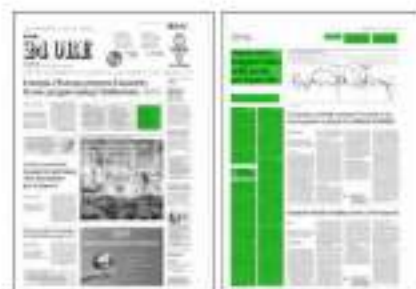
Per restare sul filo del ragionamento, vale pure la pena di ricordare il rimbalzo dell'oro (+2,7% ieri e di nuovo oltre 4.600 dollari l'oncia), che nelle scorse settimane era arrivato ad accusare una perdita del 20 per cento dai massimi.

Un bilancio ancora pesante
Tornando invece alle Borse, il risveglio tardivo non cancella in

ogni caso un bilancio che a livello mensile non si rivelava così negativo dal giugno del 2022 per il Ftse Mib milanese (-6,1%) e per lo Stoxx 600 paneuropeo (-8%) e dal settembre di quello stesso anno per l'S&P 500 di New York (-6,6%). Per proseguire con le statistiche e i ricorsi, il trimestre che si è anch'esso chiuso con la seduta di ieri rappresenta con una perdita del 6% a livello globale il peggior avvio d'anno dal 2020, caratterizzato dallo scoppio della pandemia, e il primo con segno negativo dopo esattamente un anno (dodici mesi fa l'indice Msci World aveva lasciato però sul terreno poco più del 2%).

Il punto sui bond

Scenario del tutto speculare quello che ha caratterizzato i rendimenti dei titoli di Stato: tutti in



forte ascesa (con conseguente calo dei prezzi per i bond sovrani) con l'eccezione di ieri. Nel complesso il tasso decennale del Treasury statunitense si è attestato al 4,32% (viaggiava quasi 40 punti base più in basso un mese fa e attorno al 4,15% a inizio anno) e le dinamiche sono simili anche per i Bund, ieri al 3% contro il 2,65% di un mese fa e il 2,86% di fine 2025, e per i BTP (3,92% rispettivamente da 3,28% e 3,51%). Rispetto ai titoli del Tesoro italiano vale semmai la pena di ricordare come lo spread rispetto alla Germania sia tornato a ridursi a 92 punti base, del tutto in coerenza con la parziale riduzione dell'avversione al rischio vista ieri sul mercato.

I timori sullo spread

Su quest'ultimo elemento è da registrare la presa di posizione improntata alla cautela da parte di Generali Investments, che mantiene un'esposizione neutrale sui BTP nonostante «i livelli assoluti e relativi risultino molto interessanti» poiché «il livello di incertezza è molto elevato e non è possibile escludere un ulteriore allargamento dello spread». L'incertezza geopolitica e la crisi mediorientale rinfocola infatti i timori per uno scenario di stagflazione e questo - secondo Massimo Spagnol, gestore obbligazionario dell'asset manager del gruppo del Leone - contribuisce a un clima di instabilità sui mercati, rendendo appunto possibile un ulteriore aumento del differenziale di rendimento nei confronti della Germania in caso di prosecuzione o di escalation del conflitto. L'interesse degli investitori retail per le emissioni ita-

liane, che resta tradizionalmente molto elevato, non dovrebbe mettere a rischio i prossimi collocamenti del Tesoro, ma di certo non si tratta di una buona notizia per le casse dello Stato.

Dati macro sotto scrutinio

Guardando all'immediato futuro invece, al di là degli sviluppi sul campo del conflitto mediorientale, i prossimi giorni saranno caratterizzati verosimilmente dall'attenzione per i primi dati macroeconomici in arrivo che riflettono l'acuirsi della crisi. Nelle prossime settimane arriveranno infatti dati chiave su inflazione, crescita e mercato del lavoro: «Il punto non è tanto il livello in sé, ma la direzione che assumeranno», rileva Alberto Tocchio, head of Global Equity and Thematics di Kairos Partners Sgr. In base al suo ragionamento, la possibile apparizione di segnali di rallentamento della crescita, consumi più prudenti e investimenti più incerti, rischia di condurre verso «uno scenario molto più complesso dell'attuale, dove crescita debole e inflazione elevata convivono: una possibile stagflazione». Il discorso, alla fine, torna sempre lì.

in riproduzione normalizzata

+1,1%

BORSA, ULTIMA SEDUTA POSITIVA

Al termine di una mese nero per le Borse, la giornata di ieri è stata positiva. Piazza Affari ha chiuso in rialzo dell'1,11%. Bene (ma meno) Parigi, con un +0,57% per proseguire con Francoforte (+0,48%) e Madrid (+0,47%). A Milano Leonardo, Prysmian e Nexi hanno rimpolpato i guadagni registrati dalle banche.

Oggi al via consiglio tecnico-scientifico Dovrà modificare il Tuf appena approvato

Convocati una quarantina di esperti per analizzare i punti più controversi della riforma

30%

La soglia unica
per l'obbligo di lancio
dell'Opa previsto
nella riforma

Parte oggi il lavoro del consiglio tecnico-scientifico chiamato a supportare la cabina di regia sulla riforma del Testo unico della finanza (Tuf). Il gruppo si riunirà per la prima volta al Mef con il compito di accompagnare l'attuazione del provvedimento e valutare possibili interventi correttivi. A due anni dall'approvazione della legge Capitali, infatti, anche il Tuf è stato bollinato nel Consiglio dei ministri del 27 marzo, dopo un percorso che la stessa cabina di regia del Tesoro definisce «faticoso». Il consiglio tecnico-scientifico conta circa quaranta esperti tra accademici e specialisti del settore giuridico-finanziario, tra cui Marina Broggi, Stefano Caselli, Maurizio Irrera, Marcello Sala, Paola Severino e Andrea Zoppini. Il nuovo organismo affiancherà la cabina di regia che ha seguito la preparazione della riforma, con il compito di monitorare l'applicazione delle nuove norme e proporre eventuali modifiche. Il decreto prevede, infatti, una finestra di due anni per l'adozione di interventi correttivi. «In questo Paese i mercati finanziari non hanno un'attenzione sporadica ma quotidiana. La riforma del Tuf non è un punto di arrivo, ma un punto di partenza - spiega il sottosegretario del Mef, Federico Freni -. Vorremmo portare a casa il primo correttivo al più tardi a gennaio».

Semplificare le regole dei mercati finanziari italiani e renderli più attrattivi per gli investitori internazionali è l'obiettivo della riforma del Tuf, che interviene su gover-

nance delle società quotate, offerte pubbliche di acquisto e strumenti di investimento. Il progetto mira a razionalizzare il quadro normativo e ad allineare la disciplina italiana agli standard europei nel contesto della Capital Markets Union. Tra le novità principali figura l'introduzione della società di partenariato, un nuovo tipo di investitore istituzionale pensato come veicolo per venture capital e private equity. Il modello si ispira alle limited partnership diffuse negli ordinamenti di common law, pur mantenendo la forma della società in accomandita per azioni, ritenuta in grado di garantire maggiore controllo.

La riforma interviene anche sulla disciplina delle offerte pubbliche di acquisto (Opa), introducendo una soglia unica del 30% per l'obbligo di lancio, in linea con altri ordinamenti europei. Vengono eliminate le soglie differenziate previste per le pmi e la riduzione al 25% in assenza di altri soci rilevanti. La modifica punta a rendere più chiaro agli investitori quando scatta l'obbligo di Opa, anche se potrebbe ridurre il numero dei casi in cui si applica. È inoltre introdotta una nuova procedura di acquisto totalitario delle azioni su proposta del consiglio di amministrazione, autorizzata dai soci e vigilata dalla Consob.

Tra le misure più discusse figura l'abrogazione del divieto di interlocking introdotto nel 2011, che impediva il cumulo di incarichi tra società concorrenti nei settori bancario e assicurativo. La sua eliminazione semplifica la nomina dei vertici societari ma riapre il tema della possibile concentrazione di poteri nei cds. **CLA.LUL** —

www.stampaonline.it

ARTICOLO NON CEDIBILE AD ALTRI AD USO ESCLUSIVO DEL CLIENTE CHE LO RICEVE - S.28403 - L.1878 - T.1675



Su l'inflazione all'1,7% Sì al decreto bollette con il voto di fiducia

Il no di Vannacci. Pichetto Fratin: timori sui costi, non sulle forniture
L'Ue: ridurre i consumi, più telelavoro e guidare meno veloce

ROMA L'inflazione riprende a salire e con il +1,7% registrato dall'Istat in marzo su base annua si torna ai livelli di luglio 2025. A spingere il rialzo sono tutti i beni energetici, cresciuti del 4,9% rispetto al mese di febbraio, dopo lo scoppio della guerra in Medio Oriente. Solo il gasolio, sia per mezzi di trasporto sia per il riscaldamento, è cresciuto in un mese del 12% e del 13%, la benzina del 4,8%. E crescono i beni alimentari, in particolare i non lavorati con un rialzo del 4,4% rispetto al marzo 2025 (e dello 0,4% tra febbraio e marzo 2026). Quindi accelera il carrello della spesa con +2,2% dal 2% del mese precedente. Peggio va in Europa con l'indice dei prezzi salito a +2,5% dall'1,9% di febbraio e a +4,9% con la componente energetica (dal -3,1%). In Germania l'inflazione sale del 2,8%, in Francia è all'1,9%, in Spagna dal 2,5% al 3,3%. Le associazioni di imprese e consumatori sono in allarme per gli effetti che un prolungarsi del conflitto in Medio Oriente potrà avere sull'economia italiana. Il ministro dell'Ambiente Gilberto Pichetto Fratin, intervistato ieri dal direttore del *Corriere* Luciano Fontana agli Energy Talk di Rcs Academy, spiega che sul gas «la preoccupazione per l'Italia non è enorme per le forniture, questione per noi meno rilevante rispetto all'Asia avendo solo il 10% del gas proveniente dal Qatar, ma sul fronte del prezzo: oggi (ieri, ndr) la quotazione del gas è a 54 euro, il 70% in più di un mese fa quando fu predisposto il decreto Energia». Pichetto teme la «ridu-

zione complessiva dell'offerta mondiale: rimane il Canale di Suez e se l'escalation arrivasse anche lì sarebbe molto seria». E conferma: «L'Italia sta cercando altre fonti di approvvigionamento di gnl: è importante programmare le prossime scorte di gas».

Ieri la Camera con 157 sì e 93 no ha approvato il decreto Energia (o Bollette), licenziato il 18 febbraio dal Consiglio dei ministri: ora va al Senato. Il governo ha posto la questione di fiducia ottenendo 203 sì, 117 i voti contrari e 3 gli astenuti. E tra i no c'è quello dei deputati di Futuro Nazionale, la formazione creata dall'ex generale Roberto Vannacci uscito dalla Lega: «Vogliamo dare un segnale politico: la fiducia data al governo non è stata ricambiata», ha spiegato il deputato Rossano Sasso.

Il decreto di 12 articoli contiene misure urgenti contro il caro energia per aiutare i redditi più bassi e le imprese, a partire dal bonus elettricità straordinario di 115 euro destinato ai detentori di bonus sociale (con Isee fino a 9.796 euro) e quello di 60 euro l'anno per due anni erogato volontariamente e direttamente dagli operatori elettrici a chi ha un Isee fino a 25 mila euro. Approvato anche il divieto di telemarketing per la vendita di contratti di elettricità o gas senza l'esplicito consenso del consumatore, pena l'invalidità del contratto stipulato via telefono. Uno stop fortemente criticato dagli operatori di telecomunicazione di Asstel che parlano di normativa a sfavore di chi intende entrare nel mercato energetico: «Se le

regole devono essere uguali, allora vanno applicate anche alle sollecitazioni commerciali sulla connettività da parte degli operatori dei mercati energetici», spiega l'associazione e chiede una correzione. Per le aziende viene rivisto il meccanismo del conto energia e vengono rafforzati incentivi per l'acquisto di elettricità da fonti rinnovabili a lungo termine.

C'è poi il tema degli Ets, il sistema di tassazione Ue sulle emissioni di CO2 delle industrie che l'Italia, con altri Paesi, vorrebbe modificare. Il decreto prevede che dal 2027 il rimborso di alcuni oneri sul gas naturale sia usato per la produzione di elettricità, ma su questo serve il via libera della Commissione Ue. Ieri il commissario all'Energia Dan Jørgensen, alla riunione dei ministri Ue dell'Energia, ha calcolato in 14 miliardi il costo dei combustibili fossili per l'Ue in 30 giorni di conflitto: «La crisi sarà lunga». Ha avvertito i 27 Paesi di «prepararsi tempestivamente», ricordando i 10 punti Aie per ridurre l'uso di petrolio, tra cui la riduzione della velocità in auto e l'aumento del telelavoro: «L'indipendenza energetica è la strada maestra da seguire, un imperativo strategico».

Claudia Voltattorni

© RIPRODUZIONE RISERVATA



Le misure

Bonus di 115 euro per i più fragili

✓ Via libera al bonus elettricità straordinario di 115 euro destinato ai detentori di bonus sociale (con Isee fino a 9.796 euro o 20.000 se famiglia con 4 figli)

Contributo volontario

✓ Gli operatori elettrici potranno erogare un contributo volontario di 60 euro per gli anni 2026 e 2027 sulle bollette degli utenti con Isee fino a 25.000 euro

Telemarketing, arriva il divieto

✓ Approvato il divieto di telemarketing per la vendita di contratti di elettricità o gas senza l'espreso consenso del consumatore, pena l'invalidità del contratto stipulato via telefono

Fonti rinnovabili e incentivi

✓ Per le aziende viene rivisto il meccanismo del conto energia e vengono rafforzati gli incentivi per l'acquisto di elettricità da fonti rinnovabili a lungo termine

L'inflazione italiana



Fonte: Istat

L'inflazione nella zona euro



Fonte: Bce

I maggiori rincari

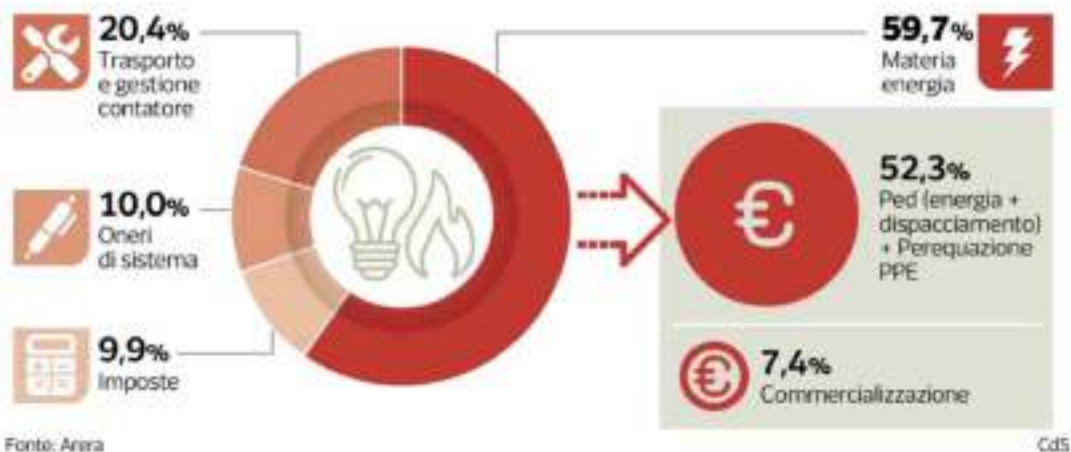
Dati marzo '26 rispetto a febbraio '26 (quindi dallo scoppio della guerra)



ARTICOLO NON CEDIBILE AD ALTRI AD USO ESCLUSIVO DEL CLIENTE CHE LO RICEVE - S.28404 - L.1972 - T.1745

I costi sulla bolletta

Gli oneri generali di sistema nel II trimestre 2026



ARTICOLO NON CEDIBILE AD ALTRI AD USO ESCLUSIVO DEL CLIENTE CHE LO RICEVE - S.28404 - L.1972 - T.1745

Accise, sconto bis Esodati 5.0, dal Mimit 200-300 milioni per le imprese

Venerdì il Cdm

Urso prova ad aumentare i fondi del bonus ma c'è l'incognita contabile

Un decreto carburanti bis venerdì estenderà fino alla fine di aprile lo sconto da 24,4 centesimi al litro sulle accise di benzina e gasolio, in scadenza martedì prossimo.

Questa mattina intanto è atteso il tavolo convocato dal Mimit sulla questione dei cosiddetti esodati di Transizione 5.0. Lì il ministero di Adolfo Urso potrebbe mettere sul piatto 2-300 milioni in più: a patto però di riuscire a rimodulare i fondi senza modificare i saldi di finanza pubblica. **Trovati** — a pag. 2

Carburanti, sconto accise fino al 30 aprile Dal Mimit ipotesi 2-300 milioni agli esodati 5.0

Energia

Venerdì nuovo decreto legge da 5-600 milioni per replicare i tagli ai prezzi al distributore

Questa mattina il tavolo fra Governo e imprese sul credito d'imposta dopo lo scontro sull'ultimo Df fiscale

Gianni Trovati

ROMA

Il ministero dell'Economia si è rimesso al lavoro sullo sconto da 24,4 centesimi al litro sulle accise di benzina e gasolio. Il nuovo decreto è atteso in consiglio dei ministri venerdì, ed è destinato ad allungare il taglio per altri 23 giorni, fino al 30 aprile.

Fin dall'inizio non era difficile prevedere che il calendario della misura sarebbe stato flessibile, allargandosi oltre ai 20 giorni decisi con il primo provvedimento, in scadenza il 7 aprile. Anche per questa ragione al ministero dell'Economia non dominava l'entusiasmo per un intervento che, l'esperienza del 2022 insegna, è poi complicato da accantonare.

I numeri scritti sui cartelloni dei

distributori hanno fatto il resto. La media della scorsa settimana, riportata nel solito monitoraggio pubblicato ieri dal ministero dell'Ambiente, ha visto la benzina attestarsi a 1,733 euro al litro, e il gasolio arrivare a 2,032 euro. Nel confronto con la rilevazione del 2 marzo, relativa quindi all'ultima settimana prima dell'attacco di Usa e Israele all'Iran, si tratta di 6 centesimi al litro in più per la verde e di 31 centesimi per il gasolio.

Accanto al ministero dell'Ambiente, anche quello delle Imprese e del Made in Italy pubblica un osservatorio sui prezzi, che essendo aggiornato quotidianamente permette di confrontare in modo puntuale i listini di ieri con quelli del 19 marzo, ultimo giorno prima del debutto effettivo dello sconto statale. Rispetto a quel giorno, la benzina in media ieri è costata 13 centesimi in meno al litro, mentre nel gasolio la differenza non arriva a 6 centesimi. L'effetto della maggior parte dei 417,4 milioni messi per tagliare le accise, dunque, è già stato assorbito dai rincari.

Proprio questa corsa dei prezzi complica l'idea di abbandonare lo sconto. Senza il quale dall'8 aprile il gasolio volerebbe sopra i 2,3 euro al litro, superando di 15-20 centesimi il massimo storico raggiunto a metà del

marzo 2022: quando il Governo Draghi avviò la macchina dei tagli alle accise che, di proroga in proroga, arrivò fino a dicembre con un costo complessivo di oltre 7 miliardi di euro.

Per ora, sul tavolo finiranno 5-600 milioni, con un meccanismo di coperture che a Via XX Settembre stanno definendo in queste ore; in un ventaglio di opzioni che provano a contemplare anche i diversi livelli raggiunti da benzina e gasolio.

Non è solo l'agenda a intrecciare il dossier con quello dei cosiddetti esodati di Transizione 5.0, che ha acceso lo scontro fra Governo e imprese (e alimentato più di una tensione anche dentro l'Esecutivo). Questa mattina è atteso il tavolo convocato dal Mimit «d'intesa con Mef e Affari Europei/Pnrr», come recitano i comunicati del ministero guidato da Adolfo Urso. E lì potrebbero spuntare 2-300



milioni aggiuntivi, che sarebbero ricavati da fondi dello stesso ministero per provare a spegnere l'incendio divampato venerdì scorso.

La strada non è scontata; perché per percorrerla fino in fondo bisogna rimodulare i fondi evitando di modificare i saldi di finanza pubblica e di incappare nel rischio di aiuti di Stato. Tutto dipende da Via Veneto, in uno scenario complessivo che continua a presentare gli stessi connotati alla base del decreto fiscale di venerdì scorso: che al ripescaggio delle domande di Transizione 5.0 ha dedicato 537 milioni lasciando un cuscinetto ad altre possibili misure per tamponare l'impatto della crisi energetica scatenata dalla guerra.

IL RISPONDERE

L'andamento

Il prezzo medio settimanale di benzina e gasolio a confronto con la rilevazione del 2 marzo. Valori e var. in euro



Fonte: elab. del Sole 24 Ore su dati ministero dell'Ambiente e della sicurezza energetica