

Di Ciommo (Luiss) «È miope non capire il valore delle fusioni»

Il prorettore: necessarie per competere con Asia e Usa

di Achille Perego

MILANO

Il governo di Berlino alza ancora di più le barriere contro l'avanzata di UniCredit nella tedesca Commerzbank: come finirà questa partita?

«Resto fiducioso che con il notevole impegno messo in campo dal gruppo guidato da Andrea Orcel e osservando il valore del progetto di integrazione, alla fine UniCredit possa vincere la partita - risponde Francesco Di Ciommo, prorettore e ordinario di Diritto civile, Economia e Mercati bancari e finanziari alla Luiss -. Del resto si tratta di un'operazione di mercato e per fermarla servirebbe uno sforzo singolare del governo tedesco che non mi sembra, sentendo il ministro dell'Economia e quello delle Finanze, neppure totalmente coeso. Penso inoltre che non sia neppure il momento di fare questo sforzo perché si tratterebbe di una brutta pagina per un'Europa che vuole essere più unita e più forte».

Assistere ancora oggi a difese nazionali appare un po' fuori tempo massimo?

«Così come le operazioni annunciate in Italia, vedi l'Opas di Intesa Sanpaolo su Mps e il prospettato matrimonio con l'istituto senese di Bpm, anche

l'operazione Commerzbank è figlia di un caso virtuoso di intervento regolatorio. Mi riferisco alle norme introdotte alla fine degli anni Dieci da Bruxelles per favorire le aggregazioni e rendere le banche europee più robuste e capaci di competere con i giganti americani ed asiatici. **Peccato che non tutti i Paesi sembrano rispettare questo nuovo assetto regolatorio?** «Anche per quanto riguarda la finanza l'Europa sembra muoversi a due velocità. Per alcuni Paesi le norme si applicano in modo rigoroso e per altri invece in modo più lento e generoso. Per alcuni vale il libero mercato e l'abbattimento delle frontiere, per altri no. È il caso, e non solo ora, dell'idea di mercato germano-centrico che hanno a Berlino così come è successo anche in Francia. Si stesse comportando così il governo italiano si sarebbe detto: ecco, i soliti italiani. Invece siamo proprio noi che prendiamo le regole sul serio».

Contro UniCredit ci sono il board e soprattutto i sindacati di Commerzbank.

«In questi casi è normale che esistano problemi di governance e di ruoli da difendere mentre è

maggiormente legittima la posizione dei sindacati preoccupati che un'eventuale acquisizione possa avere ripercussioni negative sui lavoratori. E' compito quindi di UniCredit dialogare con i sindacati per gestire la situazione e ridurre le preoccupazioni».

Che UniCredit sarebbe quello vittorioso su Commerzbank?

«Una grande banca che scalerebbe ulteriori posizioni in Europa, dove oggi è decima. Intesa Sanpaolo e UniCredit del resto già valgono oggi più delle maggiori banche francesi. Quella di Commerzbank è un'operazione tutta industriale che produrrà sinergie ed efficientamento: è molto miope non comprenderne il valore».

Non c'è il rischio che, stoppato su Bpm, UniCredit sia troppo sbilanciato sull'estero?

«Non bisogna parlare di un campione italiano ma europeo. Avere grandi banche è un vantaggio per il sistema Paese e un modo anche per invertire la rotta sui risparmi di italiani ed europei che finiscono invece nella raccolta dei giganti finanziari americani. Detto questo, tornando all'Italia, non credo che la partita Bpm possa definirsi completamente chiusa. Vediamo come va a finire il risiko».

© RIPRODUZIONE RISERVATA



Francesco Di Ciommo, prorettore e professore ordinario di Diritto civile alla Luiss



“Restiamo in Commerz” l'ultimo no di Berlino ma Unicredit sale al 55%

di **ANDREA GRECO**
MILANO
e dalla nostra corrispondente
TONIA MASTROBUONI BERLINO

L'ennesimo “nein” a Unicredit arriva dal governo Merz, che detiene ancora il 12% di Commerzbank.

Un comunicato dell'Agenzia federale delle finanze ha sottolineato ieri che l'offerta pubblica «non è economicamente accettabile» perché proporzionerebbe un premio troppo basso. Una comunicazione, accompagnata dal solito mantra di un «approccio aggressivo» di Unicredit e del «ruolo vitale» di Commerz nel finanziare le pmi, che arriva - non a caso - a poche ore dalla scadenza della prima fase dell'Ops: e si risolve in un chiaro suggerimento agli altri investitori a non vendere.

A Francoforte, intanto, sono convinti che la partita che non sia finita, né che la conquista possa essere data per scontata. Però si percepisce la frustrazione crescente dei banchieri sotto scacco verso un governo che, malgrado i numerosi richiami e rimbrotti contro Unicredit, non ha mosso un dito. L'auspicio è che se e quando si tratterà di negoziare sul 12% ancora in mano a Berlino, Merz sia in grado di ritagliarsi un margine per chiedere qualcosa in cambio. Ieri il comunicato delle Finanze faceva riferimento a Commerz come realtà cruciale per il «centro finanziario di Francoforte»: chissà che la questione del quartier generale non torni in ballo, un domani.

Intanto in Borsa l'azione italiana ha surclassato la rivale tedesca: Unicredit +4,17% a 77,68 euro, +0,09% Commerz a 36,3 euro, con l'indice Stoxx banche su dell'1,64%. L'andamento differenziato porta il cambio dell'Ops italiana a premio del 3,6% sulla quotazione di Commerz. Gli operatori spiegano i due grafici con il fatto che l'ad Andrea Orcel si è assicurato il controllo dell'assemblea rivale, e senza il bisogno di rilanciare sul prezzo. Ciò ha diversi effetti, tutti inclini a spinge-

re l'azione italiana a scapito di quella tedesca. Intanto con lo 0,5% racimolato ieri le adesioni all'Ops salgono al 12,41%, e la partecipazione di Unicredit va al 39,18%.

Poi ci sono i derivati già sottoscritti, che possono portare gli italiani al 55,6% virtuale. Dato che ci sono altre due settimane per aderire all'Ops, a luglio Unicredit potrà “scegliere” la quota che vuole detenere, e regolare - o riscadenziare - i derivati di conseguenza. Comunque garantendosi il controllo, per tenere sotto scacco i manager guidati da Bettina Orlopp, che in futuro Unicredit potrà sostituire a piacimento, imponendo «un nuovo assetto che consentirebbe una strategia volta alla creazione di valore di lungo periodo - ha scritto la banca lunedì -, rafforzando Commerz specie nel mercato domestico tedesco, e posizionandola in modo competitivo per il futuro».

Per Orcel sarebbe una “pausa strategica” sul fronte tedesco, per accendere un fuoco lento sotto i manager e sgonfiare le speculazioni su Commerz in Borsa. Ma soprattutto, il tempo e i miliardi risparmiati consentirebbero a Orcel di ricollocarsi sul risiko italiano, dove Unicredit è in difficoltà per l'offerta da 31 miliardi su Mps lanciata dalla rivale Intesa Sanpaolo. Le opzioni reali rimaste a Unicredit sono poche: o riaprire il dossier Banco Bpm, naufragato un anno fa per il veto del governo, o fare rotta verso Trieste, cercando una fusione amichevole con Generali, che metta al riparo il Leone e il suo ad Philippe Donnet dalle mire di Intesa Sanpaolo.

© 2016 Repubblica Italiana





1 Friedrich Merz, cancelliere della Germania da maggio 2025



2 Andrea Orcel, ceo del gruppo Unicredit dall'aprile 2021



Sotto, il grattacielo sede di Commerzbank

Mps, la Camera frena i pm sulle chat dei parlamentari



L'INIZIATIVA

di GIUSEPPE COLOMBO

ROMA

Quali sono le «specifiche ragioni» che rendono «indispensabile» il superamento dell'immunità parlamentare, considerando che i deputati in questione non sono indagati? A chiederlo alla procura di Milano è la Giunta per le autorizzazioni della Camera. Con una lettera firmata dal presidente Devis Dori (Avs), l'organismo di Montecitorio si appresta a rispondere così ai pm che il 29 aprile, nell'ambito dell'inchiesta sul presunto concerto per la scalata di Mps a Mediobanca, avevano chiesto di «accedere e prendere visione» delle chat tra l'ex direttore generale del Mef Marcello Sala e cinque deputati (il ministro dell'Economia Giancarlo Giorgetti, il suo vice Maurizio Leo e i leghisti Federico Freni, Edoardo Rixi e Giulio Centemero).

La procura aveva chiesto una pre-autorizzazione a visionare la corrispondenza rintracciata sul cellulare di Sala, che è stato sequestrato. Ma la Giunta frena. Vuole chiarimenti. Insinua dubbi sulla legittimità dell'azione dei pm. Pur sottolineando che l'intento è quello di «una leale collaborazione istituzionale», la missiva chiede innanzitutto di acquisire «più puntuali elementi» sulle ragioni «che renderebbero necessaria la richiesta di autorizzazione» a leggere le chat. Poi si passa alla «specifiche ragioni» che «renderebbero indispensabile il sacrificio della garanzia costituzionale dell'inviolabilità della corrispondenza dei parlamentari». Infine, appellandosi a una sentenza della Corte costituzionale, si fa presente ai pm che prima di inoltrare la richiesta di autorizzazione alla lettura delle chat è «consentita solo una limitata attività di mera constatazione della riconducibilità a un parlamentare di un'utenza telefonica». Vietato leggere le chat.

CONFERMAZIONE EDITORIALE

AL VERTICE

Devis Dori

Presidente della giunta per le autorizzazioni a procedere della Camera





IL CASO

Data Stampa 6640-Data Stampa 6640

di GIOVANNI PONS MILANO Data Stampa 6640-Data Stampa 6640

Bpm rimane nell'angolo Castagna cerca alleati

Dopo oltre cinque ore di cda, il Banco rinvia ogni decisione sulla possibile risposta all'offerta di Intesa Sanpaolo per l'istituto senese

Oltre cinque ore di consiglio di amministrazione ma nessuna decisione concreta. Il Banco Bpm vorrebbe uscire dall'angolo in cui è finito dopo l'offerta di Intesa Sanpaolo su Mps ma non si vedono le alternative. L'ad Giuseppe Castagna l'altro giorno ha usato parole di fuoco: «Siamo impegnati in un'altra grande operazione, nella quale, dall'altra parte, vediamo un colosso che è 7-8 volte più grande di noi», aveva detto, determinato a «non arrendersi» e a «dare il meglio» e lasciando intendere che la fine del secondo tempo del risio bancario in Italia deve ancora essere fischiata.

L'unica cosa certa è che c'è ancora tempo a disposizione, visto che l'offerta di Intesa non partirà prima di settembre-ottobre. E allora per il momento il cda del Banco Bpm si aggiornerà nell'attesa di segnali che provengano da Siena, dove il board guidato da Luigi Lovaglio si riunirà lunedì 22. Ma all'ordine del giorno c'è la scissione per favorire la fusione con Mediobanca, al momento nient'altro.

Le difficoltà si misurano anche dalle dimensioni delle operazioni in campo. Il Banco Bpm capitalizza in Borsa 22,7 miliardi e dovrebbe convincere i suoi soci e quelli di Mps

con una contro offerta che superi i 32 miliardi che al momento vale l'Ops lanciata da Carlo Messina. L'ipotetica fusione alla pari produrrebbe 1,1 miliardi di sinergie, quella di Intesa con Mps 2,9 miliardi. Appare dunque evidente che Castagna e Lovaglio da soli non sono in grado di contrastare una tale potenza di fuoco. E dunque, se non vogliono arrendersi, devono cercare altri alleati. Quelli potenzialmente più appetibili sono Unicredit e Crédit Agricole, il primo per aver tentato senza successo l'Ops su Banco Bpm nel 2025, il secondo per essere azionista di riferimento importante (al 23% che può arrivare al 30%) della banca guidata da Castagna. Ma Andrea Orcel è al momento impegnato in una complessa operazione in Germania che lo impegnerà per almeno altri due anni. Ingaggiare, nel frattempo, una guerra all'ultima offerta con la rivale Intesa appare molto dispendioso. Tanto più che sia Mps che Mediobanca sono state offerte a Unicredit in passato e a prezzi molto più convenienti, guadagnandosi il netto rifiuto di Orcel.

Dal canto suo la Banque Verte ha proseguito nella sua strategia di crescita progressiva nel capitale di Banco Bpm e nei prossimi mesi potrebbe coronare il sogno. Quando sul mercato italiano ci saranno due grandi banche che capitalizzeranno circa 130 miliardi (Intesa e Unicredit), una Banca Monte dei Paschi (Bper più filiali Mps) da 50 miliardi, anche per il governo sarà più facile dire di sì ai francesi per il controllo del quarto gruppo italiano.

GIORGIO NERI / AGF



Giuseppe Castagna, ceo di Banco Bpm.



Determinante la bussola dell'Europa



No a indagini tributarie come ricerca generica di dati. Le informazioni dalle banche sono dati personali

Il quadro internazionale

La Corte dei diritti dell'uomo è più volte intervenuta a frenare ingerenze indebite

Valerio Vallefucio

Le ordinanze della Cassazione 19956 e 19960 del 2026 portano gli accertamenti bancari oltre la tecnica. Il Fisco può accedere ai dati finanziari, ma quel potere deve misurarsi con legalità, proporzionalità e controllo effettivo come indicato dalla Cedu.

Il primo parametro è l'articolo 8 della Convenzione europea dei diritti dell'uomo. La Corte Edu nel caso Samoylova/Russia riconduce alla vita privata reddito imponibile, redditi da capitale e patrimonio netto. Nel caso L.B./Ungheria considera dati personali anche nome e domicilio del contribuente trattati dall'autorità fiscale. In Brito Ferrinho Bexiga Villa-Nova/Portogallo e in Sommer/Germania applica l'articolo 8 ai dati bancari dell'avvocato.

Il punto di svolta è il caso Ferrieri e Bonassisa, dell'8 gennaio 2026, definitiva dopo il rigetto della richiesta italiana di rinvio alla Grande Camera. Strasburgo ha ravvisato la violazione dell'articolo 8 perché l'accesso ai dati bancari, fondato sugli articoli 32 del Dpr 600/1973 e 51 del Dpr 633/1972, non era sorretto da una legge di qualità sufficiente né da rimedi effettivi. L'autorizzazione era trattata come atto preparatorio, non impugnabile autonomamente, privo di motivazione necessaria e incapace di consentire un riesame reale.

Il filone è coerente con Italgomme/Italia, Agrisud/Italia ed Edilsud/Italia, sempre Corte Edu, sulle ispezioni fiscali: quando l'amministrazione incide su domicilio, locali professionali, corrispondenza o dati riservati servono limiti e controlli reali.

Il secondo parametro è la Carta dei diritti fondamentali dell'Ue: articoli 7

e 8 - vita privata e dati personali - articolo 47 sul ricorso effettivo e articolo 52 sulle condizioni per limitare i diritti. La giurisprudenza è della Corte di giustizia dell'Unione europea (Corte Ue). In Akassini, cause riunite C-317/08, C-318/08, C-319/08 e C-320/08, Promusicae, C-275/06, UPC Telekabel Wien, C-314/12, e Facebook Ireland e Schrems, C-311/18, la Corte Ue costruisce il giusto equilibrio tra diritti fondamentali e interessi contrapposti. Sempre la Corte Ue, in Sabou, C-276/12, WebMindLicenses, C-419/14, e X (Società intermedie stabilite in Paesi terzi), C-135/17, riconosce che la lotta alla frode e all'evasione fiscale è finalità di interesse generale dell'Unione. Ma non legittima poteri indeterminati. Il limite emerge in Hochst, cause riunite 46/87 e 227/88, UBS Europe, C-358/16, Berlioz Investment Fund, C-682/15, ed État luxembourgeois, cause riunite C-245/19 e C-246/19: potere legale, oggetto dellimitato, prevedibile pertinenza delle informazioni richieste e sindacato effettivo. L'indagine fiscale non può diventare una ricerca generica di dati.

Da qui l'interpretazione evolutiva della Cassazione. L'autorizzazione alle indagini bancarie deve preesistere ed essere conoscibile nel contenuto: data, presupposti, perimetro soggettivo e oggettivo e riferibilità alla specifica attività istruttoria.

Nell'ordinanza 19956 il problema è il mancato rinvenimento in atti delle autorizzazioni della Direzione regionale. Nella 19960 il passaggio è più netto: anche se l'autorizzazione esiste ed è preventiva, la mancata allegazione o trasfusione del suo contenuto essenziale nell'avviso impedisce al contribuente di verificarla e al giudice di controllare l'ingerenza.

L'effetto non è la caducazione automatica di ogni accertamento. La documentazione bancaria è inutilizzabile nella misura in cui sia acquisita senza titolo preventivo, conoscibile e controllabile; l'avviso cade, in tutto o in parte, se la pretesa si fonda su quei dati. Il dialogo tra Corte Edu, Corte Ue e Cassazione produce così una regola di metodo: il Fisco può controllare, ma non usare prove raccolte comprimendo diritti senza garanzie effettive.

© RIPRODUZIONE RISERVATA



BERLINO CONTRARIA ALL'OPERAZIONE

UniCredit sale al 42,5% di Commerz

Isabella Bufacchi — a pag. 25

UniCredit al 42,5% di Commerz nonostante il no di Berlino

L'offerta

Le adesioni all'Ops della banca italiana hanno raggiunto ieri il 12,40%

Il governo azionista al 12,72% non ha aderito perché ritiene la proposta aggressiva

Isabella Bufacchi

UniCredit si avvicina inesorabilmente al controllo di Commerzbank: la sua partecipazione diretta nella seconda banca tedesca ha raggiunto ieri un totale aggregato pari al 42,50% circa del capitale in azioni con diritto di voto. Questa quota è lievitata andando contro una certa Germania, non tutta. UniCredit sta arrivando al controllo senza il supporto del management della seconda banca privata tedesca, che si sta opponendo all'acquisizione o aggregazione con tutte le forze. Senza l'appoggio dei rappresentanti sindacali dei dipendenti della banca, che hanno fatto addirittura un esposto in procura pur di fermare le mire della banca italiana. Senza l'approvazione del governo federale e del governo dell'Assia. E da ieri senza l'ok del Fondo di stabilizzazione dei mercati finanziari Finanzmarktstabilisierungsfond che possiede una quota del 12,72% in Commerz e che avrebbe potuto aderire all'Offerta pubblica di scambio come un qualsiasi azionista che crede nelle fusioni trasfronterali bancarie europee.

Le adesioni all'Ops volontaria alle 14 ieri sono comunque salite al 12,41% del capitale dall'11,91% del giorno precedente. A queste va aggiunta la quota che UniCredit possedeva prima dell'Offerta, pari al 26,77%, e i derivati con regolamento in azioni con diritto di voto che am-

montano al 3,22 per cento. La partecipazione al 42,50% potrebbe salire leggermente, al 44,25%, nel caso in cui Commerz decidesse di annullare la quota di azioni possedute tramite buy-back: ma questa decisione, che favorirebbe UniCredit, non è prevedibile venga presa. E per ora non è stata presa.

Questo 42,50% potrebbe tuttavia non bastare per conquistare la maggioranza semplice alla prossima assemblea degli azionisti nel 2027. Sebbene all'ultima AGM ha partecipato solo il 41% del capitale (UniCredit escluso), e sebbene si sia registrato un trend in diminuzione, la partecipazione media delle ultime assemblee di Commerz ha oscillato tra il 47% e il 49%. Per arrivare alla quota di azioni con diritto di voto sufficiente per esercitare il controllo sulla nomina dei membri del Consiglio di sorveglianza (al netto dei rappresentanti dei dipendenti) e del management board, UniCredit ha una serie di opzioni: acquistare i titoli sul mercato; trovare il supporto assembleare adeguato portando dalla sua parte uno o più investitori istituzionali; utilizzare i total return swap per cassa che vengono conteggiati ipoteticamente con una quota del 13,2% del capitale di Commerz (uno scambio tra azioni senza diritto di voto in azioni con diritto di voto). Un calcolo ipotetico in circolazione somma questi derivati al 42,50% arrivando a una partecipazione di UniCredit in Commerz oltre il 55%: un obiettivo tuttavia che la banca italiana in questo momento non sta perseguendo, anche per l'impatto che questo avrebbe con l'assorbimento di capitale CET1.

La partecipazione di UniCredit nella seconda banca tedesca è dunque certo da ieri che non salirà, alle condizioni attuali, tramite la quota detenuta dal governo federale tedesco che è di poco inferiore al 13%. In un comunicato diramato ieri dal-

l'Agenzia federale del debito pubblico (Finanzagentur), il Fondo di stabilizzazione del mercato ha deciso di respingere pubblicamente l'Ops e la proposta di trasformazione di UniCredit per il suo approccio "aggressivo". Una valutazione tecnica abbinata a una valutazione strategica dunque politica.

Il comitato direttivo Interministeriale del Fondo di stabilizzazione dei mercati finanziari (FMS) ha così motivato il rigetto dell'offerta di UniCredit di scambio di azioni di Commerzbank: «L'accettazione dell'offerta non era già un'opzione praticabile dal punto di vista finanziario, in quanto non prevede un adeguato premio rispetto all'attuale prezzo delle azioni di Commerzbank». Inoltre, il comitato direttivo «sostiene la strategia di indipendenza di Commerzbank e respinge l'approccio aggressivo di UniCredit». Le motivazioni strategiche in particolare richiamano quelle già esposte più volte dal management della seconda banca privata tedesca e da esponenti del governo federale: «Commerzbank svolge un ruolo importante nel finanziamento dell'economia tedesca e del settore delle medie imprese, il cosiddetto Mittelstand. In qualità di importante datore di lavoro, la banca è fondamentale anche per il centro finanziario di Francoforte. Entrambi questi aspetti devono continuare ad essere garantiti in futuro».

Venerdì si conoscerà il dato definitivo dell'Ops alla chiusura che è scattata a mezzanotte del 16 giugno. Successivamente dovrebbero scattare due settimane ulteriori di possibili adesioni (dal 20 giugno al 3 luglio), con un allungamento dell'Offerta come previsto dalla normativa tedesca.

© RIPRODUZIONE RISERVATA



L'offerta è ora chiusa ma verrà riaperta per altre due settimane tra il 20 e il 3 luglio

Per salire ancora Unicredit può acquistare azioni sul mercato o fare ricorso ai total return swap per cassa che valgono il 13,2% dell'istituto tedesco

ALDO FALLAI



La partita.

Dai lavoratori, al management al governo, Unicredit ha contro un bel pezzo di Germania

Partita Mps
Dal Banco Bpm palla a Siena
Sul tavolo il nodo del premio —p.26

Mps, da Banco Bpm palla a Siena Sul tavolo il nodo chiave del premio



Da capire come si muoverà Crédit Agricole, primo socio del Banco e sostenitore delle nozze con il Monte



GIUSEPPE CASTAGNA
Amministratore delegato di Banco Bpm



MASSIMO TONONI
Presidente del consiglio di amministrazione di Banco Bpm

Risiko bancario

Per Piazza Meda spetta a Mps decidere se aprire un confronto sui concambi

Il ceo Lovaglio stretto tra la passivity rule e un board "balcanizzato"

Luca Davi

Banco Bpm non rinuncia a Mps. Ma dopo l'irruzione di Intesa Sanpaolo, che domenica 7 giugno ha lanciato un'Opas da 30,6 miliardi, con oltre 3 miliardi di premio cash, è ovvio che la strada per arrivare a Siena si sia fatta tutta in salita, per la banca di piazza Meda. Che ora, infatti, guarda a Montepaschi per capire se ci sia spazio per costruire un'alleanza alternativa. È in questo quadro che si è riunito ieri il consiglio di amministrazione di Banco Bpm, concluso dopo oltre cinque ore. Formalmente si trattava di un cda "ordinario", già in agenda da tempo. Nella sostanza, però, il board dell'ex popolare è diventato il primo vero momento di confronto interno dopo lo scossone provocato dalla mossa su Rocca Salimbeni, con la proposta di un matrimonio "alla pari".

Ai consiglieri, secondo quanto risulta, il banchiere napoletano ha fornito un'informativa sul quadro e sulle possibili contromosse. Bocche cucite al termine della riunione, anche perché la linea resta quella della massima prudenza. Ma la posizione che filtra da Piazza Meda è che spetti ora a Rocca Salimbeni valutare le due alternative sul tavolo, e decidere se aprire o meno un confronto sui concambi.

Dal fronte opposto, il ceo di Mps Luigi Lovaglio - che pure sembra desideroso di giocare la partita fino in fondo - si trova in una posizione a dir poco delicata, stretto tra la passivity rule, che impone il passaggio dall'assemblea straordinaria per ogni eventuale decisione, e un board "balcanizzato" che non lascia intravedere percorsi semplici. Si vedrà ora quale sarà la risposta del board senese, la cui convocazione è prevista per lunedì.

Resta evidente che, allo stato attuale, per Piazza Meda il sentiero appaia a dir poco stretto. L'offerta di Intesa, per stazza e risorse messe in campo, supera sensibilmente il perimetro della proposta avanzata da Banco Bpm, che punta invece a una combinazione alla pari con Rocca Salimbeni. Del resto la formula proposta, almeno guardando ai valori di Borsa, tanto "alla pari" non è: Mps capitalizza circa 33 miliardi, Banco Bpm circa 23. Su un valore aggregato dei due gruppi, pari a 56 miliardi, un concambio di mercato consegnerebbe ai soci senesi poco meno del 59% del nuovo gruppo e agli azionisti di Piazza Meda circa il 41%. Un disequilibrio che potrebbe essere compensato da correttivi sul concambio - con relativa diluizione per i soci Bpm - o da una componente cash.

È qui che restano da capire le eventuali contromisure per reggere il confronto con Intesa. A partire da Crédit Agricole, primo azionista di Banco Bpm, che ha sostenuto sin dal primo minuto la proposta di aggregazione con Siena - tanto che i suoi consiglieri nel board di Piazza Meda hanno votato a favore della proposta - e che oggi deve decidere il da farsi. Per rendere più appetibile il dossier,

la banca transalpina potrebbe mettere sul tavolo una componente in denaro? Oppure, in alternativa, i francesi potrebbero rispolverare un vecchio progetto rimasto nel cassetto e ragionare sull'aggregazione tra le proprie attività italiane e Banco Bpm, consolidando così la posizione di primo azionista e blindando il presidio nel nostro Paese? L'idea si potrebbe fare strada a Parigi, anche perché all'orizzonte c'è da sostenere la competizione del nascente secondo polo bancario targato Unipol, con Bper nel ruolo di pivot a cui andrebbero i 635 sportelli Mps ceduti da Intesa, insieme allo storico marchio. Resterebbero tuttavia da superare eventuali resistenze politiche, e il tema è tutt'altro che scontato.

Castagna, da parte sua, è intenzionato a dare battaglia. Nei giorni scorsi il banchiere ha rivendicato lo spirito combattivo del gruppo. «Ancora combattito, dopo aver resistito l'anno scorso a un attacco da parte di una grande banca italiana (UniCredit, ndr), che abbiamo vinto con molto orgoglio», ha detto, aggiungendo che serve «non arrendersi, continuare a dare il meglio, cercare di fare il possibile. Noi cercheremo di fare il nostro».

Sullo sfondo resta del resto il vero invitato di pietra, ovvero UniCredit. Proprio ieri sera la banca ha completando l'iter dell'Ops su Commerzbank, anche se il periodo straordinario di adesione si chiuderà tra due settimane. Superata con certezza l'asticella del 30%, si tratta di capire se il punto di atterraggio, come appare ormai scontato, sarà quello del 50% più un'azione. E a quel punto si potranno fare i conti dei veri



impatti sul patrimonio, anche se il settlement dell'operazione avverrà solo nel 2027. Ecco perché non è escluso che UniCredit possa sfruttare questo periodo per muoversi in Italia. Magari tornando proprio al vecchio obiettivo di Banco Bpm.

© RIPRODUZIONE RISERVATA



I pesi.

Mps capitalizza circa 33 miliardi, Banco Bpm circa 23

Da Eba nuove misure per semplificare le regole sui requisiti di capitale

La proposta

Al vaglio della Commissione
nell'ambito degli interventi
di rilancio della competitività

Isabella Bufacchi

Si alla semplificazione dei requisiti di capitale delle banche, a livello micro e macroprudenziale e nella risoluzione, preservando la resilienza del sistema bancario e l'efficacia degli strumenti della gestione dei dissesti e della vigilanza, per poter affrontare i rischi futuri. L'Eba, l'autorità bancaria europea, ha proposto ieri un'ampia gamma di misure per ridurre la complessità del quadro normativo sul capitale prudenziale, con un approccio "olistico" mirato ad eliminare la stratificazione delle regole, le duplicazioni e le sovrapposizioni tra micro e macro, a chiarire gli obiettivi su Pillar 1, Pillar 2 (requisiti e linee guida), buffer nazionali, Mrel (Minimum requirement of eligible liabilities) e Tlac (Total loss absorbing capacity): questi ultimi due requisiti patrimoniali, che hanno lo scopo di assorbire le perdite e facilitare la risoluzione senza utilizzare i soldi dei contribuenti, potrebbero convergere.

Gli interventi proposti dall'EBA, che finiranno sul tavolo della Commissione europea nell'ambito delle misure sul rilancio della competitività, intendono migliorare l'efficienza e la profondità del Mercato unico europeo. Il tutto però senza indebolire la resilienza del sistema bancario europeo costruita negli ultimi dieci anni e rispettando i criteri di proporzionalità. Le argomentazioni a favore di una deregolamentazione e un alleggerimento dei requisiti patrimoniali, per competere con il sistema bancario europeo, sono respinti dai regolatori europei. La maggiore competitività delle banche europee si raggiungerà con l'integrazione e l'armonizzazione del mercato finanziario europeo, unificando le leggi sull'insolvenza, sulla fiscalità, e non rendendo il sistema bancario europeo più rischioso.

Questo nuovo impegno dell'EBA a favore della semplificazione segue altri interventi recenti che vanno nella stessa direzione, dalla reportistica (che può essere ridotta in numero di richieste del 50%) agli stress test 2027. Il messaggio di fondo a Bruxelles resta inequivocabile: no alla riduzione dei requisiti, all'alleggerimento del capitale prudenziale, perché questo renderebbe le banche meno resilienti e più esposte ai rischi.

GIORNALISMO RISERVATO



Cartolarizzazioni Ue al palo: al via i negoziati per riformare le norme

Wilches (Pgim): le nuove regole sono una priorità per rimuovere i limiti che hanno reso il mercato meno attraente

Finanza strutturata

Afme: nel primo trimestre le emissioni sono diminuite del 3,1% a 59,6 miliardi euro

Maximilian Cellino

È un mercato ancora intrappolato quello delle cartolarizzazioni in Europa, condizionato da una sorta di stigma che deriva dall'ormai lontana Grande Crisi Finanziaria, dalla mole di oneri amministrativi e burocratici a carico degli emittenti e dalla persistente incertezza che aleggia attorno a un quadro regolamentare in via di definizione. I dati pubblicati da Afme, l'associazione che rappresenta a livello continentale gli operatori sui mercati finanziari, sono senza appello: il primo trimestre 2026 si è chiuso con emissioni complessive pari a 59,6 miliardi di euro, il 3,1% in meno rispetto allo stesso periodo dello scorso anno, ma il mercato continentale giace in un limbo almeno da un decennio.

In Europa i livelli delle cartolarizzazioni si mantengono infatti ben al di sotto dei picchi registrati attorno e subito dopo la crisi Lehman, vero e proprio spartiacque, a differenza di quanto avviene negli Stati Uniti che pure erano stati l'epicentro di quella bufera. E quando si analizzano le cause del ritardo accusato da uno strumento ritenuto da tutti essenziale anche per canalizzare un prezioso flusso di risorse verso l'economia reale il dito viene puntato sempre nella stessa direzione.

La cattiva fama, in gran parte ingiustificata, che si è costruita attorno tali strumenti appare in fondo poco più di una scusa. Al di sopra di tutto restano infatti costi e adempimen-

menti eccessivi che una burocrazia soffocante ha creato nel corso del tempo. «Il modello Esma richiede la compilazione di circa 400 colonne di dati: una spesa di circa 30 mila dollari ogni anno per ciascuna operazione effettuata soltanto per fornire informazioni che spesso gli investitori non consultano nemmeno» spiega a titolo di esempio Edwin Wilches, *Managing Director e co-head of securitised products* di Pgim, la divisione di asset management del gruppo Prudential.

La conseguenza immediata è che soltanto i grandi gestori sono in grado di assorbire simili costi, mentre per i piccoli emittenti il mercato rimane poco sostenibile, se non addirittura precluso. Comprensibile quindi che si guardi al fronte normativo, anche con una malcelata fiducia. «Il completamento della riforma è la priorità numero uno proprio per rimuovere l'eccessivo carico amministrativo che ha reso le cartolarizzazioni europee meno competitive e attraenti per emittenti e investitori» sottolinea Wilches, ricordando come al momento il mercato valga in termini di dimensioni appena il 17% di quello statunitense quando prima della crisi finanziaria 2007-2008 arrivava all'85 per cento.

Proprio oggi la Commissione europea avvierà i negoziati con il Consiglio e il Parlamento per raggiungere un accordo in merito alla proposta legislativa sulla cartolarizzazione adottata esattamente un anno fa. L'auspicio, in questo caso, è di concludere i lavori entro la fine del 2026, ma occorrerà poi almeno un altro anno perché le regole diventino pienamente efficaci. Tempi ancora lunghi quindi «anche perché», ammette Wilches, «è preferibile che il processo richieda qualche mese in più per garantire che i risultati siano significativi per emittenti e investitori, piuttosto che affrettare una riforma che non risolva i problemi strutturali di competitività del mercato europeo».

© RIPRODUZIONE RISERVATA



Data: RELAZIONE ANNUALE UIF

Data: 17/06/2026 10:40

Antiriciclaggio,
record
di segnalazioni
a quota 162mila
Ma il sistema
è a due velocità

Ivan Cimmarusti — a pag. 29

Antiriciclaggio, record di segnalazioni Ma il sistema resta a due velocità

Serata (direttore Uif): «In Italia, sotto il profilo dell'antiriciclaggio per i soggetti obbligati, siamo meglio di altri paesi»

Il bilancio

Nel 2025 registrate 162mila comunicazioni (+11%). Sulla qualità pesa l'incognita Ai

Dopo il regolamento MiCa alcuni operatori crypto escono dal radar della Uif

Ivan Cimmarusti

ROMA

L'antiriciclaggio italiano vede meglio, ma non vede tutto. Nel 2025 l'Unità di informazione finanziaria della Banca d'Italia ha rafforzato la capacità di selezionare e incrociare le segnalazioni di operazioni sospette, trasformandole in materiale utile per investigatori e magistrati. Le Sos dei soggetti obbligati — professionisti, intermediari finanziari e operatori non finanziari — sono salite a 162.059, l'11,5% in più rispetto alle 145.401 del 2024. Il valore delle operazioni sfiora i 100 miliardi. Migliorano tempestività, selezione e patrimonio informativo. Ma la catena resta irregolare: c'è chi segnala presto e bene, chi si affida troppo agli automatismi dell'intelligenza artificiale e chi arretra, come la Pubblica amministrazione.

È il quadro che emerge dalla relazione annuale della Uif, diretta da Enzo Serata e presentata ieri a Bankitalia. Serata ha illustrato un dossier che «valorizza il ruolo centrale della Unità nella produzione di analisi finanziaria

di elevata qualità». Il riscontro arriva dagli investigatori: nel biennio 2024-2025 la Guardia di finanza ha inviato circa 44.400 esiti positivi, oltre l'83% su segnalazioni già classificate ad alto rischio. Percentuali analoghe per Dia, al 92%, e Dna, all'86%. Nel 2025 quelle analisi hanno contribuito a sequestri per circa 41 milioni e a confisci per 17 milioni nelle misure di prevenzione antimafia.

Il punto debole è a monte. La Uif rileva nella relazione un utilizzo «acritico», da parte di alcuni soggetti obbligati, dei modelli automatici con cui sorvegliano le operazioni per individuare le anomalie, «tra cui quelli basati sull'AI». Il rischio è un «eccessivo affidamento sulle logiche implementate nelle procedure», con difficoltà a cogliere le anomalie non previste dal sistema. Gli effetti emergono poi nelle segnalazioni: dati su soggetti e operazioni che non collimano con i campi descrittivi, «espressioni lessicali standardizzate» che «non risultano coerenti con i fatti esposti». Tanto da spingere l'Unità a intervenire con lettere formali e convocazioni. L'automazione può aiutare, ma senza presidio umano indebolisce la qualità informativa.

La frattura riguarda anche i segnalanti. Notai e banche mostrano maggiore rapidità e una selezione più mirata. Commercialisti, società di revisione e studi associati tra avvocati registrano una tendenza più negativa. Nel comparti del gioco e dell'oro le ispezioni hanno fatto emergere una collaborazione debole, presidi e assetti carenti. Ancora più fragile è la Pubblica amministrazione. Dovrebbe essere uno dei sensori dell'antiriciclaggio, ma resta il punto scoperto. Nel 2023 aveva inviato 414 segnalazioni. Nel 2024 erano salite a 1.264. Nel 2025 sono scese a 521: meno

58,8% in un anno. Una caduta che pesa nel pieno delle erogazioni legate al Pnrr. Serata ha però ricordato: «In Italia, sotto il profilo dell'antiriciclaggio per i soggetti obbligati, siamo meglio di altri Paesi».

Un'ulteriore crepa passa dalle cryptoattività. Il regolamento europeo MiCa ha introdotto una cornice comune per tutta l'Ue e funziona con il passaporto: un operatore autorizzato in uno Stato membro può operare negli altri senza nuove autorizzazioni. Applicato ai Vasp, i prestatori di servizi in criptovalute, ha però prodotto un effetto critico per l'Italia. Secondo la Uif, importanti operatori, dopo essersi registrati in altri Paesi Ue, nel secondo semestre 2025 hanno smesso di trasmettere segnalazioni alla Uif italiana e di rispondere alle sue richieste. La conseguenza è che l'autorità italiana perde visibilità mentre i sospetti legati alle criptovalute tornano a crescere. Serata lo ha detto con chiarezza: «Le cryptoattività risultano sempre più utilizzate a fini di riciclaggio». E ha aggiunto che altri Vasp, in attuazione del MiCa, «appaiono orientati a localizzarsi in altre giurisdizioni europee». Per questo «ne dovrà essere vagliata l'operatività in Italia». Tra questi risulta esserci anche Binance, piattaforma di scambio fondata nel 2017.

Restano i profili di rischio. Le segnalazioni legate al sospetto riciclag-



glo di proventi fiscali pesano per il 20% del flusso: circa 32mila su 162.059. Un livello paragonabile alle frodi informatiche, pari a 31.600 segnalazioni. La criminalità organizzata conta circa 22mila segnalazioni per sospetti diretti, il 13,8%, e sale a 31mila includendo i collegamenti di contesto, cioè i casi in cui il legame mafioso emerge dagli indicatori della Uif. Sono categorie che si sovrappongono: una segnalazione può avere un profilo fiscale e insieme un collegamento mafioso. Qualità delle Sos, tempestività e presidio umano restano i punti su cui si misura la tenuta del sistema.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

L'andamento

Le segnalazioni ricevute. Valori assoluti e variazioni % rispetto all'anno precedente



Fonte: Relazione 2025 Uif



La relazione. Il direttore Serata: «Ruolo centrale della Uif nella analisi finanziaria»

ARTICOLO NON CEDIBILE AD ALTRI AD USO ESCLUSIVO DEL CLIENTE CHE LO RICEVE - DS0040 - S.26402 - L.1956 - T.1748

Data S Palio delle poltrone
Data S alla Banca d'Asti
NICCOLÒ ZANCAN - PAGINA 21

Asti, il palio delle poltrone

Rasero, il "sindaco banchiere". È primo cittadino e presidente di CrAsti
Incarichi intrecciati: ha il doppio ruolo nonostante i richiami di Bankitalia

Il numero uno della
Fondazione, che ha
indicato Rasero, arriva
nel cda di Ream

Nessuno risponde
alle polemiche
delle opposizioni
né ai giornalisti

LA STORIA

NICCOLÒ ZANCAN
INVIATO AD ASTI

È tutto nelle sue mani. In città lo chiamano «il sindaco banchiere», e non c'è proprio nulla da eccepire su questa definizione. Maurizio Rasero è l'unico primo cittadino d'Italia a ricoprire anche, contemporaneamente, il ruolo di presidente della principale banca del suo comune. Sindaco di Asti, presidente della banca di Asti. E ancora, a dirla tutta, fino a tre mesi fa è stato presidente della Provincia di Asti, ed è tuttora vicepresidente di Ream, la società che gestisce i fondi di investimento immobiliare per conto delle fondazioni anche sul territorio di Asti. Cariche su cariche. Un enorme potere concentrato nella disponibilità di una sola persona, che adesso deve rispondere non solo all'opposizione in consiglio comunale, ma anche a Banca d'Italia.

«Noi crediamo che una situazione del genere non possa continuare. È una stortura democratica. È un gigante-

sco e palese conflitto di interessi. Il sindaco nomina persone, che poi lo ricambiano con altre nomine a suo favore. È un circolo chiuso, è qualcosa di inaccettabile», dice Massimo Cerruti consigliere del Movimento 5 Stelle. È stato lui a sollevare pubblicamente la questione con una diffida in cui veniva contestata l'incompatibilità del primo cittadino. Ma il sindaco Rasero, per la seconda volta, ha lasciato l'aula del consiglio comunale prima del confronto pubblico con questa motivazione: «Vi lascio discutere liberamente». Così facendo, non ha risposto alle domande. Ha incassato il voto blindato della sua maggioranza, 19 voti contro 11, ed è tornato ad occuparsi delle tante faccende quotidiane che gli competono. È, al tempo stesso, sindaco di un Comune che potrebbe avere bisogno di un finanziamento, e presidente della banca che quel finanziamento potrebbe o non potrebbe concedergli. Ci sono affitti e progetti in ballo. Incroci istituzionali. Ma se Rasero volesse liquidare tutta la questione alla voce «beghe locali», adesso è successo qualcosa di nuovo. Banca d'Italia

lo ha convocato a Roma per spiegargli, in modi garbati, che sarebbe opportuno che rinunciassero a uno degli incarichi. Magari a quello di sindaco, visto che il mandato scadrà fra un anno.

Così tutti si aspettavano che succedesse qualcosa, ma non è successo. Nessuna notizia dal consiglio d'amministrazione della banca, e da nessun altro fronte. Interpellato, l'ufficio stampa di Banca d'Asti risponde: «Al momento il presidente, per rispetto delle istituzioni, ha scelto di non rilasciare dichiarazioni. È in silenzio stampa». Non parla. Il sindaco banchiere non risponde al telefono e nemmeno ai messaggi dei giornalisti, non risponde all'opposizione politica, non risponde più a nessuno. Ma, raccontano a Asti, starebbe meditando un passo indietro. Il primo, in questa direzione, è stato



quello di dimettersi, il 27 di aprile, da presidente della Provincia, unico incarico non remunerato. I maligni sostengono che, a quel punto, l'incastro fosse già perfezionato. E a vedere quello che è successo, sembra quasi un incastro geometrico.

In quanto sindaco di Asti, Rasero ha diritto alla nomina di tre membri del consiglio di indirizzo della Fondazione Cr Asti. In quanto presidente della Provincia, ne poteva nominare altri tre. «Trovato il settimo, ha avuto la maggioranza del consiglio e così ha potuto cooptare gli altri membri», spiega Massimo Cerruti. Scegliendo anche il presidente dell'ente di origine bancaria, l'imprenditore Livio Negro. Rasero, quindi, ha nominato le persone che, poi, a loro volta, lo hanno nominato presidente della banca. Così è andata. Tutto lecito. Formalmente inappuntabile.

Ma nella sostanza?

Anche in Ream si rivede lo stesso incastro, in senso inverso: qui è Rasero ad avallare la nomina di Negro. Gli stessi nomi, che si garantiscono gli stessi posti.

Maurizio Rasero, 53 anni, nasce politicamente con la Lega, ma si smarca e viene eletto in una lista civica sostenuta dal centrodestra a guida Fratelli d'Italia. Figlio di commercianti di tende, si muove da sempre al centro del potere politico cittadino e viene eletto per due volte di seguito a grande maggioranza. Tagliatore seriale di nastri inaugurali, va ovunque ci sia da andare. Molto presente.

Quando fu nominato sindaco per la prima volta, nel 2017 ricopriva già l'incarico di vicepresidente della banca di Asti. Allora, dopo tre mesi, ritenne opportuno dare le dimissioni da quel ruolo. Lo aveva annunciato

lui stesso con una conferenza stampa: «Ho sempre detto, già in campagna elettorale, che lo avrei fatto. E quindi la decisione è presa». Si era dimesso dalla banca proprio per escludere eventuali conflitti di interesse. Ma nel frattempo, a quanto pare, deve avere cambiato idea. Perché adesso si tiene il doppio incarico. È di nuovo «il sindaco banchiere».

Una cosa accomuna tutti i protagonisti di questo intreccio: la consegna del silenzio. Anche Negro non rilascia dichiarazioni. Il sindaco non fa eccezioni, neppure adesso che le voci sui dubbi avanzati da Banca d'Italia si fanno sempre più insistenti. Qualcuno parla di incontri nei prossimi giorni, che potrebbero essere risolutivi. Altri dicono che la decisione è imminente. Nuvoloni neri si addensano sul cielo di Asti. Se deve piovere, pioverà. —

GLI AZIONISTI



INFORMATICA/STAMPATO

80%

È la quota del patrimonio della fondazione nella banca



Il sindaco di Asti e presidente di Banca di Asti, Maurizio Rasero. Sotto, il presidente della Fondazione Cr Asti, Livio Negro



BTP ITALIA SÌ, LA RACCOLTA SALE A 5,3 MILIARDI

Capitale: Mef e risparmiatori alle pagine 4, 5 e 6

LO HANNO COMPRATO 166 MILA RISPARMIATORI, L'11% IN PIÙ DELL'EMISSIONE DI MAGGIO 2025

Btp Italia SÌ sale a 5,3 miliardi

Il ticket medio resta il più basso degli ultimi collocamenti speciali (32.177 euro), segnale di un'ampia partecipazione del retail puro. Gli analisti: titolo interessante se l'inflazione media supererà l'1,5%

DI MARCO CAPPONI

Arriva sopra i 5,3 miliardi di euro la raccolta dei primi due giorni di Btp Italia SÌ, il titolo di Stato a cinque anni destinato esclusivamente al pubblico degli investitori retail e indicizzato all'inflazione nazionale Foi, che prevede un tasso cedolare fisso dell'1,6% annuo (potrà essere rivisto solo al rialzo alla fine del collocamento) e un premio fedeltà dello 0,6% per chi lo comprerà in emissione e lo terrà fino alla scadenza.

Due le indicazioni principali che arrivano da questi primi giorni. La prima riguarda la quota di investitori individuali che hanno acquistato il Btp Italia SÌ: oltre 166 mila italiani, in crescita dell'11% rispetto all'emissione indicizzata del maggio 2025. La seconda indicazione è invece relativa al taglio minimo: 32.177 euro, ancora il più basso delle ultime cinque emissioni speciali del Mef. Segnale del fatto che la platea di investitori è composta in gran parte dal retail puro a cui questo bond sovrano è prettamente rivolto.

Per ora il collocamento procede in linea con quello dello scorso maggio: in quell'occasione, con un giorno in meno e gli investitori istituzionali inclusi, il Btp Italia aveva raccolto alla fine dell'emissione un totale di 8,8 miliardi.

L'incognita adesso è capire quale può essere il ruolo di un titolo indicizzato in portafoglio nel momento in cui l'accordo di pace tra Usa e Iran sta facendo sgonfiare i prezzi del petrolio (ieri il Brent perdeva ancora il 5%) e quindi il rischio di un'impennata dei prezzi. «Osservando l'andamento dei rendimenti dei titoli di Stato e l'andamento del petrolio possiamo dedurre graficamente che c'è una correlazione, e l'elemento in comune è ovviamente l'inflazione», spiega David Pascucci, analista

di mercato del broker Xtb. «Negli ultimi sei mesi, quindi da inizio anno, la correlazione tra rendimenti dei titoli di Stato e Petrolio Wti è compresa tra 0,7 e 0,8 in una scala dove il massimo è 1. Questo significa che a un rialzo o ribasso del prezzo del greggio c'è una probabilità compresa tra il 70% e l'80% di vedere un rialzo o ribasso dei rendimenti dei titoli di Stato».

Il Btp Italia SÌ potrebbe però risultare interessante anche in caso di carovita in calo. «Per quanto riguarda l'obbligazione in offerta il suo tasso di pareggio dell'inflazione (livello medio di inflazione futura che rende indifferente investire in un titolo a tasso fisso oppure in un titolo indicizzato di pari durata, ndr) dell'1,5% è relativamente basso, considerando che la media dell'inflazione italiana negli ultimi dieci anni si è attestata al 2%», spiega Francesco Maria Di Bella, fixed income strategist di Unicredit. «Se nei prossimi cinque anni dovesse verificarsi un nuovo shock inflazionistico, l'inflazione media sarebbe con ogni probabilità superiore all'1,5%», aggiunge l'esperto, per poi ricordare che «le pressioni inflazionistiche sono destinate ad aumentare nei prossimi mesi a causa dei prezzi dell'energia che rimangono elevati. Sebbene sia improbabile che l'inflazione torni ai picchi registrati nel 2022, i rischi inflazionistici appaiono oggi maggiori rispetto al passato, riflettendo l'evoluzione dell'assetto geopolitico globale, gli sviluppi tecnologici e la transizione ecologica». riproduzione riservata)



Piazza Affari, record storico

Mercati

L'intesa Usa-Iran mantiene i listini Ue e asiatici in rialzo mentre Wall Street frena

L'accordo fra Stati Uniti e Iran continua ad alimentare la propensione al rischio degli investitori. In Europa è stata Piazza Affari a primeggiare, con il Ftse Mib a raggiungere un nuovo primato a 52.432 punti (+1,15%), animato soprattutto dalla rincorsa delle banche. Il petrolio scende intanto sotto la soglia psicologica degli 80 dollari.

Bellomo, Cellino e Lops — a pag. 5

Borse col fiato corto: Milano vola al record ma Wall Street frena

Mercati/1. L'intesa Usa-Iran mantiene i listini europei e asiatici in rialzo ma l'entusiasmo si spegne nella serata Usa. Tokyo alza i tassi all'1%



Il sondaggio di BofA mostra gestori ancora ottimisti e rialzisti, ma un po' meno rispetto a un mese fa

Maximilian Cellino

Hanno ancora voglia di festeggiare le Borse, almeno in Europa e Asia, mentre Wall Street si concede un giorno di riflessione in attesa dell'appuntamento clou di stasera con la Federal Reserve. L'accordo fra Stati Uniti e Iran, nonostante i comprensibili scetticismi legati alla posizione di Israele, continua infatti ad alimentare la propensione al rischio degli investitori, che non è per la verità venuta mai del tutto meno anche nelle fasi più complesse del conflitto del Golfo.

Nel Vecchio Continente è stata Piazza Affari a primeggiare, con il Ftse Mib che ha raggiunto un nuovo primato a 52.432 punti (+1,15%) animato soprattutto dalla rincorsa delle banche. Dietro Milano hanno però conservato lo spunto positivo anche Parigi (+0,75%) e Madrid (+0,69%), mentre Francoforte (+0,08%) è rimasta al palo per il freno imposto dalle prese di beneficio su quei titoli tecnologici che hanno condizionato anche New York. In precedenza a Tokyo l'indice Nikkei aveva momentaneamente violato quota 70mila, prima comunque di chiudere in progresso dello 0,13% nel giorno in cui la Banca del Giappone ha

operato un nuovo aumento dei tassi per portarli a quell'1% che rappresenta il massimo dal 1995.

Ottimismo persistente

L'inchiesta fra i gestori dei fondi condotta a giugno su scala globale da BofA Securities mostra senza sorpresa come gli investitori siano «rialzisti», anche se meno ottimisti rispetto al mese precedente. L'indicatore più ampio dell'umore fra gli operatori — basato sui livelli di liquidità, sull'allocazione azionaria e sulle aspettative di crescita — è infatti sceso a 6,0 da 6,6 punti. Allo stesso tempo il livello di liquidità è salito al 4,1% degli asset in gestione rispetto al minimo assoluto del 3,9% di maggio, ma si mantiene su un livello storicamente basso.

Relativamente più cauti invece i gestori d'Europa, il 4% dei quali si attende secondo BofA una correzione dei listini continentali nei prossimi mesi. Il dato più pessimistico dal settembre 2024 contrasta tuttavia con le previsioni al 71% di un rialzo nel corso del prossimo anno grazie alla dinamica favorevole degli utili societari.

Occhi puntati su Washington

Tornando a ieri, l'ondata di acquisti si è allargata anche al reddito fisso e ha alimentato un'ulteriore discesa dei rendimenti dei titoli di Stato. Sulla scadenza decennale il Treasury Usa si è attestato al 4,42%, il Bund tedesco al

2,93% e i nostri BTp al 3,64% (spread a 71). Per tutti qualche centesimo in meno, dettato dalla convinzione che il concomitante calo del prezzo del petrolio (ancora -5% ieri per il Brent, ormai sotto gli 80 dollari al barile) possa condurre l'inflazione di nuovo verso tassi ragionevoli e rallentare la temuta stretta delle Banche centrali.

Il cerchio si chiude in questo caso proprio con la Fed e sull'attesa riunione di questa sera, la prima guidata da Kevin Warsh. Il neo presidente dovrà per il momento porre in un angolo i propositi di ridurre il costo del denaro Usa, ma non c'è dubbio che «la conferenza stampa rappresenterà la prima occasione per lasciare la propria impronta sulla comunicazione Fed», come fa notare l'economista di Pimco, Tiffany Wilding. Warsh ha anche espresso pubblicamente l'intenzione di ridurre il bilancio, «ma questa riunione arriva troppo presto per qualsiasi cambiamento di politica monetaria», ammette Wilding, che si aspetta



quindi «un atteggiamento cauto sull'argomento» e soltanto «una possibile sottolineatura che la banca centrale Usa riduca la propria presenza».

INTERVISTA DI FABIO TAMBURINI

LANE (BCE): POSSIBILI RIALZI

La Bce potrebbe aumentare nuovamente i tassi nonostante la «positiva» notizia di un possibile accordo definitivo tra Usa e Iran. Lo ha affermato il capo economista della Bce Philip Lane, intervenuto ieri a Reuters Next Europe. Lane ha osservato che i prezzi dell'energia sono diminuiti, ma restano superiori ai livelli precedenti alla guerra. «Se faremo di più o se resteremo sul nuovo livello dipenderà dai dati in arrivo». «Continueremo a essere proattivi nella politica monetaria, in linea con l'evoluzione dei rischi».



Borse sui massimi

Andamento dei principali listini ieri e da inizio anno. Dati in %

	PERFORMANCE DI IERI	PERFORMANCE DA INIZIO ANNO
MILANO FTSE MIB	+1,15	+16,66 ▲
Parigi CAC 40	+0,75	+3,42 ▲
Madrid IBEX 35	+0,69	+10,42 ▲
Londra FTSE 100	+0,61	+5,57 ▲
Tokyo NIKKEI	+0,13	+37,87 ▲
Francoforte DAX	+0,08	+1,73 ▲
New York* S&P 500	-0,44	+9,85 ▲
New York* NASDAQ	-0,80	+13,90 ▲

(*) Dati alle 21:30 ora italiana.

Il petrolio ripiega sotto 79 dollari

Mercati

L'intesa Usa-Iran mantiene i listini Ue e asiatici in rialzo mentre Wall Street frena

L'accordo fra Stati Uniti e Iran continua ad alimentare la propensione al rischio degli investitori. In Europa è stata Piazza Affari a primeggiare, con il Ftse Mib a raggiungere un nuovo primato a 52.432 punti (+1,15%), animato soprattutto dalla rincorsa delle banche. Il petrolio scende intanto sotto la soglia psicologica degli 80 dollari.

Bellomo, Cellino e Lops — a pag. 5

Brent sotto 80 dollari ma l'allarme scorte non si spegne

Energia

L'emorragia proseguirà, riserve strategiche già ai minimi da 43 anni negli Usa

Sissi Bellomo

Con le speranze di riapertura dello Stretto di Hormuz cresce l'ottimismo sul prezzo del petrolio, che potrebbe quanto meno evitare nuove impennate. Alcune grandi banche hanno già dato una sforbiciata alle previsioni per i prossimi mesi, prima ancora che si conoscano ufficialmente i dettagli del nuovo accordo tra Usa e Iran, la cui firma è attesa venerdì. Tra queste ci sono Goldman Sachs e Morgan Stanley, che ora vedono entrambe il Brent a 80 dollari al barile nel quarto trimestre: una riduzione rispettivamente di 10 e di 15 dollari dai precedenti target.

Del resto le quotazioni di mercato sono già scese al di sotto di questa soglia psicologica durante la seduta di ieri, quando un ulteriore ribasso di oltre il 5% ha spinto il Brent fino a un minimo di 78,45 dollari, quasi la metà rispetto al picco di 126 dollari toccato a fine aprile. Le vendite si sono intensificate dopo l'indiscrezione raccolta dal Wall Street Journal secondo cui gli Usa, nell'ambito dell'accordo di venerdì, concederanno all'Iran di esportare liberamente greggio e carburanti, sospendendo ogni sanzione che possa essere di ostacolo: un ulteriore segno di distensione politica, ma an-

che un'ulteriore, inattesa fonte di offerta nel prossimo futuro.

Eppure sui mercati petroliferi l'orizzonte non è ancora del tutto sgombrato da criticità. Anche per questo le previsioni di discesa dei prezzi degli analisti si mantengono caute. E per lo stesso motivo a scendere in questi giorni sono soprattutto le quotazioni del barile per consegna a breve, mentre la curva dei futures rimane sopra 70 dollari fino al 2031.

Tra i nodi principali — lontani dall'essere risolti, nonostante i venti di pace — spicca tuttora quello delle scorte, che il mondo "brucia" a ritmi da primato da quando è iniziata la guerra e che continuerà a bruciare, finché le forniture dal Golfo Persico non torneranno a fluire quanto meno in volumi consistenti e regolari, se non a pieno regime: un traguardo che ora si comincia ad intravedere, ma che non potrà essere raggiunto in tempi rapidi. Gli analisti — inclusi quelli che stanno ritoccando al ribasso le previsioni di prezzo — concordano nel ritenere che ci vorranno diverse settimane solo per rivedere normali condizioni di transito a Hormuz.

L'emorragia di scorte è quindi destinata a continuare. E quando finalmente si sarà arrestata bisognerà comunque tornare a riempire i depositi, attività che comporterà una domanda aggiuntiva consistente, destinata a sostenere i prezzi: su scala globale bisognerà "mettere via" almeno un milione di barili di greggio al giorno nei prossimi 2-3 anni, prevede Dan Pickering, fondatore e chief investment officer di Pi-

ckering Energy Partners.

Il consumo di scorte da quando è iniziata la guerra è senza precedenti: intorno a 6 milioni di barili al giorno a livello globale tra greggio e carburanti, per un totale di quasi 500 milioni di barili andati in fumo stima S&P Global Cera, secondo cui i depositi — che a febbraio erano ai massimi da 5 anni — sono già molto vicini ai minimi storici.

Non solo le scorte commerciali, ma anche le riserve strategiche sono scese a livelli critici, tali da minare la capacità di rispondere ad eventuali nuove emergenze, che siano guerre o altro. Basterebbe un violento uragano nel Golfo del Messico per mettere in ginocchio gli Stati Uniti, dove la Strategic Petroleum Reserve (Spr) — la più ampia tra quelle dei Paesi Ocse — è appena crollata ai minimi dal 1983, quando l'amministrazione Reagan era ancora impegnata a costituirle.

Nelle caverne di sale adibite a deposito sono rimasti 340,3 milioni di barili di greggio, dopo un calo di altri 8,9 mb la settimana scorsa: meno della metà rispetto alla capienza di 715 mb. Scendere a zero non si può, altrimenti si rischia il collasso del sistema: qualche analista indica la so-



glia di 240 mb come primo livello di guardia, in cui sorgono problemi operativi e difficoltà logistiche. E di questo passo ci si potrebbe arrivare verso la fine dell'estate, con la fine del maxi-rilascio di scorte coordinato dall'Agenzia internazionale dell'energia (Aie). Se lo riempimento scendesse sotto il 20%, quindi intorno a 150 mb, si rischierebbero crolli nelle caverne di sale della Spr. «Stiamo arrivando a livelli che cominciano a preoccuparci, è ora di suonare la campanella di allarme», ha dichiarato la settimana scorsa alla Cnn Mike Sommers, presidente dell'American Petroleum Institute (Api), la maggiore associazione di settore negli Usa. Se Hormuz riaprirà il peggio si potrà forse evitare.

© RIPRODUZIONE RISERVATA



Lo sblocco. Una petroliera nello stretto di Hormuz

Effetto golden power 350 operazioni di M&A in meno



La barriera psicologica si è via via dissolta con l'introduzione del meccanismo della prenotifica

Studio Banca d'Italia

Fusioni e acquisizioni mai avviate tra il 2002 e il 2024 per timore della normativa,

Carminio Fotina

ROMA

Potremmo chiamarlo l'effetto psicologico del golden power. È bastata l'esistenza della normativa sulla tutela degli asset strategici a bloccare 350 operazioni tra fusioni e acquisizioni, accantonate da manager e imprenditori di fronte a una normativa molto invasiva che solo negli ultimi anni è stata semplificata con l'introduzione del meccanismo della prenotifica.

Banca d'Italia, con uno studio pubblicato nella collana Questioni di economia e finanza, entra nel labirinto di questa disciplina, nata nel 2012 e radicalmente estesa nel 2020 per rispondere ai crescenti investimenti di fondi sovrani di Paesi terzi, alla crisi pandemica e ai rischi sull'autonomia delle industrie strategiche collegati alle tensioni geopolitiche internazionali. Tra il 2020 e il 2024 ci sono state circa 350 operazioni in meno nel settore privato non agricolo e non finanziario rispetto a quanto sarebbe avvenuto in assenza della normativa, con un calo concentrato prevalentemente nella manifattura (circa 300). Il numero di M&A mancanti è nettamente superiore a quello dei veti (13) e delle prescrizioni (120) adottati nel quinquennio esami-

nato dal governo attraverso l'emaneazione di Dpcm (decreti del presidente del consiglio). In altre parole - spiegano Antonio Accetturo, Irene Di Marzio, Federico Fornasari e Ivan Triglia, autori dello studio - il golden power «ha avuto un effetto di deterrenza molto ampio» e maggiore nei settori in cui sono stati adottati i pochi Dpcm governativi (le operazioni di M&A nel manifatturiero sono calate di un quarto rispetto al periodo pre 2020-2024).

La costruzione di questa barriera psicologica viene descritta da Banca d'Italia sulla base di dati di InfoCamere integrati con le informazioni sul Global ultimate owner tratte dal data base Orbis e con quelle di Centrale dei bilanci, utilizzate secondo la metodologia dello scenario controfattuale.

L'impressione che se ne ricava è che l'aumento del carico amministrativo, soprattutto per effetto delle notifiche obbligatorie, e comunque in linea di massima modesto rispetto al valore complessivo delle operazioni, non ha di per sé scoraggiato l'attività di M&A. L'impatto negativo registrato nei settori in cui sono stati effettivamente applicati i poteri speciali indica invece che il rischio di divieto o di mancata conclusione secondo i piani iniziali - incidendo sul rendimento atteso del consolidamento - riduce la propensione delle aziende a realizzare fusioni e acquisizioni, soprattutto quando risulta poco chiaro se l'operazione rientra a tutti gli effetti sotto l'ombrello della complessa normativa. Insomma, più che quelle formalmente bloccate, potremmo sintetizzare dicendo che fino a pochi anni fa il golden power ha colpito le operazioni disincentivate all'origine e quindi mai avviate.

Molti degli investimenti rima-

sti nel limbo, per inciso, si riferiscono alle aree economiche più dinamiche. Banca d'Italia calcola che la produttività oraria, misurata dal valore aggiunto per ora lavorata, è più alta del 30% nei settori sottoposti alla normativa e del 50% considerando soltanto i comparti nei quali sono stati esercitati i poteri speciali. I settori "sotto golden power" sono anche quelli caratterizzati da una dimensione media di impresa superiore e da un grado di innovatività, misurato dal rapporto tra investimenti in ricerca e sviluppo e software su valore aggiunto, più alto.

Questo effetto psicologico è tuttavia progressivamente calato, fino quasi a sparire, a partire dal 2022, l'anno in cui è stato introdotto il meccanismo della prenotifica che fornisce agli investitori un parere preventivo sull'applicabilità o meno del golden power all'operazione proposta.

La paura del golden power, in altre parole, si è sempre più dissolta, anche in ragione, secondo le conclusioni dello studio, «del consolidamento della prassi amministrativa e dell'esperienza dei consulenti delle imprese».

CONFESSIONE RIBELLITA

DEAL MAI AVVIATI

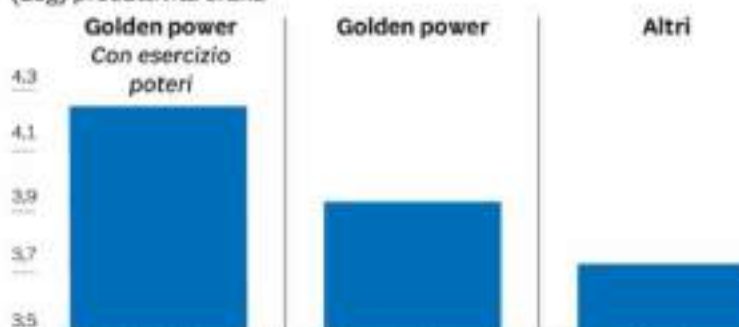
Prevale la manifattura

Secondo lo studio di Banca d'Italia, tra il 2020 e il 2024 ci sono state circa 350 deal in meno nel settore privato non agricolo e non finanziario rispetto a quanto sarebbe avvenuto in assenza della normativa (circa 300 nella manifattura). Il numero di M&A mancanti è nettamente superiore a quello dei veti (13) e delle prescrizioni (120) adottati nel quinquennio esaminato.



Il confronto

Caratteristiche dei settori soggetti a golden power*,
(Log) produttività oraria**



(*) Dati riferiti al 2023 per le imprese del settore privato non agricolo e non finanziario. Golden power include i settori soggetti al golden power nel 2012 e nel 2020 (con e senza esercizio dei poteri speciali); golden power (con esercizio poteri) include i settori soggetti nel 2012 e quelli del 2020 nei quali sono stati esercitati i poteri speciali. (**) Logaritmo del valore aggiunto per ora lavorata. Fonte: Banca d'Italia.

Data Stampa 00640 Data Stampa 00640

Data Stampa 00640 Data Stampa 00640

G7, pressing su Putin “Deve fare un accordo”

A Evian incontro Trump-Zelensky. Il presidente Usa: finiamo l'altra guerra Iran, venerdì a Lucerna la firma dell'intesa. Immediata riapertura di Hormuz

L'Ucraina al centro del G7 a Evian. Trump parla con Zelensky e promette più pressione su Putin. Una volta firmato l'accordo con l'Iran, venerdì a Lucerna, il presidente Usa s'impegnerà a «porre fine all'altra guerra». Riapre subito lo stretto di Hormuz.

di **BONOTTI, CASTELLANI PERELLI, GINORI, GUERRERA, MASTROLILLI, PERILLI, PIGNI e TONACCI**

➔ da pagina 2 a pagina 9

Al G7 pace Trump-Zelensky “La guerra deve finire subito sanzioni al petrolio di Putin”

Il capo della Casa Bianca: “Impressionato dalla resistenza di Kiev”
Gli europei in pressing chiedono di aumentare gli aiuti all'Ucraina

Stasera Macron a cena
con il tycoon a Versailles
proverà a rilanciare
i rapporti transatlantici

dalla nostra inviata
ANAI GINORI
EVIAN

Dopo l'umiliazione nello Studio Ovale, Volodymyr Zelensky si riprende la scena davanti a Donald Trump nei saloni dell'Hôtel Royal di Evian, dove Marcel Proust scrisse alcune pagine della *Recherche*. Di tempo perduto, tra il presidente ucraino e quello americano, ce n'è stato molto. Tensioni, accuse, rotture clamorose, il gelo di Washington e quella frase rimasta come una ferita, «you don't have the cards», non hai le carte in mano per

giocarti la partita. Tradotto: sei un perdetto.

Sul lago Lemano, forse, qualcosa comincia a cambiare. Zelensky entra al mattino nella stanza dove sono riuniti i leader del G7. Gli europei lo accolgono con abbracci e sorrisi. Trump invece non si alza, resta seduto al suo posto. Quando prende la parola, il presidente ucraino comincia mostrando al presidente americano le immagini dell'attacco russo contro la Cattedrale della Dormizione e il monastero delle Grotte di Kiev, il cuore spirituale dell'Ucraina. Trump guarda le foto delle rovine, esprime disapprovazione, si dice colpito. Zelensky insiste. Racconta come l'Ucraina sia riuscita a riequilibrare il rapporto di forza sul campo, anche portando i droni fino in territorio russo. Gli alleati europei, che nell'ultimo anno e mezzo si sono progressivamente sostituiti agli Sta-

ti Uniti negli aiuti militari, danno man forte nella discussione per mostrare a Trump che la guerra non è più quella che lui immaginava. Kiev non è in ginocchio. Mosca non sta vincendo. E la resistenza ucraina, nonostante le perdite e la fatica, ha dimostrato una straordinaria resilienza.

Uscendo da un'ora e mezza di riunione, Trump ha un altro tono. Accenna a complimenti per Zelensky e per i successi della resistenza ucraina.



na. Parole non scontate, se si ricorda l'intimazione a piegarsi a Mosca pronunciata nello Studio Ovale. Ora il presidente americano ammette: «La Russia prende molti colpi, il mese scorso ha perso 35 mila soldati. Parlerò con Putin domenica». Poi aggiunge: «La Russia dovrebbe firmare un accordo con l'Ucraina», spiega a Evian.

Appena un anno fa, Trump aveva steso il tappeto rosso a Vladimir Putin nel vertice di Anchorage, riabilitandolo sulla scena internazionale. Il cancelliere Friedrich Merz dice ora di aver visto il leader Usa «molto cooperativo e attento all'ascolto» sull'Ucraina. «C'è motivo per un certo ottimismo», aggiunge. Palazzo Chigi parla di una nuova «compattezza» degli alleati nel sostegno a Kiev. «Il vento sta cambiando a favore dell'Ucraina. La stanchezza della Russia è ormai evidente. È il momento di raddoppiare il nostro sostegno», dice Ursula von der Leyen.

Zelensky ha ribadito a Evian che le priorità dell'Ucraina prevedono,

tra le altre cose, l'aumento dei missili di difesa aerea, la preparazione di un pacchetto di sostegno per il prossimo inverno e il rafforzamento della pressione sulla Russia. «È importante sottolineare che gli Stati Uniti sono pronti a fornire un sostegno concreto in questi settori di lavoro» precisa il presidente ucraino uscendo dall'incontro. Al tavolo si è discusso anche di nuove sanzioni contro le esportazioni di petrolio russo. «Potremo farlo - sottolinea Trump - perché ora il petrolio scorre (riferimento alla riapertura di Hormuz, ndr). Abbiamo sospeso alcune sanzioni perché non volevamo penalizzare gli Stati Uniti, ma saremo presto in grado di reintrodurle».

Il pressing di Macron su Trump continuerà stasera nella cena di gala a Versailles. Il presidente francese accompagnerà l'ospite americano nel Salone degli Specchi per accarezzare il narcisismo del leader e provare a credere in un nuovo inizio delle relazioni transatlantiche. Il segretario di Stato Rubio ha ufficializ-

zato qualche giorno fa che gli Usa hanno abbandonato le precedenti ipotesi negoziali, considerate troppo favorevoli a Mosca. A Parigi ricordano la formula cosiddetta «3+2», vale a dire l'annessione dei due oblast del Donbass e della Crimea, più l'annessione parziale di Kherson e Zaporizhzhia. Una soluzione che gli europei hanno sempre respinto.

Resta da capire su quali altri parametri Washington sia pronta a imporre. Zelensky ha più volte proposto un incontro diretto con Putin al G7, ma un consigliere del Cremlino ha fatto sapere ieri che la questione non è stata sollevata durante una telefonata tra Trump e il leader russo. Come si è visto nel recente e fallimentare tentativo di approccio negoziale degli ambasciatori a Mosca del formato E3 (Francia, Regno Unito, Germania), Putin continua a voler trattare da sola con Washington, ignorando gli europei o relegandoli ai margini.

Breve dossier di intervista

LA CURIOSITÀ/1

Merz regala a Donald la maglia della nazionale tedesca



Al G7 il cancelliere tedesco Friedrich Merz ha sorpreso il presidente Usa Donald Trump con un regalo per il suo compleanno: una maglia della nazionale tedesca personalizzata. Il dettaglio simbolico è la numero 47, riferimento al fatto che Trump è il 47esimo presidente. Sul retro della maglia, il nome «Trump». Il gesto ha suscitato critiche in Germania. Wolfgang Kubicki, leader Fdp, attacca: «Oscillare tra toni didascalici e complacenza, non rafforza la credibilità della Germania».

LA CURIOSITÀ/2

Da Al Bano a Céline Dion la playlist dell'Eliseo per i leader



Una vera e propria playlist G7, con una canzone per ogni leader accolto a Evian. Emmanuel Macron ha dedicato a ciascuno un brano. Se per Giorgia Meloni la scelta è caduta su «Felicità» di Al Bano e Romina Power, per Donald Trump ha invece individuato «Love is a long road» di Tom Petty. Per il canadese Mark Carney ha optato per «J'irai où tu iras» di Céline Dion. Con «The world is not enough» dei Garbage, ha omaggiato il premier della Gran Bretagna, Keir Starmer.



Da sinistra
Rubio,
Umerov,
Zelensky e
Trump in
un incontro
a margine
del G7



ARTICOLO NON CEDIBILE AD ALTRI AD USO ESCLUSIVO DEL CLIENTE CHE LO RICEVE - DS0840 - S.28404 - L.1972 - T.1733