



Corso di Laurea Magistrale in
Amministrazione Finanza e Controllo

Cattedra di
Financial and ESG Reporting

LE AGGREGAZIONI BANCARIE E LA COMUNICAZIONE PRICE SENSITIVE: IL CASO UNICREDIT – BANCO BPM

Prof. Simone Scettri
RELATORE

Prof. Mario Comana
CORRELATORE

Raoul Gialloredo
CANDIDATO

Anno accademico 2024-2025

INDICE

INTRODUZIONE	4
CAPITOLO 1 – LA CONCENTRAZIONE BANCARIA.....	6
1.1 Definizione di concentrazione bancaria e cenni storici.....	6
1.2 Ragioni strategiche e geopolitiche.....	13
1.3 Le modalità di acquisizione	17
1.4 Gli assetti proprietari: i tre grandi gruppi	19
1.5 Il ruolo del Governo e il <i>golden power</i>	25
1.6 Il ruolo dell’Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (AGCM)	26
1.7 Il ruolo della Banca Centrale Europea (BCE).....	28
1.8 Il ruolo della Banca d’Italia	31
1.9 Il ruolo della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB).....	32
1.10 Il ruolo strategico dello Stato nelle recenti operazioni.....	34
CAPITOLO 2 – IL RUOLO DELLA COMUNICAZIONE.....	36
2.1 Il contesto normativo dell’informativa finanziaria	37
2.1.1 <i>La Direttiva Transparency</i>	38
2.1.2 <i>Market Abuse Regulation (MAR)</i>	39
2.1.3 <i>Il Testo Unico della Finanza</i>	40
2.1.4 <i>Regolamento Emittenti Consob n. 11971/1999</i>	43
2.1.5 <i>Il Regolamento di Borsa Italiana S.p.A.</i>	47

2.2 La comunicazione periodica	49
2.3 La comunicazione <i>price sensitive</i>	50
2.4 Normativa e informativa per operazioni straordinarie bancarie	52
2.5 Il ruolo strategico della comunicazione finanziaria	54
2.6 Event study: revisione della letteratura	59
CAPITOLO 3 – IL CASO UNICREDIT-BANCO BPM	63
3.1 Le ragioni dietro alla scelta di Banco BPM come target	65
3.2 L’evoluzione del caso Unicredit-Banco BPM	69
3.3 L’impatto dell’informativa <i>price sensitive</i> sul mercato	75
3.3.1 La metodologia: <i>Event Study</i>	76
3.3.2 Campione e dati.....	77
3.3.3 Regressione cumulata sul prezzo delle azioni Banco BPM.....	80
3.3.4 Regressione cumulata sul volume delle azioni Banco BPM.....	82
3.3.5 <i>Event Study: Cumulative Abnormal Return (CAR)</i>	85
3.3.6 <i>Considerazioni finali</i>	90
CONCLUSIONI.....	92
BIBLIOGRAFIA	94
SITOGRAFIA.....	101
TABELLARIO	103

INTRODUZIONE

Il tema di studio di questo lavoro si concentra sul ruolo che la comunicazione finanziaria *price sensitive* riveste nelle aggregazioni bancarie, con particolare attenzione alla recente *Offerta Pubblica di Scambio (OPS)* promossa da Unicredit nei confronti di Banco BPM. La ricerca si sviluppa nel contesto evolutivo del sistema bancario italiano, attualmente contraddistinto da: un crescente numero di operazioni straordinarie finalizzate al rafforzamento dell'efficienza operativa e al conseguimento di economie di scala, una progressiva riduzione del numero di operatori attivi e dall'emergere di nuove sfide in termini di regolamentazione e di informazione.

In particolare, la tesi approfondisce il quadro normativo di riferimento, il ruolo esercitato dalle principali autorità di vigilanza e dal Governo e analizza la comunicazione finanziaria quale leva strategica impiegata dagli istituti di credito nelle operazioni di concentrazione.

A completamento dell'analisi teorica, l'indagine quantitativa si propone di valutare l'impatto dei comunicati stampa ufficiali, al fine di comprendere in che misura l'informativa abbia influenzato le reazioni del mercato.

L'analisi si concentra esclusivamente sul caso Unicredit-Banco BPM, circoscrivendo l'oggetto di indagine ai comunicati ufficiali rilasciati dagli istituti.

La metodologia si articola in un approccio qualitativo e un'analisi quantitativa: il primo sviluppato attraverso la ricostruzione cronologica del caso oggetto di studio e un'analisi dei comunicati attraverso la tecnica della *Sentiment Analysis*; la seconda, viene condotta attraverso il metodo dell'*Event Study* che prevede il calcolo dei Cumulative Abnormal Returns (CAR) e l'impiego di modelli di regressione multivariata applicata ai prezzi e ai volumi, in corrispondenza delle date di rilascio dei comunicati price sensitive.

Da questa analisi emergono evidenze statisticamente significative in merito all'impatto che i comunicati stampa hanno avuto rispetto al prezzo, al volume e al rendimento del titolo Banco BPM, mostrando che il mercato ha progressivamente integrato l'informativa nel processo di valutazione dell'operazione.

L'apprezzamento del titolo nell'ultimo periodo conferma la valutazione positiva da parte degli operatori di mercato rispetto alla potenziale aggregazione tra i due istituti.

Il primo capitolo descrive le concentrazioni bancarie, ricostruendone l'evoluzione storica, gli assetti proprietari, le modalità operative e il ruolo delle autorità di vigilanza coinvolte.

Il secondo capitolo affronta il tema della comunicazione finanziaria, ed in particolare dell'informativa price sensitive, distinguendo tra disclosure obbligatoria e volontaria, e includendo i principali contributi teorici della letteratura.

Il terzo capitolo esamina le tappe comunicative del caso Unicredit-Banco BPM e misura gli effetti di prezzo e di volumi scambiati sul titolo Banco BPM.

Nel suo complesso, il lavoro vuole dimostrare quanto una gestione informativa strutturata, coerente e trasparente possa incidere significativamente sulle reazioni del mercato e sull'esito dell'operazione.

L'obiettivo finale è valutare, alla luce delle implicazioni normative, delle scelte strategiche dell'offerente, delle contromisure istituzionali e delle dinamiche di mercato, la possibile riuscita dell'operazione, e più in generale, se le aggregazioni bancarie rappresentino oggi un reale strumento di rafforzamento competitivo su scala europea, oppure se, al contrario, rimangono ancora fortemente condizionate da logiche concorrenziali e interessi di carattere nazionale.

CAPITOLO 1

LA CONCENTRAZIONE BANCARIA

1.1 Definizione di concentrazione bancaria e cenni storici

Il fenomeno delle concentrazioni bancarie in Italia si configura in una serie di operazioni straordinarie nelle quali singoli istituti di credito si aggregano in gruppi bancari più grandi con l'obiettivo di accrescere la loro competitività. Ciò è il risultato di un'interazione complessa tra fattori normativi, economici e strategici, che negli anni hanno determinato significative trasformazioni nella struttura del sistema bancario.

Negli anni Ottanta il sistema bancario è stato caratterizzato dalla presenza di una moltitudine di banche di piccole dimensioni, altamente influenzate dal territorio, dagli Enti e dalle Fondazioni e l'elevata frammentazione ne ha limitato l'espansione, la crescita globale e la competitività.

Negli anni Novanta, una serie di riforme legislative ha avuto un ruolo cruciale nella creazione di un mercato competitivo attraverso un processo di deregolamentazione. Prima su tutte, la legge Amato del 1990¹ con la quale viene avviato il primo profondo cambiamento del sistema bancario segnando l'inizio del fenomeno delle privatizzazioni bancarie e consentendo l'ingresso del capitale privato in istituti precedentemente controllati dallo Stato.

L'introduzione del Testo Unico Bancario (TUB) nel 1993 e del Testo Unico della Finanza (TUF) nel 1998 hanno contribuito alla deregolamentazione delle fusioni bancarie, hanno introdotto il concetto di banca universale ed hanno favorito l'accrescimento della contendibilità e della concorrenza del Sistema attraverso la separazione delle attività degli intermediari finanziari. Un ulteriore elemento significativo degli anni Novanta è rappresentato dal cambiamento che il Testo Unico Bancario (TUB) ha comportato in materia di vigilanza; infatti, è stato compiuto un passaggio cruciale da una forma di vigilanza strutturale ad una forma prudenziale incentrata più in generale sull'efficienza del mercato e più in particolare sul capitale delle banche.²

¹ Legge 30 luglio 1990, n. 218, *Riforma del sistema bancario e creditizio*, Gazzetta Ufficiale n. 177 del 31 luglio 1990

² Chiaramonte, L., *Le concentrazioni bancarie in Europa e i processi di integrazione cross-border. Il caso Unicredit-HVB.*, Giuffrè Editore, Milano 2008: 297 [<http://hdl.handle.net/10807/39821>]

Negli stessi anni si è osservato il primo significativo calo del numero degli sportelli e dei dipendenti e le operazioni di privatizzazione che si sono succedute hanno operato anche in ottica di un rafforzamento della *shareholder view*.³

Tra le principali riforme degli anni '90 si evidenziano:

- **La liberalizzazione valutaria:** nel 1990 l'Italia, con il Decreto Legislativo n. 333 del 1990, abolisce i controlli sui movimenti di capitale permettendo la libera circolazione di valute e investimenti finanziari con l'estero, come recepimento della Direttiva 88/361/CE. Fino agli anni '80 l'Italia applicava un controllo sui cambi e delle limitazioni ai trasferimenti di capitali con l'estero;
- **L'apertura di nuovi sportelli:** la liberalizzazione in questione viene introdotta con il Decreto Legislativo n. 385 del 1993, consentendo alle banche di poter aprire nuovi sportelli con maggiore autonomia;
- **Il passaporto europeo:** nel 1992 l'Italia ha recepito la Direttiva 89/646/CE che consentiva alle banche di operare liberamente in un altro Stato dell'Unione Europea previa autorizzazione in uno Stato membro; viene dunque prevista la libertà di stabilimento e la prestazione di servizi bancari e finanziari all'interno del mercato unico europeo;
- **La banca universale:** con l'entrata in vigore del Testo Unico Bancario (TUB) nel 1993 vengono abolite le distinzioni tra vari tipi di banche (es. commerciali, di investimento, di credito speciale etc.). Prima della riforma veniva utilizzato, nel sistema bancario, il principio della specializzazione funzionale che imponeva di operare solamente in specifici settori di credito. Con la *despecializzazione*, dal 1993, viene introdotto il concetto di **banca universale** consentendo la diversificazione delle attività e allo stesso tempo viene introdotta la supervisione prudenziale in capo alla Banca d'Italia.

Tra il 1990 e il 2002 il settore bancario italiano ha attraversato una fase di consolidamento intensa a causa della sempre più crescente necessità di rafforzare la solidità patrimoniale delle banche e di adeguarsi alla competitività del mercato europeo. Nella decade tra il 1990 ed il 2000, si sono verificate 514 operazioni di fusione e acquisizione. Il picco è stato attraversato tra il 1990 ed il 1997, periodo nel quale si sono concentrate circa il 66%

³ Forestieri, G., "La ristrutturazione del sistema finanziario italiano: dimensioni aziendali, diversificazione produttiva e modelli organizzativi", *Banca Impresa Società*, Il Mulino, 2000

delle aggregazioni bancarie. Le operazioni, principalmente, si sono articolate in fusioni per incorporazione e acquisizioni della maggioranza del capitale, segnando una riduzione significativa del numero di banche sul territorio nazionale. Queste operazioni di concentrazione hanno favorito la nascita di gruppi bancari di grandi dimensioni, in grado di competere in un panorama sempre più integrato, riducendo i costi operativi attraverso le economie di scala e migliorando, così, l'efficienza dell'intero settore.⁴

Nei primi anni Duemila il processo di concentrazione bancaria ha attraversato il periodo di massimo consolidamento con operazioni quali l'acquisizione da parte di Unicredit di Capitalia e la fusione di Banca Intesa con San Paolo IMI.⁵

Negli stessi anni, la crisi dei mutui subprime, ha avuto un enorme impatto sugli istituti bancari; il declassamento del merito creditizio da parte delle società di rating ha reso i titoli difficilmente liquidabili, costringendo gli operatori di mercato alla richiesta di liquidità alle banche le quali hanno trovato numerose difficoltà nel reperimento della stessa e, per questo motivo, la scarsa fiducia si è tramutata in una vera e propria crisi di liquidità che ha comportato il fallimento di importanti istituti di credito.⁶

In risposta alla crisi del 2008 prima e alla crisi del debito sovrano del 2011 poi, vengono attuate una serie di misure volte ad intensificare la vigilanza: Il Meccanismo Unico di Stabilità (MES) orientato a ridefinire l'assetto della supervisione finanziaria ed il Regolamento Europeo n. 1024 del 2013 attraverso il quale viene istituito il Meccanismo Unico di Vigilanza (MUV) composto dalla Banca Centrale Europea (BCE) e dalle Autorità nazionali. Attraverso questo strumento, vengono distinte banche di rilevanza *significativa* e banche di rilevanza *meno significativa*. Le prime sottoposte a diretta vigilanza della BCE, le seconde con vigilanza demandata alle Autorità nazionali. A tal proposito, la BCE ha emanato il *framework regulation* così da individuare ruoli e cooperazione tra Autorità nazionali e BCE per assicurare un coerente ed efficiente meccanismo di vigilanza.

⁴ Messori, M., "La concentrazione del settore bancario: effetti sulla competitività e sugli assetti proprietari", Università Roma Tor Vergata, s.n., 2001

⁵ Franchini, G., *Concentrazione ed efficienza nell'industria bancaria italiana*, Milano, Franco Angeli, 2007

⁶ Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob), *La crisi finanziaria 2007-2008*, Roma, Consob, s.d., <https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-finanziaria-del-2007-2009>

Ad esempio, nella vigilanza su enti *significativi*, il *framework* ha previsto che, seppur la vigilanza sia stata demandata direttamente alla BCE, le Autorità nazionali debbano assumere un ruolo collaborativo e scambiare informazioni con la stessa.⁷

Attraverso i dati rilasciati dalla BCE è possibile effettuare una rappresentazione di come il fenomeno delle concentrazioni bancarie sia cresciuto negli anni. Dalla tabella rappresentativa del numero di filiali presenti in un campione di quattro paesi: Francia, Germania, Italia e Spagna viene rappresentato un confronto tra le quattro principali economie europee che rispecchia anche una capillarità territoriale simile e ne consente un corretto confronto; in Paesi di dimensioni inferiori il dato sulle concentrazioni, e di conseguenza sul numero di filiali, risulta difforme in termini di dimensionalità e quindi di difficile comparazione.

Dai dati della BCE è possibile evincere come negli anni il numero delle filiali in Italia sia sceso in maniera considerevole e contestualmente come l'indice di concentrazione sia cresciuto. Tra le quattro economie considerate, quella italiana ha subito il calo maggiore del numero delle filiali con una percentuale del -43,8%, segue la Germania con un calo del -30,1%, la Francia con il -6,8% ed infine la Spagna con il -5,1%.

EU Structural Financial Indicators

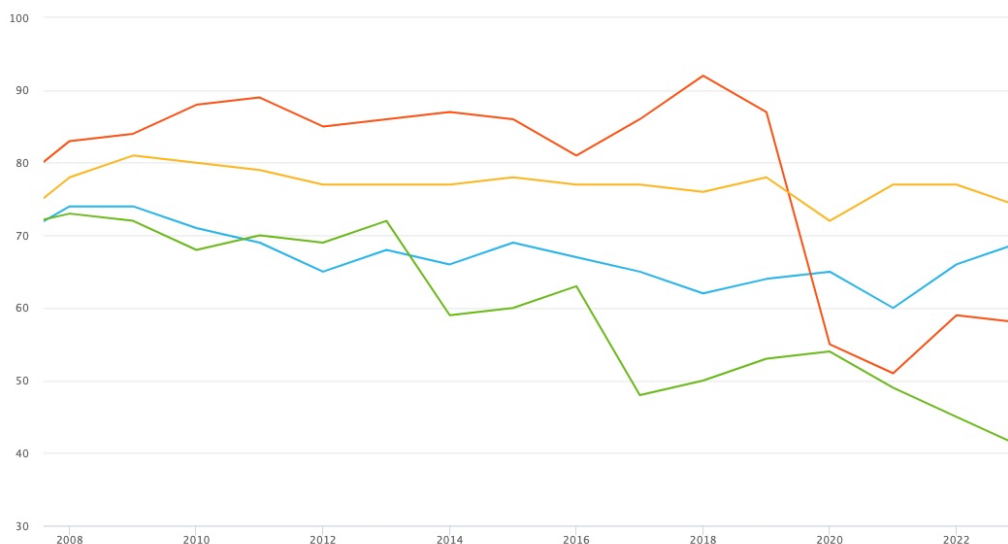


Tabella A – Numero di filiali per Paese. Fonte: ECB, *Structural financial indicators: end of 2023*⁸

⁷ G., Giombini, G., Travaglini, “La regolamentazione del sistema bancario dopo la crisi”, s.l., Argomenti, 2020, <https://doi.org/10.14276/1971-8357.2095>

⁸ The data in this table represent amounts recorded at the end of period.

Negli ultimi anni la crisi dovuta alla pandemia da Covid-19 ha comportato ulteriori modificazioni alla struttura bancaria italiana. Al termine del 2020 il sistema bancario, era composto da 59 gruppi e 90 banche di cui: 81 banche estere con succursale in Italia, 39 società per azioni e 39 banche di credito cooperativo (BCC); le banche *significative* sono state 11 con l'80 per cento delle complessive attività. Nello stesso anno, sono diminuiti gli sportelli del 3,2 per cento in linea con la tendenza negativa post crisi 2008 e sono altresì diminuiti i dipendenti del 2,3 per cento.

Il 2020 ha confermato una crescita nel processo di digitalizzazione che ha portato il 79 per cento dei clienti ad accedere ai conti correnti attraverso canali digitali. Questa tendenza è stata sostenuta e stimolata dagli avvenimenti pandemici che hanno spinto i consumatori all'utilizzo di mezzi da remoto per compiere operazioni bancarie.

Analogamente a quanto osservato nelle precedenti crisi, anche nella crisi Covid-19 si è verificato un considerevole aumento del credito utilizzato per fronteggiare la sospensione delle attività produttive imposta dagli eventi epidemiologici; oltretutto la concessione di credito si è attestata ai massimi livelli dal 2008.

Anche se nel 2020 la richiesta di liquidità da parte delle imprese è stata consistente, il fenomeno è stato parzialmente attenuato da misure governative quali l'erogazione di credito o le garanzie da parte dello Stato che hanno procurato una modica diminuzione dei crediti deteriorati.

Le banche italiane in risposta alla crisi hanno aumentato del 6,6 per cento la presenza di titoli di Stato in portafoglio e allo stesso tempo è aumentata in maniera considerevole la raccolta di capitale raggiungendo percentuali ai massimi dal 2008; inoltre sono aumentati i depositi per via della riduzione dei consumi ed è infine diminuita la redditività delle banche.⁹

Ad oggi il sistema bancario ha avuto un calo strutturale in linea con gli ultimi anni e con la fase di concentrazione e consolidamento. Nel 2023 il numero delle banche individuali è stato pari a 81 unità, di cui 39 banche di credito cooperativo, 32 società per azioni e 10 banche popolari. L'80 per cento delle attività è riconducibile ai 12 principali gruppi *significativi*, la tendenza decrescente del numero degli sportelli si conferma anche nel

These data as well as EU and euro area aggregates are available in the Statistical Data Warehouse (<http://sdw.ecb.europa.eu/browseSelection.do?type=series&node=SEARCHRESULTS&q=SSI?&DATA SET=0&DATASET=1>). Following the country's withdrawal from the European Union on 31/01/2020, the business of UK credit institutions is no longer published and is excluded from the EU aggregates.

⁹ Banca d'Italia, *Relazione annuale*, Roma, 2021

2023 con un calo del 4 per cento ed il numero dei dipendenti, contestualmente, scende di circa l'1 per cento.

Inoltre, si è contratto il credito alle imprese per via di un maggior ricorso all'autofinanziamento e per la contrazione degli investimenti ed anche il processo di riduzione dei crediti deteriorati ha proseguito il suo corso principalmente attraverso la cessione degli stessi.

In conclusione, viene preso in esame l'indice di *Herfindahl – Hirschmann (HHI)* basato sul totale delle attività e definito come somma dei quadrati delle quote di mercato di tutti gli istituti di credito nel settore per misurare il livello di concentrazione. L'indice HHI rispecchia una bassa concentrazione per livelli inferiori alle 1000 unità, un'alta concentrazione per valori superiori alle 1800 unità e una concentrazione moderata per livelli compresi tra le 1000 e le 1800 unità.

Dal grafico sotto riportato è possibile evincere che il sistema bancario in Europa, ad oggi, risulta ancora non pienamente concentrato, seppur negli anni abbia subito un significativo incremento del numero delle operazioni di concentrazione. A riprova di ciò, i dati forniti dalla Banca Centrale Europea sull'indice di concentrazione, dimostrano e confermano una tendenza sempre più forte al processo di concentrazione. Per quanto concerne l'Italia, l'indice HHI dalla crisi del 2008 ad oggi è cresciuto del circa 130 per cento ma allo stesso tempo non sono ancora stati raggiunti livelli di concentrazione forti (superiore alle 1000 unità) e questo confermerebbe quanto il fenomeno di concentrazione a mezzo di operazioni straordinarie (M&A, OPA, OPS etc.) non si sia arrestato e quanto, presumibilmente, potrebbe proseguire il suo corso.

Sempre in Italia è stata progressivamente abbandonata la capillarità territoriale che caratterizzava il sistema bancario degli anni '80 e '90 nel quale si svolgeva un'attività profondamente differente da quella odierna, cercando, al contrario, l'universalità bancaria per poter accedere al panorama europeo e quindi competere in un mercato dimensionalmente più ampio e competitivo.¹⁰

¹⁰ Fonte dati: Banca Centrale Europea (BCE), Structural financial indicators

HERFINFAHL - HIRSCHMANN 2008-2023				
	2023	2018	2013	2008
<i>France</i>	567	663	568	681
<i>Germany</i>	323	245	266	191
<i>Italy</i>	716	579	406	307
<i>Spain</i>	1331	1138	719	497

Tabella B – Indice di concentrazione HH per Paese. Fonte: ECB, Structural financial indicators¹¹

Prima di procedere all'analisi delle ragioni strategiche alla base del fenomeno delle concentrazioni bancarie è necessario fornire un più chiaro concetto di Unione Bancaria Europea che rappresenta un'iniziativa dell'Unione Europea (UE) volta a rafforzare la stabilità e la sicurezza del sistema bancario.

L'obiettivo di questa iniziativa risiede nella riduzione del rischio del manifestarsi di crisi bancarie e del contestuale contagio tra i diversi Stati membri.

Il progetto è stato istituito al fine di rafforzare la supervisione sulle istituzioni bancarie consentendo alle stesse una maggiore capacità di gestione di eventuali difficoltà finanziarie senza compromettere l'integrità economica complessiva e salvaguardando l'intero Sistema.

L'architettura dell'unione bancaria si fonda su tre pilastri principali: Il Meccanismo Unico di Vigilanza, Il Meccanismo Unico di Risoluzione e il Sistema di Garanzia dei Depositi. Più in generale la creazione dell'unione bancaria si inserisce come risposta alla crisi del 2008 la quale ha messo in luce vulnerabilità e disparità esistenti tra i sistemi bancari europei, stimolando l'Ue ad intraprendere azioni in grado di prevenire e gestire future crisi sistemiche.¹²

¹¹ The data in this table represent amounts recorded at the end of period.

These data as well as EU and euro area aggregates are available in the Statistical Data Warehouse (<http://sdw.ecb.europa.eu/browseSelection.do?type=series&node=SEARCHRESULTS&q=SSI?&DATA SET=0&DATASET=1>).

The Herfindahl index (HI) refers to the concentration of banking business (based on total assets). The HI is obtained by summing the squares of the market shares of all the credit institutions in the banking sector.

¹² Banca Centrale Europea (BCE), Unione Bancaria, 2024, <https://www.consilium.europa.eu/it/policies/banking-union/>

1.2 Ragioni strategiche e geopolitiche

Le operazioni di acquisizione e fusione che negli anni si sono susseguite trovano ragione sulla base di numerosi e differenti fattori che possono essere racchiusi sotto il nome di *deregolamentazione*¹³, rappresentata dalle numerose riforme intercorse negli anni '90.

L'obiettivo principale della stessa è stata la liberalizzazione dell'attività creditizia al fine di consentire alle banche di accedere ad un mercato aperto e competitivo.

Tra le altre, la *globalizzazione*, è stata la ragione di una dissoluzione progressiva di quelli che sono stati i confini tra i diversi comparti (bancario, assicurativo e finanziario) la cui unificazione ha inevitabilmente comportato un ampliamento dei servizi offerti limitando il peso dei settori in declino.

La terza ragione fondamentale alla base delle fusioni ed acquisizioni risiede nel continuo e, sempre più intenso, progresso tecnologico. L'*home banking*, attraverso l'utilizzo di Internet, ha comportato la nascita di economie di scala e di scopo che nel tempo hanno considerevolmente accresciuto l'efficienza e l'ottimizzazione dei servizi offerti.

In ultimo, il drastico calo della redditività delle banche – riconducibile allo sviluppo di numerosi prodotti sostitutivi, con relativo aumento del costo della raccolta e crescita della rischiosità degli impieghi – ha contribuito insieme al peggioramento della qualità del credito, all'incremento del numero di operazioni di concentrazione.

Le banche italiane, per via della crescente competizione a livello globale, sono state spinte alla riorganizzazione attraverso fusioni, acquisizioni ed operazioni straordinarie per evitare di essere assorbite da grandi gruppi esteri e per cercare di mantenere un ruolo rilevante nel mercato europeo. L'ingresso di grandi istituti bancari stranieri è stato facilitato dalla liberalizzazione finanziaria e dall'integrazione economica che ha portato inevitabilmente ad un accrescimento della pressione sulle banche nazionali.

Le operazioni di consolidamento strategico e di concentrazione, perciò, vengono promosse anche al fine di rispondere a questa sfida; attraverso le stesse gli istituti mirano a rafforzare la propria solidità patrimoniale, a ridurre la frammentazione del settore ed a migliorare l'efficienza operativa. Il principale obiettivo delle suddette operazioni è quello di creare gruppi bancari idonei, in termini di dimensioni, a competere con i grandi gruppi

¹³ *Deregolamentazione*: termine utilizzato nel linguaggio politico ed economico per indicare la rimozione di norme legislative che ostacolano il libero mercato. Dizionario di Economia e Finanza, 2012

internazionali, mantenendo allo stesso tempo il controllo su segmenti di mercato rilevanti e preservando il carattere nazionale del sistema bancario.¹⁴

Allo stesso tempo, le banche italiane, pur avendo avviato strategie di espansione internazionale, hanno continuato a mostrare una forte dipendenza dal mercato domestico, limitando così la loro competitività nel contesto europeo. Mentre altri grandi gruppi bancari hanno adottato modelli di banca universale o si sono specializzati in settori ad alta redditività come l'investment banking. Gli istituti italiani, salvo rare eccezioni, hanno preferito strategie più conservative; si sono infatti orientati principalmente verso il rafforzamento del retail banking e alla gestione del risparmio. Tuttavia, le manovre di consolidamento si sono concentrate principalmente sul salvataggio di realtà nazionali, senza operare su scala internazionale, e questo ha limitato le possibilità di crescita dimensionale attraverso operazioni cross-border.¹⁵

Lo studio di Focarelli, Panetta e Salleo dimostra che le banche "attive" (incorporanti o acquirenti) sono tendenzialmente di dimensioni superiori a quelle incorporate o acquisite, e le ragioni delle acquisizioni sono individuate nell'ottica di un miglioramento del portafoglio crediti in capo all'acquisita; al contrario, le incorporazioni trovano motivazione nell'accrescimento dei ricavi sfruttando il posizionamento ed il mercato consolidato dell'incorporata.¹⁶

Ciò è confermato dal Working Paper n.398 del 2004 della Banca Centrale Europea dal quale si evince come le banche acquirenti abbiano dimensioni notevolmente superiori e con maggiore efficienza delle banche acquisite, ed ancora, si osserva un aumento delle performance in seguito a fusioni bancarie, specialmente transfrontaliere. Quest'ultimo miglioramento è riconducibile anche al grado di somiglianza tra le attività delle banche acquisite, a dimostrazione dello sfruttamento delle economie di scopo. Per questo, emergono differenze tra fusioni nazionali e transfrontaliere: in dettaglio, nelle operazioni nazionali le dissimilarità di guadagni, prestiti e depositi incidono negativamente sulle performance, mentre le differenze in termini di tecnologia, investimenti e innovazione

¹⁴ Greco, M., Murgia, G., Ferranti, E., "Le M&A nel settore bancario: qual è l'effetto del modello di corporate governance italiano sul loro successo?", *XX Riunione Scientifica dell'Associazione italiana di Ingegneria Gestionale: Oltre la crisi: quali strategie per l'innovazione*, Udine, 2009

¹⁵ Messori, M., *La concentrazione del settore bancario: effetti sulla competitività e sugli assetti proprietari*, Università Roma Tor Vergata, 2001

¹⁶ Focarelli, D., Panetta, F., Salleo, C., "Determinanti e conseguenze delle acquisizioni e fusioni bancarie in Italia. Un'analisi empirica (1984-1996)", *Società editrice Il Mulino*, 1999, fascicolo 1 pp. 63-92

finanziaria tendono ad accrescerle; nelle fusioni transnazionali, invece, la diversità nella strategie, nei prestiti e nei rischi di credito migliora le performance, mentre, al contrario le differenze in innovazione finanziaria e tecnologica le riducono.¹⁷

Rispetto alla formazione di economie di scala generate dalle operazioni di concentrazione, uno studio della Banca d'Italia¹⁸ si interroga sull'effettiva esistenza di tale effetto utilizzando dati più recenti. I precedenti studi si servivano di dati risalenti agli anni '80 e '90, ma l'attività bancaria negli anni è profondamente mutata.

Lo studio in esame giunge alla conclusione che, concentrandosi esclusivamente sui costi operativi, le banche di piccole e medie dimensioni che tendono ad accrescere le loro dimensioni ottengono benefici significativi in termini di costi. Al contrario, è difficile individuare i benefici per le banche di grandi dimensioni in quanto l'attività è altamente differenziata ed è quindi più complicato osservarne gli effetti diretti.

È possibile evidenziare come la maggior parte delle transazioni concluse sia da ricondurre a fusioni tra banche nazionali e che, solo raramente, le operazioni abbiano valicato i confini nazionali per approdare sul mercato europeo. A tal proposito, la tendenza risulta sempre più marcata verso un'europeizzazione delle operazioni di concentrazione.

È stato studiato un indicatore¹⁹ di compatibilità mediante un'equazione gravitazionale che incorpora i legami finanziari tra differenti istituti bancari, basata sulle fusioni e acquisizioni del periodo 2014-2020. Lo studio dimostra che l'affinità risulta significativa tra paesi vicini; ad esempio, le banche francesi mostrano compatibilità con banche di paesi vicini come il Belgio, mentre le banche spagnole con le vicine portoghesi. Tuttavia, tale processo potrebbe incontrare difficoltà nella concreta attuazione delle operazioni per via di fattori non incorporati nell'indice di comparabilità, come la presenza di banche cooperative o di risparmio che potrebbero ostacolare le attività di fusione e acquisizione. La conclusione del processo di unione bancaria potrebbe fungere da catalizzatore ed

¹⁷ European Central Bank, *Mergers and Acquisitions and Bank Performance in Europe*, ECB Working Paper No. 368, May 2004, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp368.pdf>

¹⁸ Elisabetta Bonaccorsi di Patti e Fabrizio Ciocchetta, *Economies of scale revisited: evidence from Italian banks*, Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers), n. 568, Banca d'Italia, Roma, 2020, <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2020-0568/index.html>

¹⁹ Fonti: CEPII; Dealogic; Refinitiv; dati di vigilanza della Banca Centrale Europea; elaborazioni e calcoli della BCE

aprire a una nuova stagione di operazioni transnazionali; tale processo dovrà, tuttavia, confrontarsi con una eccessiva integrazione finanziaria dell'area euro.²⁰

La crescente necessità di un sistema tecnologico avanzato e digitalizzato è confermata dall'impatto esercitato dalle imprese fintech che hanno innalzato gli standard qualitativi e le aspettative in ambito tecnologico. Le nuove tecnologie e le fintech stanno profondamente trasformando il settore bancario in molteplici direzioni.

In primo luogo, il processo di digitalizzazione dei servizi bancari, attraverso l'utilizzo dell'intelligenza artificiale e dei Big Data, ha notevolmente migliorato la qualità e l'efficacia del servizio clienti.

In secondo luogo, si assiste ad un fenomeno di disintermediazione, in cui le imprese fintech dimostrano una sempre minore dipendenza da operatori bancari tradizionali, offrendo soluzioni più rapide e a costi più accessibili. Infine, è in atto una vera e propria ridefinizione dell'industria finanziaria, promossa da nuovi modelli di business quali il crowdfunding, i robo-advisor e i sistemi di pagamento digitale.²¹

²⁰ Figueiras, I., Gardó, S., Grodzicki, M., Klaus, B., Lebastard, L., Meller, B., and Wakker, W., "Bank Mergers and Acquisitions in the Euro Area: Drivers and Implications for Bank Performance", *Financial Stability Review*, European Central Bank, May 2021. Disponibile su: https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/focus/2021/html/ecb.fsrbox202105_04~a34b8e1c5b.en.html

²¹ Panetta, F., *Il sistema bancario italiano nel quadro dell'Unione bancaria europea*, Intervento al seminario di aggiornamento professionale presso la Camera dei deputati, Roma, 10 maggio 2018. Disponibile su: <https://www.bancaditalia.it/media/notizia/il-sistema-bancario-italiano-nel-quadro-dell-unione-bancaria-europea/>

1.3 Le modalità di acquisizione

Una prima modalità di acquisizione è l'*Offerta Pubblica di Acquisto (OPA)* definita come: “ogni offerta, invito ad offrire o messaggio promozionale volto alla finalizzazione di un acquisto in denaro di prodotti finanziari”. Il soggetto che lancia l'OPA ha l'obbligo di notifica preventiva alla Commissione Nazionale per la Società e la Borsa (CONSOB) e deve contenere informazioni utili alla formazione di un giudizio da parte del pubblico. Allo stesso tempo, la società oggetto dell'OPA è tenuta alla diffusione di un comunicato che renda possibile la valutazione dell'offerta.²² L'OPA è irrevocabile e si rivolge a tutti i possessori di strumenti finanziari appartenenti alla società oggetto di OPA. A seconda del mezzo di scambio è possibile inquadrare altre due forme di offerte pubbliche: Offerta Pubblica di Scambio (OPS) e Offerta Pubblica mista di Acquisto e Scambio (OPAS) e in ultimo può essere acquisito il controllo anche attraverso il Leverage Buyout (LBO), una tecnica di acquisizione totalitaria che prevede in larga parte il ricorso al debito.

Le principali tipologie di offerte pubbliche sono:

- **OPA totalitaria:** prevede, ai sensi dell'art. 106 comma 1 del TUF, un obbligo di lanciare un'OPA sulla totalità delle azioni residue per chiunque venga a detenere, direttamente o indirettamente, una partecipazione superiore al 30% del capitale sociale. Tra gli obiettivi principali, vi è la tutela delle minoranze, libere di poter cedere le partecipazioni ad un prezzo equo. Questa offerta può anche essere definita *ostile* quando il Consiglio di Amministrazione della società target o oggetto di OPA esprime parere contrario all'offerta, ritenendo inadeguato il prezzo proposto;
- **OPA di consolidamento:** disciplinata dall'art. 106 comma 3 del TUF, scatta in caso di acquisti superiori al 5% da parte di soggetti che già detengono una posizione da OPA totalitaria (30-50%). Anche questo strumento è volto a tutelare gli azionisti di minoranza da repentini cambi di controllo;
- **OPA residuale:** in seguito ad un'OPA totalitaria con il raggiungimento della partecipazione pari al 95%, l'offerente è obbligato ad acquistare i titoli residui allo stesso prezzo dell'offerta precedente, garantendo alla minoranza una possibilità

²² Art. 103, D. Lgs. 58/1998, *Testo Unico della Finanza*, Gazzetta Ufficiale n. 71 del 26 marzo 1998

di uscita.²³ Ai sensi dell'art. 108 comma 2, si fa obbligo di acquisto della restante parte di titoli anche per chiunque venga a detenere una partecipazione pari al 90% anche non a seguito di OPA;

- **OPA volontaria preventiva:** ha per oggetto almeno il 60% delle azioni ordinarie ed è promossa su base volontaria. Consente di acquisire il controllo di diritto senza detenere la totalità del capitale sociale. Non dà luogo all'obbligo di promuovere un'OPA totalitaria quando: l'offerente non abbia acquistato una partecipazione superiore all'1% del capitale nei dodici mesi precedenti alla comunicazione alla Consob e l'efficacia dell'offerta sia approvata dalla maggioranza del capitale.²⁴
- **Squeeze Out:** simile all'OPA residuale, disciplinato dall'art. 111 del TUF, prevede che chiunque in seguito ad un'OPA totalitaria, arrivi a detenere almeno il 95% delle azioni abbia il diritto di acquistare i titoli residui entro tre mesi dal termine dell'OPA purché venga preventivamente dichiarato nel documento di offerta.

Le operazioni di concentrazione possono essere realizzate tramite la *fusione*, ossia un'operazione mediante la quale due o più società si uniscono dando vita a un unico soggetto giuridico. In generale, la fusione è regolata dal Codice civile agli articoli da 2501 a 2504; in particolare, nel caso delle fusioni bancarie, interviene una regolamentazione specifica da parte del Testo Unico Bancario e l'operazione di fusione può essere svolta da società dello stesso tipo (fusione omogenea) o di tipologia differente (fusione eterogenea) e può essere conclusa rispettando due modalità:

- Fusione per unione, che comporta la costituzione di una nuova società alla quale vengono trasferiti diritti e obblighi delle società estinte,
- Fusione per incorporazione, in cui una società leader (incorporante) permane e l'altra (incorporata) si estingue.

Per quanto riguarda le fusioni tra imprese bancarie, l'art. 57 del TUB stabilisce che le operazioni di fusione vengano autorizzate da Banca d'Italia purché non contrastino la sana e prudente gestione. Inoltre, ai sensi dell'art. 4 del Regolamento Europeo n. 1024 del 2013, rientrano anche alcune funzioni di vigilanza attribuite alla Banca Centrale Europea.

²³ Art. 108, commi 1 e 3, D. Lgs. 58/1998, *Testo Unico della Finanza*, Gazzetta Ufficiale n. 71 del 26 marzo 1998

²⁴ Art. 107, D. Lgs. 58/1998, *Testo Unico della Finanza*, Gazzetta Ufficiale n. 71 del 26 marzo 1998

Un'ulteriore modalità di concentrazione è rappresentata dalla *cessione di ramo d'azienda*, disciplinata dagli articoli 2555 e 2560 del Codice civile, dall'art. 58 del TUB che regola i rapporti giuridici tra intermediari vigilati ed infine dai provvedimenti autorizzativi e dalle operazioni di vigilanza da parte di Banca d'Italia e dalla BCE.

1.4 Gli assetti proprietari: i tre grandi gruppi

Per capitalizzazione di mercato²⁵, il primo grande gruppo bancario italiano è rappresentato da Intesa Sanpaolo, realtà nata in seguito a numerose operazioni straordinarie sviluppatesi nel corso dei decenni.

Nel 1998 nasce Banca Intesa dall'unione tra Cassa di Risparmio delle Province Lombarde (Cariplo) e Banco Ambrosiano Veneto. Nel 1999, la Banca Commerciale Italiana entra nel Gruppo Intesa. Nel 2001, proprio con la fusione tra Banca Commerciale Italiana (Comit) e Banca Intesa prende vita il Gruppo IntesaBci che nell'anno seguente assume definitivamente il nome di Banca Intesa.

Parallelamente, sempre nel 1998, nasce un altro gruppo di istituti denominato Sanpaolo IMI, frutto della fusione tra l'Istituto Mobiliare Italiano (IMI) e l'Istituto Bancario San Paolo. Nei successivi anni, Sanpaolo IMI amplia ulteriormente il proprio perimetro acquisendo nel 2000 il Banco di Napoli e assumendo una partecipazione nella Cassa di Risparmio di Forlì e della Romagna. Inoltre, nel 2003, avvia il processo di integrazione del Banco di Napoli con le banche appartenenti al Gruppo Cardine, un'unione di banche che, in seguito a molteplici operazioni straordinarie interne, comprende i seguenti istituti: la Banca dell'Adriatico, la Banca Agricola di Cerea, la Cassa di Risparmio di Bologna, la Cassa di Risparmio di Gorizia, la Cassa di Risparmio di Udine e Pordenone ed infine la Cassa di Risparmio di Venezia.

Dopo un lungo percorso iniziato nel 2006, il 1° gennaio 2007 dalla fusione tra Banca Intesa e San Paolo IMI nasce Intesa Sanpaolo.

Nello stesso anno, nasce il Gruppo UBI Banca dalla fusione tra Gruppo BPU Banca e Gruppo Banca Lombarda e Piemontese; quest'ultima viene acquisita dal Gruppo Intesa

²⁵ Fonte dati: piattaforma LSEG Workspace (ex Refinitiv) consultata in data 05 febbraio 2025

Sanpaolo nel 2021 attraverso un'Offerta Pubblica di Scambio per poi essere completamente incorporata nel Gruppo Intesa mediante fusione per incorporazione.²⁶

La governance del gruppo è costituita da un sistema che prevede l'Assemblea, il Consiglio di Amministrazione, il Comitato per il Controllo sulla Gestione e i Comitati consiliari.

Quanto agli assetti proprietari, il Gruppo Intesa Sanpaolo ha una composizione geografica dell'azionariato localizzato principalmente in Italia con il 44 per cento, seguita dall'Europa Continentale con il 28 per cento e USA e Canada con il 17 per cento. I principali azionisti sono Compagnia San Paolo con il 6,3 per cento e Fondazione Cariplo con il 5 per cento mentre circa l'88 per cento delle azioni sono detenute dal mercato. Quest'ultimo vede come principali attori Investitori Istituzionali esteri con circa il 56 per cento, Fondazioni ex-bancarie con circa il 17 per cento e Investitori Istituzionali italiani con circa il 7 per cento.²⁷

Il secondo gruppo, in ordine di capitalizzazione è il Gruppo Unicredit.²⁸

La storia del Gruppo fonda le sue radici nel secondo dopoguerra, quando viene costituito l'Istituto per la Ricostruzione Industriale (IRI), principale azionista del Credito Italiano. Quest'ultimo nel 1992 viene trasformato in Gruppo Polifunzionale e, l'anno successivo, diventa la prima Banca d'Interesse Nazionale ad essere privatizzata.

Nel 1995, Credito Italiano acquisisce il Gruppo Credito Romagnolo che in seguito alla fusione con Carimonte, diventa Rolo Banca 1473.

Nel 1998, dall'aggregazione tra Gruppo Credito Italiano, Rolo Banca 1473 e il Gruppo Unicredit nasce UniCredito Italiano composto da sette banche: Credito Italiano, Rolo Banca 1473, CariVerona, Banca CRT, Cassamarca, Cassa di Risparmio di Trento e Rovereto ed infine la Cassa di Risparmio di Trieste.

Nel 1999 inizia il processo di internazionalizzazione del Gruppo con la prima acquisizione transfrontaliera in Polonia di Bank Pekao SA.

Nel 2000, le numerose operazioni internazionali rendono UniCredito Italiano il terzo gruppo bancario d'Europa. Tra le varie operazioni, si annoverano le acquisizioni di:

²⁶ Intesa Sanpaolo, "La nostra storia", *Gruppo Intesa Sanpaolo*. Disponibile su: <https://group.intesasnpaolo.com/it/chi-siamo/la-nostra-storia>

²⁷ Intesa Sanpaolo, *Relazione su Governo Societario e Assetti Proprietari 2023*, Torino, Intesa Sanpaolo, 2024. Disponibile su: <https://group.intesasnpaolo.com/it/governance/documenti-societari/2023>

²⁸ Fonte dati: piattaforma LSEG Workspace (ex Refinitiv) consultata in data 05 febbraio 2025

Splitska Banka in Croazia, Pol'nobanka in Slovacchia, Bulbank in Bulgaria e Pioneer Group a Boston.

Nel 2003, il Gruppo cambia denominazione per rafforzare il marchio e diventa UniCredit. Due anni dopo, nel 2005, UniCredit conclude una fusione con la banca tedesca HypoVereinsbank (HVB), nata anch'essa dall'aggregazione di due istituti bavaresi.

Nel 2007, UniCredit consolida il Gruppo attraverso l'unione con Capitalia e prosegue le operazioni internazionali attraverso l'acquisizione di Ukrsotsbank in Ucraina.

Nel 2021, Andrea Orcel viene nominato Amministratore Delegato e con il Piano Industriale 2022-2024 prevede un nuovo periodo di crescita geografica e di consolidamento.²⁹

La governance del gruppo è strutturata secondo il modello tradizionale italiano che prevede la presenza di quattro organi principali: l'Assemblea, il Consiglio di Amministrazione, il Collegio Sindacale ed infine i Comitati consiliari.

Così come per il Gruppo Intesa Sanpaolo anche le azioni di Unicredit sono ammesse alla negoziazione sui mercati regolamentati di Borsa Italiana S.p.A. nel segmento Euronext Milan, con la sola differenza che il Gruppo Unicredit è quotato anche sui mercati regolamentati di Francoforte e Varsavia.

Geograficamente le quote Unicredit sono disposte come segue: 42 per cento Stati Uniti, 25 per cento Regno Unito, 22 per cento Europa, 8 per cento Italia e 4 per cento altri Paesi. I maggiori azionisti ai sensi dell'art. 120 del TUF sono il Gruppo BlackRock con circa il 7 per cento e Gruppo Allianz SE con il 4 per cento. Il 75 per cento delle quote è detenuto da Investitori Istituzionali, il 6 per cento da Fondi Sovrani, il 4 per cento da Fondazioni e solo il 13 per cento dagli investitori retail.³⁰

Il terzo gruppo, il cosiddetto *Terzo Polo*³¹ bancario – ovvero la possibile unione tra il Gruppo Monte dei Paschi di Siena (MPS) e Mediobanca – potrebbe essere costituito da due istituti che nell'ultimo periodo sono attivi nella ricerca di operazioni di

²⁹ UniCredit. "La nostra identità." Gruppo UniCredit. Disponibile su: <https://www.unicreditgroup.eu/it/unicredit-at-a-glance/our-identity.html>

³⁰ UniCredit, *Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari relativa all'esercizio 2023*, Milano, UniCredit, 2024. Disponibile su: <https://www.unicreditgroup.eu/content/dam/unicreditgroup-eu/documents/it/governance/assemblea/archivio/2024/assemblea-12-aprile-2024/11-marzo-2024/Relazione-sul-governo-societario-2023.pdf>

³¹ *Terzo Polo*: è un termine comunemente utilizzato in ambito giornalistico e accademico per riassumere il terzo gruppo italiano in ordine di capitalizzazione che si sta costituendo o si costituirà in futuro attraverso l'aggregazione di più istituti (MPS e Mediobanca o MPS e Banco BPM)

concentrazione al fine di accrescere la propria competitività e posizionarsi come terzo grande polo al fianco di Intesa Sanpaolo e Unicredit.

La Banca Monte dei Paschi di Siena, fondata nel 1472 è ritenuta la più antica banca al mondo ancora in attività.

Dal 1936 sino al 1995 la banca ricopre lo status di Ente Pubblico Economico controllato dallo Stato.

Tra il 1950 e il 1990 la Banca avvia una serie di operazioni transfrontaliere, aprendo numerose filiali in diversi paesi del mondo, in città come Francoforte, Londra, New York e Singapore.

Nel periodo tra il 1990 ed il 1994, la Banca intraprende le prime operazioni straordinarie facendo confluire nel Gruppo MPS banche come l'Istituto Nazionale per il Credito Agrario e Mediocredito Toscano, nonché acquisendo quote di controllo in banche estere. Nel 1995 in seguito alla riforma del sistema bancario con la legge Amato, MPS viene trasformata in una società per azioni con controllo affidato alla Fondazione Monte dei Paschi di Siena.

Tra il 2000 ed il 2005 il Gruppo prosegue il processo di consolidamento ed espansione geografica acquisendo partecipazioni in Banca Agricola Mantovana.

Nel 2008, consolida il posizionamento nazionale attraverso l'acquisizione di Antonveneta, a sua volta nata da diversi processi di fusione.³²

Nel 2017, lo Stato, con il Decreto Legislativo n. 237 del 2016 realizza una ricapitalizzazione precauzionale di 5,4 miliardi, mettendo fine ad un periodo travagliato per il Gruppo. Il Ministero dell'Economia e delle Finanze diventa, nel 2017, il maggior azionista, detenendo una partecipazione pari a circa il 70 per cento.

La governance del gruppo è strutturata secondo il modello tradizionale caratterizzato dalla presenza dell'Assemblea, del Consiglio di Amministrazione, del Collegio Sindacale e dei Comitati, il Gruppo ha 16 società controllate di cui 14 controllate direttamente e 2 con controllo indiretto. La società è quotata nei mercati regolamentati italiani di Borsa Italiana S.p.A. nel segmento Euronext Milan.

La struttura azionaria include diversi soci dichiarati superiori al 3 per cento, tra cui: il Ministero dell'Economia e delle Finanze con il 12 per cento circa, Delfin SARL con il

³² Banca Monte dei Paschi di Siena. "Chi siamo." *Gruppo MPS*. Disponibile su: <https://www.gruppomps.it/gruppo/presentazione.html>

9,8 per cento, Gruppo Caltagirone con il 5 per cento, Banco BPM SPA con il 5 per cento, Anima Holding SPA con il 4 per cento circa e il restante 65 per cento in mano ad altri azionisti, tra cui Investitori Istituzionali e investitori retail.³³

Il Gruppo Mediobanca nasce nel 1946, fondato da Banca Commerciale Italiana (Comit), Credito Italiano e Banco di Roma e, dieci anni dopo, l'Istituto viene quotato in Borsa.

La sua privatizzazione avviene nel 1988, ma solo nel 2003 prende avvio il processo di ampliamento mediante operazioni di acquisizione e fusione. L'anno successivo, vengono inaugurate una serie di filiali estere, tra cui Francoforte, Londra, Lussemburgo, Madrid, Mosca, New York e Parigi.

Nel 2015, Mediobanca acquisisce il controllo di Cairn Capital, banca londinese con cui costruisce una piattaforma di asset management; l'anno seguente acquisisce il controllo totalitario di Banca Esperia oltre ad una serie di attività retail di Barclays in Italia.

Negli anni Mediobanca si specializza come banca d'affari, conducendo importanti operazioni di privatizzazione, ottenendo una posizione centrale nelle operazioni di acquisizione e fusione, e diversificando la propria attività in servizi come l'*Investment Banking*, la gestione dei crediti in sofferenza, il Private Banking, il ruolo di advisory nel Corporate & Investment Banking, nel Wealth Management ed infine gioca un ruolo fondamentale nello sviluppo della banca digitale del Gruppo denominata Che Banca!.³⁴

La governance adotta un modello tradizionale basato sulla presenza dell'Assemblea, del Consiglio di Amministrazione, del Collegio Sindacale e dei Comitati interni.

L'azionariato del gruppo, ai sensi del 120 del TUF, è così composto: Delfin SARL 20 per cento circa, Gruppo Caltagirone 10 per cento circa, Gruppo BlackRock 4 per cento circa, Gruppo Mediolanum 3,5 per cento circa ed il restante 60 per cento riconducibile ad altri investitori.³⁵

³³ Monte dei Paschi di Siena, *Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari 2023*, Siena, Monte dei Paschi di Siena, 2024. Disponibile su: https://www.gruppomps.it/static/upload/bmp/bmps_relazione_sul_governo_societario_e_gli_assetti_proprietari_2023.pdf

³⁴ Mediobanca, "Chi siamo", *Gruppo Mediobanca*. Disponibile su: <https://www.mediobanca.com/it/chi-siamo.html>

³⁵ Mediobanca. *Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari 2023*. Milano: Mediobanca, 2024. Disponibile su: https://www.mediobanca.com/static/upload_new/12-12--relazione-governo-societario_23-ita-def-final1.pdf

In conclusione, i tre gruppi individuati sono classificabili in ordine di capitalizzazione di mercato come segue: Intesa Sanpaolo circa 78 miliardi, Unicredit circa 72 miliardi, Mediobanca con circa 14 miliardi ed infine Monte dei Paschi con circa 8 miliardi³⁶.

Nelle operazioni straordinarie, un ruolo determinante è svolto dalla corporate governance che incide direttamente sull'esito dell'operazione e sul valore generato per gli azionisti. Studi condotti sulle fusioni bancarie italiane dimostrano che la composizione del Consiglio di Amministrazione, il numero di membri con incarichi multipli (interlocking) e il tasso di retention – ovvero la percentuale di consiglieri della banca target che mantengono il proprio incarico nella società risultante dall'operazione, sono strettamente correlati con il successo o l'insuccesso dell'operazione.

L'analisi focalizzata su un campione di fusioni bancarie evidenzia che il tasso di retention si attesta intorno al 47%, con un'incidenza diretta sul premio pagato per l'operazione.

Tuttavia, si è riscontrato che il merger premium risultava inferiore nei casi in cui almeno un membro del CdA della banca target fosse stato mantenuto anche nella nuova società, con un calo medio del 36,33% rispetto a operazioni prive di retention.

La presenza di legami preesistenti tra i membri dei CdA delle banche coinvolte nell'operazione è un fenomeno che prende il nome di *interlocking directorates* ed è, tra gli altri, un elemento cardine della corporate governance. Infatti, si è osservato che vi è una maggiore probabilità di retention nei casi in cui esistevano già rapporti tra i vari membri dei CdA delle banche precedentemente alla fusione, riducendo il rischio di conflitti interni e garantendo una transizione più fluida. L'interlocking, però, non si è dimostrato essere sempre un elemento determinante per l'esito dell'operazione e la sua assenza non compromette necessariamente il successo dell'operazione.

È possibile concludere, dunque, che fenomeni di *interlocking* o *retention* sono da considerare variabili specifiche, dipendenti da fattori contingenti.

La corporate governance riveste un ruolo cruciale poiché incide non solo sulle dinamiche interne all'operazione di fusione, ma anche sul valore finale dell'operazione per gli azionisti, evidenziando l'importanza di una gestione strategica del CdA nelle operazioni di concentrazione.³⁷

³⁶ Fonte dati: piattaforma LSEG Workspace (ex Refinitiv) consultata in data 05 febbraio 2025

³⁷ Greco, M., Murgia, G., Ferranti, E., "Le M&A nel settore bancario: qual è l'effetto del modello di corporate governance italiano sul loro successo?", *XX Riunione Scientifica dell'Associazione italiana di Ingegneria Gestionale: Oltre la crisi: quali strategie per l'innovazione*, Udine, 2009

1.5 Il ruolo del Governo e il *golden power*

La spinta sempre più forte ad un mercato basato sull'integrazione europea e sul libero scambio richiede un'armonizzazione con quelli che sono gli interessi di carattere interno ad ogni Stato e relativi alla sicurezza nazionale e alla compatibilità degli investimenti da e verso l'Europa.

Con il Decreto-legge n. 21 del 2012 viene varata una particolare disciplina che risponde alla necessità di esercitare alcuni poteri speciali a tutela degli interessi nazionali; tale disciplina prende il nome di *golden power* e prevede l'esercizio di un potere di veto o impositivo per le operazioni che minacciano gli interessi di Stato. Tuttavia, il meccanismo, che prevede la salvaguardia degli assetti proprietari e la difesa da potenziali scalate ostili, è utilizzabile esclusivamente in presenza di specifici presupposti.

Rispetto alla precedente disciplina (c.d. *golden share*), viene esteso il campo di applicazione a tutte le attività di rilevanza strategica in specifici settori e vengono standardizzati i presupposti per l'esercizio dei poteri amministrativi del Governo.

L'impresa, laddove si verifichino i presupposti sopra citati,³⁸ è tenuta a notificare al Governo entro dieci giorni dall'atto, dall'operazione o dalla delibera. Il procedimento è curato dal Gruppo di coordinamento sui poteri speciali in un periodo massimo di 30 giorni, ed è presieduto dal Segretario generale della Presidenza del Consiglio dei ministri. La particolarità, in riferimento al settore bancario, è rappresentata dall'art. 2 del Decreto, che si applica a qualsiasi delibera, atto o operazione di società che detiene attivi strategici e che abbia per effetto: il cambio del controllo, le delibere di fusione, di scissione, di mutamento dell'oggetto sociale, di trasferimento all'estero della sede sociale e di trasferimento dell'azienda o rami di essa.

Lo strumento del *golden power*, sebbene implementato di recente, dimostra di essere uno strumento da utilizzare in via eccezionale, specialmente nelle operazioni intraeuropee.

A tal riguardo, il Regolamento Europeo n. 452 del 2019 sul controllo degli Investimenti Esteri Diretti (IDE) nasce con l'obiettivo di lasciare libero ogni Stato Membro di prevedere o meno un sistema di controllo o di adottare le opportune decisioni in riferimento ad uno specifico investimento diretto.

³⁸ Artt. 1 e 2, D.L., 15 marzo 2012, n. 21, Disposizioni urgenti per la tutela delle imprese nazionali nei settori strategici, Gazzetta Ufficiale n. 63 del 15 marzo 2012

Il Regolamento ha così posto le basi per un ampliamento dei settori con investimenti esteri sottoposti a controllo, e quindi alla possibile applicazione del *golden power*, e consente un meccanismo di coordinamento europeo per la segnalazione e lo screening.

Generalmente, il Decreto Legislativo n. 21 del 2012 prevede la regolamentazione di settori strategici come: difesa e sicurezza nazionale, energia, trasporti, telecomunicazioni e tecnologia. Sebbene il settore bancario non sia esplicitamente assoggettato alla disciplina, può rientrare in essa quando l'Istituto in questione gestisce servizi di pagamento, sistemi di sicurezza informatica, custodisce dati sensibili o, ancora, se la banca finanzia uno dei settori strategici sopra citati o se l'operazione in atto possa in qualche modo compromettere la stabilità finanziaria del Paese.³⁹

1.6 Il ruolo dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (AGCM)

Nel settore bancario, oltre al Governo, riveste un ruolo fondamentale anche l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (AGCM).

La Legge n. 287 del 1990 attribuisce all'AGCM la facoltà di vietare operazioni di concentrazione che possano potenzialmente produrre effetti perniciosi per la concorrenza. L'operatività dell'Autorità si esprime attraverso la richiesta di implementazione di misure correttive promosse dalla stessa o dalle parti e dispone del potere di imporre azioni e di integrare prescrizioni vincolanti. Tra le misure più comuni rientrano la cessione di sportelli bancari oppure l'ipotesi di *interlocking directorates*.

Il significato implicito della richiesta di rimedi risiede nella sempre più ferma necessità di assicurare e garantire la libertà di iniziativa economica delle imprese.

La funzione regolatrice dell'Autorità risponde, quindi, al principio di proporzionalità cui si ispira la normativa di riferimento, oltre che alla limitazione degli effetti anti-competitivi consentendo il corretto svolgimento delle operazioni in un contesto concorrenziale.

Invero, il procedimento istruttorio tende sempre a imporre azioni correttive solamente laddove siano idonee a ridurre in maniera sostanziale la concorrenza tramite la costituzione di una posizione dominante.

Un primo esempio che può fornire un'idea di quella che è l'attività propria dell'AGCM è quello relativo al Gruppo Poste Italiane. La divisione Bancoposta del Gruppo, per il parere

³⁹ Moscianese, J., and Panico, R. C. "Le operazioni di M&A fra regolamentazione e concorrenza." In *La disciplina della concorrenza nelle operazioni straordinarie*, 103–130, Torino, Giappichelli, 2022

dell'AGCM, non deve essere ritenuta all'interno dei soggetti rivolti alla raccolta bancaria in quanto, il conto corrente bancario, non è pienamente sostituibile con il conto Bancoposta per la vastità di pubblico ma solamente per una nicchia di mercato.

Da un lato, Poste non svolge attività bancaria e non è autorizzata a svolgere: attività di raccolta bancaria (ma solo raccolta postale), l'esercizio del credito ed il finanziamento al pubblico, attività che infatti svolge per conto di terzi.

Dall'altro, Bancoposta, negli ultimi anni ha accresciuto sempre più i propri servizi offerti e contestualmente i propri volumi attestandosi in un posizionamento significativo rispetto ai concorrenti del settore bancario.

Inoltre, Poste gode di una capillarità territoriale e geografica che rappresenta una alternativa concreta ai tradizionali fornitori di servizi bancari standard e che quindi fa sorgere più di qualche dubbio sul grado di concorrenzialità esistente.

Un altro esempio significativo risulta essere il caso Intesa Sanpaolo – Ubi Banca, in riferimento alla presenza di sportelli bancari nelle *catchment areas* – ovvero zone in cui la banca attrae la maggior parte dei clienti.

L'Autorità, ritenendo la formazione di una posizione dominante in capo ad Intesa Sanpaolo, ha obbligato la vendita di n. 532 sportelli al Gruppo BPER al fine di controbilanciare la perdita di concorrenza derivante dall'assenza di Ubi Banca sul mercato.

In riferimento all'ultimo caso presentato, l'AGCM in caso di cessione di sportelli bancari, impone con un provvedimento che:

- vi sia la preventiva approvazione da parte dell'Autorità,
- venga fissata una scadenza precisa per la conclusione della cessione,
- venga affidata la vendita degli sportelli non ceduti in tempo ad un advisor indipendente,
- che gli sportelli vengano gestiti in modo tale da conservarne la commerciabilità,
- nel caso in cui la vendita supera i tempi previsti, viene nominato un advisor internazionale che deve essere approvato dall'AGCM e deve presentare un rapporto conclusivo per ottenere la validazione dell'operazione.⁴⁰

⁴⁰ Moscianese, J., and Panico, R. C. "Le operazioni di M&A fra regolamentazione e concorrenza." In *La disciplina della concorrenza nelle operazioni straordinarie*, 161-202, Torino, Giappichelli, 2022

1.7 Il ruolo della Banca Centrale Europea (BCE)

Il sistema bancario europeo, già agli inizi del 2020, inizia a manifestare la necessità di un consolidamento come scelta strategica per contrastare la scarsa redditività rispetto al costo del capitale, la necessità di implementare investimenti tecnologici ed una struttura di mercato sempre più caratterizzata da un'eccessiva proliferazione di intermediari finanziari, i quali si trovavano a sostenere ingenti oneri strutturali nel tentativo di competere per le medesime fasce di clientela. Questo scenario è noto come *over-banking*. Ciononostante, le operazioni di consolidamento concluse rimangono numericamente limitate, specialmente quelle tra imprese di diversi Stati, in quanto vi sono numerosi fattori che possono ostacolare le operazioni di consolidamento; tra questi troviamo la necessaria fase di negoziazione che richiede tempistiche lunghe, gli stringenti requisiti sulle grandi esposizioni nazionali e in ultimo la Direttiva 59/2014/CE che disciplina la risoluzione delle banche in dissesto con l'obiettivo primario di evitare perturbazioni del sistema finanziario; la Direttiva, in particolare, costituisce un ostacolo al consolidamento bancario.

La Bank Recovery and Resolution Directive (BRRD) viene introdotta al fine di stabilire un quadro per la gestione delle crisi bancarie il più possibile armonizzato. La BRRD sostituisce il meccanismo del bail-out (salvataggio pubblico) ed il meccanismo del bail-in che prevedeva il coinvolgimento degli investitori privati nel salvataggio della banca. Tra i principali punti della Direttiva vi sono: alcune condizioni di risoluzione per le quali una banca diventa soggetta alla procedura di risoluzione se è in dissesto o a rischio dissesto, non può in nessun modo risolvere la crisi con mezzi privati, e la risoluzione diventa necessaria per la salvaguardia dell'interesse pubblico e del sistema finanziario in generale; vi sono inoltre alcuni strumenti di risoluzione che consistono nella vendita di asset a privati, nella creazione di una banca ponte, nel trasferimento di asset deteriorati ad una *bad bank* ed in ultimo nell'applicazione del bail-in per ricapitalizzare e salvare l'istituto in dissesto.

L'applicazione della Direttiva BRRD rafforza la stabilità del sistema bancario riducendo il rischio di fallimenti incontrollati ed il coinvolgimento pubblico.

Nel più ampio ruolo di supervisione che la BCE ricopre nel quadro normativo europeo, è possibile inquadrare un altro strumento introdotto nei paesi dell'Eurozona: il Meccanismo Unico di Risoluzione o Single Resolution Mechanism (SRM) che è stato introdotto con

l'obiettivo di garantire una gestione efficace delle crisi bancarie. Il Meccanismo include il Comitato Unico di Risoluzione o Single Resolution Board (SRB) e il Fondo Unico di Risoluzione o Single Resolution Fund (SRF), progettati per gestire i fallimenti bancari evitando un impatto diretto sui contribuenti.

La Direttiva 59/2014/CE, meglio nota come BRRD, ed il Regolamento SRM sono le principali normative che hanno istituito il Meccanismo Unico di Risoluzione e che hanno armonizzato le regole di risoluzione bancaria in tutta Europa.

Il Meccanismo prevede la vendita parziale o totale delle attività di una banca in dissesto, il trasferimento delle attività ad una banca ponte per continuare i servizi essenziali, l'utilizzo del bail-in che si attua attraverso la svalutazione delle azioni e delle obbligazioni per assorbire le perdite e ricapitalizzare l'istituto. Il principale obiettivo del Meccanismo è la prevenzione dell'utilizzo di fondi pubblici nei salvataggi bancari e garantire la stabilità dell'intero sistema bancario.⁴¹

La BCE, nel 2021, attraverso una Guida, fornisce una panoramica delle aspettative e dei principi che guidano la vigilanza da parte della BCE sulle operazioni di concentrazione del settore bancario come: fusioni, acquisizioni o altre operazioni che rendono maggiore il grado di complessità e la grandezza dell'Istituto bancario. Il principale obiettivo della Banca Centrale è preservare la stabilità finanziaria e la concorrenza del sistema bancario e assicurare che il gruppo bancario che emerge da una serie di operazioni possa efficacemente affrontare i rischi senza compromettere la stabilità finanziaria.

I principi chiave che la BCE adotta nella supervisione sono: la proporzionalità nella valutazione delle operazioni senza sovraccaricare le banche più piccole, i rischi e la solidità come aspetto fondamentale di gestione del consolidamento (es. rischio di credito o rischio operativo) ed infine trasparenza e comunicazione richiedendo alle banche informazioni chiare e complete sin dalle fasi iniziali del processo.

Altri elementi chiave nelle operazioni di valutazione da parte della BCE sono: l'impatto sulla concorrenza evitando concentrazioni eccessive che possano sfociare in abusi di posizione dominante anticoncorrenziale che possano ripercuotersi o danneggiare i consumatori finali e la sostenibilità finanziaria del gruppo che emerge dalle operazioni di consolidamento ed infine la valutazione sulla gestione dei rischi operativi e strategici.

⁴¹ G., Giombini, G., Travaglini, "La regolamentazione del sistema bancario dopo la crisi", s.l., Argomenti, 2020, <https://doi.org/10.14276/1971-8357.2095>

La Guida all'approccio di Vigilanza offre un quadro chiaro su come la Banca Centrale Europea intende compiere le operazioni di vigilanza di propria competenza e mira ad una valutazione equa ed approfondita. Viene adottata al fine di chiarire le aspettative di supervisione nelle operazioni di fusione ed acquisizione secondo quattro principi: proporzionalità, solidità finanziaria, trasparenza e comunicazione.⁴²

Tuttavia, non esiste una regolamentazione organica riferibile alle operazioni di consolidamento ma le norme sono piuttosto frammentate a livello nazionale ed europeo. Infatti, generalmente, le operazioni di fusione sono di competenza nazionale sebbene la BCE eserciti vigilanza per gli istituti *significativi*.

La Direttiva 44/2007/CE propone di introdurre una procedura di valutazione rigorosa per le acquisizioni di partecipazioni qualificate. Quest'ultima prevede obblighi specifici per le autorità, criteri chiari e tempi rigidi.

Secondo il Regolamento Europeo n. 468 del 2014 le autorità nazionali (ANC) svolgono un importante ruolo nell'istruttoria e collaborano con la BCE dando completa attuazione al Meccanismo Unico di Vigilanza (MVU) introdotto con il Regolamento Europeo n. 1024 del 2013 e che prevede proprio la cooperazione tra le stesse in materia di supervisione prudenziale. La BCE ha a sua volta il compito di approvare o respingere le acquisizioni ed ha dunque l'ultima parola nelle decisioni.

La Direttiva 36/2013/CE (CRD IV) modifica e riproduce le disposizioni relative all'accesso alle attività bancarie e gli Stati membri sono impossibilitati a adottare misure più rigorose delle stesse previste dalla CRD IV.

In Italia l'art. 19 del TUB svolge un importante ruolo per l'assegnazione dei criteri di acquisizione di partecipazioni qualificate e la Banca d'Italia conserva competenze nella valutazione del consolidamento bancario con specifico riferimento ad operazioni derivanti da procedure di risoluzione di un istituto bancario.

In ultimo, tra la normativa nazionale ed europea la BCE ha un ruolo predominante, ma si serve dei lavori prodotti in prima analisi da parte delle Autorità Nazionali mettendo in atto l'essenziale cooperazione prevista dal Meccanismo Unico di Vigilanza.

In tal contesto, infatti, la Corte di Giustizia europea ha affermato il criterio della *decisional dominance* che consente l'impugnabilità dei poteri decisivi in capo alla BCE

⁴² Banca Centrale Europea. *Guida all'approccio di vigilanza alla consolidazione nel settore bancario*. Francoforte sul Reno: BCE, 2021. Disponibile su: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.guideconsolidation2101~fb6f871dc2.it.pdf>

solo alla Corte stessa e non anche ai giudici nazionali, con l'obiettivo ultimo di uniformare le decisioni a livello europeo.⁴³

1.8 Il ruolo della Banca d'Italia

La Banca d'Italia svolge un ruolo fondamentale nel panorama delle operazioni straordinarie bancarie, in particolare per gli istituti *meno significativi*. Nonostante la priorità della competenza decisionale sia della BCE, la Banca d'Italia conserva anche importanti prerogative nella valutazione delle operazioni. Già nel settembre 2020 il Governatore della Banca d'Italia ha evidenziato come la diminuzione dei tassi di interesse e l'aumento delle sofferenze bancarie abbiano compresso i margini di profitto degli Istituti riducendo la redditività, ed ha sottolineato l'importanza degli investimenti massicci in tecnologia per dotare il cliente finale di soluzioni digitali per competere in un mercato in rapida evoluzione. Contestualmente, la repentina crescita digitale suggerisce una razionalizzazione delle filiali per ottimizzare le risorse e adeguarsi a sistemi digitali preferiti dai consumatori. Il Governatore Visco commenta il consolidamento bancario come un'opportunità strategica volta a migliorare l'efficienza operativa, rafforzare la redditività delle banche e sostenere investimenti tecnologici che si renderebbero difficili da sostenere per le banche di piccole dimensioni ed invita, quindi, a sfruttare le economie di scala.⁴⁴

La Banca d'Italia svolge inoltre un ruolo di supervisione indiretta nell'ambito delle operazioni di consolidamento del sistema bancario; il suo ruolo è disciplinato dall'art.19 del TUB che regola l'acquisizione di partecipazioni qualificate, definendo i criteri di valutazione per l'idoneità degli acquirenti e la solidità finanziaria dell'operazione, con l'art. 57 del TUB che attribuisce alla Banca d'Italia il potere di autorizzare fusioni e scissioni di banche che non contrastino con il criterio di sana e prudente gestione ad eccezione del caso in cui sia richiesta l'autorizzazione della BCE e infine dall'art. 53 del TUB che indica i requisiti patrimoniali e di governance che la Banca d'Italia definisce sulla base di una sana e prudente gestione per garantire la stabilità del sistema finanziario.

⁴³ Moscianese, J., and Panico, R. C. "Le operazioni di M&A fra regolamentazione e concorrenza." In *La disciplina della concorrenza nelle operazioni straordinarie*, 205-218, Torino, Giappichelli, 2022

⁴⁴ Visco, I. *Economia, innovazione, conoscenza*. Lectio Magistralis, Inaugurazione anno accademico 2020-2021, Gran Sasso Science Institute, 16 dicembre 2020. Disponibile su: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-governatore/integov2020/Visco_20201216.pdf

In conclusione, il Regolamento Europeo n. 1024 del 2013 attribuisce nell'ambito del Meccanismo Unico di Vigilanza la supervisione alla BCE subordinata ad una stretta collaborazione con la Banca d'Italia. La cooperazione si realizza attraverso la raccolta e l'analisi di dati sulle banche italiane fornendo valutazioni di stabilità finanziaria, supervisionando e gestendo le richieste di fusione o acquisizione di banche *meno significative* riferendo alla BCE quando necessario.

1.9 Il ruolo della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB)

La Consob ha un ruolo centrale nella regolamentazione e supervisione delle operazioni straordinarie bancarie ed è inquadrabile tra le ANC che collaborano con la BCE al fine di rilasciare le autorizzazioni necessarie alla conclusione delle operazioni. Il ruolo della Consob è generalmente rivolto a garantire la protezione degli investitori ed il corretto funzionamento dei mercati finanziari.

La Legge n. 262 del 2005 ha rafforzato il potere della Consob fornendo maggiore autorità e strumenti più incisivi per il monitoraggio dei mercati e per evitare lacune in termini di trasparenza, manipolazioni del mercato o abuso di informazioni privilegiate. Nello specifico settore delle OPA e delle M&A è rafforzata la capacità dell'Autorità di intervenire nella regolamentazione delle procedure.

In particolare, l'art.101 del TUF individua nel regolamento emanato dalla Consob la principale fonte normativa in termini di pubblicità concernente un'offerta. L'offerente deve fornire tutte le informazioni necessarie in modo chiaro, completo e tempestivo e deve rendere nota la percentuale di azioni che intende acquisire. La Consob vigila sulla correttezza e la trasparenza dell'offerta, garantendo che gli azionisti vengano informati in modo chiaro, e verifica che l'offerta abbia un prezzo equo (non inferiore al più alto degli ultimi 12 mesi). Di contro, i poteri della Commissione consentono la sospensione dell'offerta per fondato sospetto di violazione delle disposizioni.

La Commissione, nelle operazioni straordinarie bancarie non ha un ruolo direttamente coinvolto nella valutazione e nella gestione della concorrenza, ruolo che come visto precedentemente, spetta principalmente all'AGCM;⁴⁵ la Consob svolge attività finalizzate a garantire la correttezza delle transazioni che direttamente o indirettamente

⁴⁵ Art. 6, Legge 10 ottobre 1990, n. 287, *Norme per la tutela della concorrenza e del mercato*, Gazzetta Ufficiale n. 240 del 13 ottobre 1990.

sono rivolte alla stabilità del mercato. L'operato della Consob è disciplinato dal Testo Unico della Finanza e prevede attività di vigilanza volte al controllo della regolarità delle operazioni, fornisce le autorizzazioni necessarie in caso di OPA, impedisce il conflitto di interessi e rivolge la propria attenzione all'equità, alla trasparenza e alla tutela per gli investitori. Infine, collabora con le altre autorità nazionali⁴⁶ per le operazioni direttamente sotto il controllo della BCE.⁴⁷

La Commissione, ai sensi dell'art.103, detta con un apposito Regolamento le disposizioni a cui le imprese devono attenersi in tema di operazioni di concentrazione. Periodicamente, la Commissione pubblica documenti di consultazione che approfondiscono la gestione di tematiche specifiche

Come verrà esaminato più in dettaglio nei prossimi capitoli, la principale normativa di riferimento per la Consob è il Regolamento Emittenti n. 11971 del 1999, che fornisce in dettaglio tutte le modalità con cui l'Ente monitora i comportamenti delle imprese sul mercato, la regolamentazione per le società quotate con riguardo alle modalità e alle condizioni di ammissione sui mercati regolamentati nonché alle modalità di comunicazione delle informazioni da parte degli emittenti di strumenti finanziari.

⁴⁶ Unione Europea. *Direttiva 2004/25/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004 relativa alle offerte pubbliche di acquisto*. Gazzetta ufficiale dell'Unione europea, L 142/12, 30 aprile 2004

⁴⁷ Artt. 101, 103, Parte IV, Titolo II, Capo II, Sezione I, D. Lgs. 58/1998, *Testo Unico della Finanza*, Gazzetta Ufficiale n. 71 del 26 marzo 1998

1.10 Il ruolo strategico dello Stato nelle recenti operazioni

Nelle più recenti operazioni, come ad esempio le Offerte Pubbliche di Acquisto ostili lanciate da Unicredit nei confronti di Commerzbank e Banco BPM, si osserva che, nel primo caso, l'OPA risponde agli impulsi della BCE che favorisce le operazioni cross-border volte a migliorare la competitività europea; tuttavia, il governo tedesco si è opposto all'operazione per evitare che una banca tedesca possa trovarsi sotto il controllo di una banca italiana. Ma anche il governo italiano ha ostacolato l'acquisizione di Banco BPM al fine di preservare l'Istituto come elemento strategico che possa favorire la nascita del *terzo polo* insieme con Monte dei Paschi. A tal riguardo il governo italiano acconsentirebbe ad una posizione di peso da parte di un istituto francese (Crédit Agricole) in Banco BPM purché venga realizzato l'obiettivo strategico prefissato.

È possibile concludere che, sebbene la Commissione Europea, la BCE, il Rapporto Draghi o il Rapporto Letta vadano in una direzione congiunta di unione bancaria europea indispensabile per competere a livello internazionale, i governi nazionali sembrano ancora restii alla creazione di un ambiente ideale per rimuovere i veti incrociati alle operazioni di consolidamento.⁴⁸

L'integrazione bancaria in Europa incontra diverse barriere normative, operative e politiche che ne ostacolano lo sviluppo. L'espansione delle banche italiane all'estero viene principalmente impedita dalla forte segmentazione dei mercati bancari nazionali.

Le principali difficoltà risiedono nelle disparità normative, poiché ogni paese mantiene regolamentazioni specifiche e differenti che ostacolano la creazione di gruppi bancari paneuropei e ne limitano le integrazioni transfrontaliere; nelle resistenze politiche, che portano gli stati membri a iperproteggere le proprie banche nazionali, scoraggiando, ostacolando o disincentivando le acquisizioni da parte dei gruppi esteri; e nelle barriere operative derivanti da differenze insite nei modelli di business e nei sistemi finanziari che rallentano e complicano l'integrazione.

L'attuale frammentazione normativa e la mancanza di una reale armonizzazione delle regole continueranno a limitare l'apertura del mercato e le banche continueranno così ad operare in un contesto segmentato.⁴⁹

⁴⁸ Baglioni, A. "Risiko bancario, tra stato e mercato." *Lavoce.info*, 19 dicembre 2024. Disponibile su: <https://lavoce.info/archives/104652/risiko-bancario-tra-stato-e-mercato/>

⁴⁹ Fernandez-Bollo, É., D. Andreeva, M. Grodzicki, L. Handal, and R. Portier. *Euro area bank profitability and consolidation*. Madrid: Banco de España, 2021. Disponibile su:

La disparità tra le normative nazionali e le differenti modalità di applicazione della normativa sulle fusioni e acquisizioni bancarie è uno dei principali ostacoli alla creazione di un mercato bancario unificato.

Sebbene il Regolamento Europeo n. 139 del 2004, disciplini i criteri di valutazione delle concentrazioni, lascia ancora troppo margine di autonomia agli Stati membri, e le restrizioni messe in atto dai singoli Stati continuano a frammentare il mercato bancario e a frenare l'istituzione dell'Unione bancaria europea.

Il Meccanismo Unico di Vigilanza ha tentato di armonizzare molte delle norme sulla supervisione bancaria a livello europeo, ma le singole autorità nazionali continuano a mantenere il potere decisionale sulle operazioni straordinarie creando un ulteriore livello di complessità di natura prettamente strategico-politica.

Il Meccanismo Unico di Risoluzione (SRM) ha rafforzato la gestione delle crisi bancarie, ma ha anche imposto vincoli più stringenti all'uso delle operazioni straordinarie come strumento di risanamento per gli istituti in dissesto o in difficoltà.

Tra i diversi ostacoli assumono rilievo: i requisiti prudenziali nazionali in termini di grandi esposizioni a cui gli intermediari bancari sono soggetti e che limitano le operazioni di consolidamento di ampia portata; le resistenze politiche, attraverso le quali i governi nazionali proteggono i propri istituti bancari, ostacolando l'acquisizione da parte di gruppi stranieri per mantenere il controllo su asset strategici; la gestione della liquidità dei grandi gruppi europei è soggetta ad alcuni vincoli normativi che impediscono alle filiali locali di trasferire capitale e passività all'interno del gruppo, ostacolando l'integrazione finanziaria.

Nonostante i progressi normativi, fusioni e acquisizioni bancarie avvengono ancora prevalentemente entro i confini nazionali, evidenziando la necessità di una reale armonizzazione normativa europea.⁵⁰

https://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/InformesEstabilidadFinanciera/21/4_Consolidation_FSR.pdf

⁵⁰ European Central Bank, euro area bank profitability and consolidation. É. Fernandez-Bollo, D. Andreeva, M. Grodzicki, L. Handal, R. Portier. 2019

CAPITOLO 2

IL RUOLO DELLA COMUNICAZIONE

La comunicazione finanziaria viene utilizzata dalle istituzioni finanziarie, dalle imprese e dagli Enti per informare il pubblico e per fornire agli *stakeholders* interessati alla situazione economico-finanziaria dell'impresa gli elementi necessari a prendere le decisioni sulla base di informazioni attendibili.

Il principale obiettivo della comunicazione finanziaria è quello di garantire la trasparenza, la chiarezza e la tempestività delle informazioni e può essere di due tipologie: ***continua*** – riguardante le informazioni price sensitive – e, ***successiva*** – riferita a comunicazioni programmate periodicamente.

La comunicazione viene utilizzata come strumento di diffusione e di creazione di valore; essa viene impiegata dall'impresa come leva strategica per attrarre risorse sul mercato ed accrescere la fiducia degli stakeholders.⁵¹

L'importanza della comunicazione finanziaria è spiegata, in generale, da una serie di fonti normative. In particolare, a disciplinarne e a promuoverne l'attuazione, direttamente o indirettamente, intervengono la Costituzione italiana, il TUF, i Regolamenti nazionali e le Direttive comunitarie.

È utile evidenziare il duplice ruolo che la comunicazione finanziaria ricopre.

Da un lato essa è uno strumento di creazione di valore attraverso la ***voluntary disclosure*** con la quale l'azienda mira a ridurre ulteriormente le asimmetrie informative, a migliorare il rapporto con il mercato e a favorire una valutazione accurata da parte degli investitori. In alternativa, quest'ultima può essere utilizzata come strategia reputazionale.

Dall'altro lato, è uno strumento obbligatorio – ***mandatory disclosure***, previsto da obblighi normativi che ne impongono i contenuti, le tempistiche e le modalità comunicative da seguire. Inoltre, l'informativa obbligatoria può consentire una comparazione con l'informativa di altri soggetti e per alcuni stakeholder costituisce l'unico mezzo idoneo per valutare lo stato di salute dell'impresa.

In conclusione, l'informativa finanziaria comporta dei costi indiretti in quanto le informazioni rilasciate diventando pubbliche possono essere utilizzate anche da altri soggetti; ad esempio, per i concorrenti possono quindi diventare un'esternalità positiva e

⁵¹ Coda, V. *Comunicazione e immagine nella strategia dell'impresa*, Torino, Giappichelli, 1991

possono esporre l'impresa al rischio di divulgare informazioni utili e sensibili in merito alla propria strategia.⁵²

2.1 Il contesto normativo dell'informativa finanziaria

L'informativa finanziaria trova il suo fondamento nei principi costituzionali contenuti negli articoli 41 e 47 della Costituzione italiana, pilastri del diritto dei mercati finanziari. In primo luogo, l'art. 41 della Costituzione afferma il principio della libertà di iniziativa economica e, in tal senso, la comunicazione finanziaria riveste un ruolo importante nel garantire l'utilità sociale, la trasparenza e la tutela degli interessi generali degli investitori, consentendo ad essi di poter esercitare appieno il diritto di iniziativa economica.

In secondo luogo, la Costituzione italiana, ex art. 47, incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; lo Stato assume quindi una responsabilità nella promozione e nella protezione del risparmio. L'articolo impegna anche la Repubblica a disciplinare, coordinare e controllare l'esercizio del credito e a favorire l'accesso all'investimento. Infatti, questo presupposto rende necessario che l'informativa fornita agli investitori sia precisa, affidabile e idonea a permettere decisioni di investimento consapevoli.

La rilevanza costituzionale dell'informativa finanziaria risiede, quindi, nell'integrazione tra il principio di libertà economica e la protezione del risparmio che rende necessaria come tutela sociale la trasparenza del mercato e la tutela degli investitori.

Il quadro delineato dalla Costituzione trova attuazione concreta nelle norme specifiche nazionali come il TUF o il Regolamento della Consob che operano praticamente per garantire la corretta diffusione, la tempestività e l'equo accesso alle informazioni.

La Consob, a livello nazionale, svolge un ruolo cruciale nella vigilanza sui mercati finanziari e promuove la tutela costituzionale del risparmio. La Commissione è responsabile dell'applicazione del Regolamento Emittenti, istituito con Delibera Consob n. 11971 del 1999, che definisce in dettaglio tutti gli obblighi informativi cui devono attenersi gli emittenti quotati. Con esso, la Consob delinea e regola le modalità di diffusione delle informazioni rilevanti per il mercato, garantendo che le informazioni

⁵² Coda, V. *Comunicazione e immagine nella strategia dell'impresa*, Torino, Giappichelli, 1991

vengano rese tempestivamente disponibili e in modo uniforme a tutti gli investitori, favorendo l'efficienza e la trasparenza del mercato.⁵³

Le decisioni adottate a livello comunitario hanno previsto un controllo esterno del mercato finalizzato alla tutela della concorrenza e alla prevenzione di posizioni dominanti che possano distorcere il libero funzionamento del mercato.⁵⁴

Sebbene la Costituzione si occupi della tutela del **risparmio** come principio sociale e culturale, le normative europee fanno riferimento, più nel dettaglio, al concetto di tutela dell'**investimento** e al corretto funzionamento del mercato **finanziario**.

Nel contesto normativo europeo, attualmente, il riferimento principale in tema di tutela dell'investitore e dell'efficienza dei mercati finanziari è la Direttiva 596/2014/CE, anche nota come **Market Abuse Regulation**; la norma soprintende l'abuso di informazioni privilegiate e le manipolazioni di mercato.

Negli anni, vengono emanate numerose direttive volte a regolamentare e a fornire un quadro più chiaro sulle operazioni da svolgere in tema di investimento e tra queste troviamo la Direttiva 2003/71/CE che disciplina il contenuto e le modalità del prospetto informativo in caso di Offerta Pubblica di Acquisto e la Direttiva 2004/39/CE nota come Direttiva MiFID che propone di fornire la regolamentazione dei mercati finanziari e di investimento al fine di favorire la creazione di un mercato unico europeo.⁵⁵

2.1.1 La Direttiva Transparency

La Direttiva 2007/14/CE stabilisce una serie di obblighi di trasparenza per gli emittenti i cui strumenti sono ammessi alla negoziazione sui mercati regolamentati. Di concerto con le altre norme, anche la **Direttiva Transparency** ha come obiettivo quello di garantire agli investitori l'accesso a notizie esatte, complete e tempestive così da consentire agli investitori di prendere decisioni consapevoli.

La norma stabilisce le regole uniformi per la trasmissione delle partecipazioni rilevanti e definisce l'obbligo di rendicontazione periodica, con relazioni a cadenza semestrale contenenti un bilancio, dati comparativi e note di accompagnamento.

⁵³ Regolamento Consob n. 11971 del 14 maggio 1999, *Regolamento di attuazione del D. Lgs. 58/1998 in materia di emittenti*, Gazzetta Ufficiale n. 134 del 10 giugno 1999

⁵⁴ Bin, R., e Pitruzzella, G., "La libertà di iniziativa economica", *Diritto pubblico*, Torino, Giappichelli, 2025

⁵⁵ Amato, G., *L'informazione finanziaria price-sensitive*, Firenze, Firenze University Press, 2013

Per quanto concerne le partecipazioni rilevanti, la Direttiva stabilisce l'obbligo di notifica qualora una quota di diritti di voto raggiunga, superi o scenda al di sotto delle soglie stabilite; la notifica, in tal caso, deve avvenire entro due giorni dalla trattativa dell'operazione. La diffusione delle informazioni deve essere ampia e istantanea in tutti gli Stati membri e deve preservare l'integrità del contenuto. Devono essere utilizzati mezzi sicuri ed efficienti che permettano la tracciabilità della trasmissione su richiesta delle Autorità e a tal fine è considerata valida anche la pubblicazione sul sito web dell'emittente, purché sia costantemente aggiornata, accessibile e priva di restrizioni.⁵⁶

2.1.2 Market Abuse Regulation (MAR)

Il Regolamento Europeo n. 596 del 2014, noto anche come *Market Abuse Regulation (MAR)*, rappresenta il principale quadro normativo europeo in materia di prevenzione di abusi di mercato. Esso disciplina le modalità di comunicazione delle informazioni finanziarie con l'obiettivo di garantire la tutela degli investitori. L'art. 14 della MAR si pone in continuità con la precedente Market Abuse Directive (MAD) introducendo un inasprimento delle sanzioni al fine di conseguire una maggiore armonizzazione a livello europeo in tema di prevenzione degli illeciti finanziari.⁵⁷

Infatti, l'art. 14 della MAR vieta l'uso improprio di informazioni privilegiate, la negoziazione di strumenti finanziari da parte dei soggetti insider – ovvero dirigenti aziendali, dipendenti o soggetti che hanno accesso ad informazioni riservate nonché la divulgazione delle informazioni senza fondato motivo o al di fuori dai canali ufficiali.⁵⁸

Inoltre, la MAR ha rafforzato i poteri delle autorità di vigilanza per rilevare e sanzionare gli abusi di mercato, includendo meccanismi di controllo stringenti anche per le piattaforme digitali, compresi i social media.⁵⁹

⁵⁶ Direttiva 2007/14/CE della Commissione dell'8 marzo 2007, *Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea*, L 69/27 del 9 marzo 2007

⁵⁷ Callegaro, F., *Market Abuse: la nuova prospettiva Comunitaria in materia di sanzioni penali*, Diritto Bancario, 11 marzo 2015. Disponibile su: <https://www.diritto bancario.it/art/market-abuse-la-nuova-prospettiva-comunitaria-materia-di-sanzioni-penali/>

⁵⁸ Arrigoni, M., *Informazioni privilegiate e funzionamento dei mercati finanziari*, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2022

⁵⁹ Maume, P. "Capital markets regulation in the age of social media: an analysis of the GameStop incident under the EU Market Abuse Regulation." In *A Research Agenda for Financial Law and Regulation*, Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 2025

L'art. 17 della MAR stabilisce che gli emittenti di strumenti finanziari devono comunicare al pubblico tempestivamente tutte le informazioni privilegiate che possano influenzare il valore delle proprie azioni.

La comunicazione deve avvenire senza indugio, attraverso i canali ufficiali e le imprese devono istituire processi e sistemi interni volti a identificare e gestire le informazioni price sensitive.

Infine, in alcuni casi particolari, l'emittente può ritardare la divulgazione di una informazione privilegiata a condizione che:

- il ritardo non faccia sorgere il rischio di inganno per il pubblico
- l'informazione venga mantenuta riservata
- venga informata l'autorità di vigilanza del ritardo⁶⁰

La disciplina dell'art. 17 svolge un ruolo fondamentale per assicurare il corretto funzionamento del mercato in quanto limita le possibili manipolazioni del mercato mediante il ritardo intenzionale nella divulgazione di informazioni price sensitive.⁶¹

2.1.3 Il Testo Unico della Finanza

A livello normativo nazionale, a disciplinare l'informativa price sensitive intervengono: il **Testo Unico della Finanza (TUF)** nel capo I, il Regolamento Emittenti, la comunicazione Consob n. DME/6027054 del 2006 e la *Guida per l'informazione al mercato* di Borsa Italiana.

A dettare il quadro normativo generale per la gestione delle informazioni regolamentate interviene l'art. 113-ter del TUF con l'obiettivo di assicurare la diffusione ed il rapido accesso alle stesse.⁶²

Il TUF rappresenta la principale fonte normativa che regola il mercato finanziario italiano e l'art. 91 del TUF delinea principi come la tutela degli investitori, l'efficienza e la trasparenza a cui la Consob si ispira nell'esercizio delle proprie funzioni. L'articolo contribuisce in maniera significativa al rispetto degli impulsi costituzionali e si propone come strumento di bilanciamento tra il principio di libertà di iniziativa economica ed il

⁶⁰ Juan-Mateu, F., *Disclosure of Cybersecurity Incidents under Art. 17 MAR*. SSRN, 2025

⁶¹ Basile, E., *Verso la riforma della disciplina italiana del Market Abuse: la legge-delega per il recepimento della direttiva 57/2014/UE*, La Legislazione Penale, 2015

⁶² Art. 113-ter, D. Lgs. 58/1998, *Testo Unico della Finanza*, Gazzetta Ufficiale n. 71 del 26 marzo 1998

principio secondo cui al risparmio è affidata una sensibile tutela Costituzionale. Esso disciplina la diffusione al pubblico delle informazioni rilevanti, imponendo specifici obblighi di trasparenza con l'obiettivo di tutelare gli investitori e di garantire l'efficienza del mercato.⁶³

Il legislatore, attraverso l'art. 114 del TUF, impone agli emittenti quotati e ai soggetti che li controllano l'obbligo inderogabile di comunicare tempestivamente le informazioni price sensitive al fine di garantire l'efficienza e la trasparenza dei mercati finanziari.

Tale disciplina è finalizzata a mitigare il rischio derivante dalle asimmetrie informative, assicurando che tutti gli operatori dispongano delle medesime informazioni rilevanti per compiere le proprie scelte di investimento.

D'altro canto, l'art. 184 del TUF interviene in chiave repressiva, configurando come illecito penale le condotte riconducibili al fenomeno dell'*insider trading*.

La disposizione mira a sanzionare l'abuso di informazioni privilegiate da parte di soggetti che, disponendo di dati riservati, li utilizzino a proprio vantaggio o a beneficio di terzi alterando così l'equilibrio e l'integrità del mercato finanziario.

L'art. 114 del TUF ha lo scopo di bilanciare due diritti fondamentali: da un lato, la tutela del risparmio ex art. 47 della Costituzione e dall'altro il diritto alla riservatezza delle società al fine di proteggere la divulgazione di informazioni potenzialmente dannose per l'emittente e per le proprie strategie. Il comma 2 del suddetto articolo, si rivolge anche alle società controllate che devono trasmettere tempestivamente le informazioni rilevanti. Nel caso di omissioni o ritardi, la responsabilità ricade sulla controllante per non aver vigilato e per non aver impartito le disposizioni necessarie al corretto svolgimento del flusso informativo.

Considerati i rischi ed i costi che l'emittente deve sostenere per la divulgazione di informazioni price sensitive, l'autorità di vigilanza deve esercitare i poteri disciplinati dall'art. 114 comma 5 con estrema cautela onde evitare il rischio che l'eccesso di informazioni possa provocare confusione sul mercato.

L'obbligo informativo, può coinvolgere anche emittenti non quotati; secondo l'art 2-bis del Regolamento Emittenti Consob sono obbligati ad informare il mercato di informazioni price sensitive anche gli emittenti con strumenti diffusi tra il pubblico in misura rilevante – ovvero coloro che abbiano azionisti diversi dai soci in numero

⁶³ Amato, G., *L'informazione finanziaria price-sensitive*, Firenze, Firenze University Press, 2013

superiore a 200 e che detengano una percentuale complessiva di capitale sociale pari al 5 per cento e coloro che non soddisfano i requisiti per la redazione del bilancio in forma abbreviata secondo le disposizioni del codice civile. Il legislatore ha introdotto questa estensione normativa al fine di evitare che la mancata quotazione possa costituire un mezzo per eludere gli obblighi informativi.

Inoltre, sorge soltanto in presenza di indiscrezioni di stampa o andamento anomalo dei titoli, l'obbligo di disclosure per i potenziali offerenti di un'OPA ai sensi dell'art. 102 comma 8 del TUF limitando così il diritto alla riservatezza per tutelare il pubblico risparmio.⁶⁴

Il Testo Unico della Finanza provvede regolamentare, direttamente o indirettamente, l'informativa finanziaria. In particolare, è con l'art. 115-bis del TUF che interviene al fine di individuare i soggetti in possesso di informazioni rilevanti e sottolinea l'importanza del ruolo che riveste la riservatezza delle informazioni. Pertanto, gli emittenti sono tenuti ad istituire ed aggiornare un registro dei soggetti che in virtù della loro professione sono a conoscenza di informazioni privilegiate.⁶⁵

Il TUF dispone la regolamentazione degli obblighi informativi delle società con strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante. Il comma 1 dell'art. 116 del TUF prevede che la Consob individui mediante specifico Regolamento quali sono gli emittenti con numero significativo di strumenti da assoggettare alla disciplina informativa.⁶⁶

Con l'art. 118 bis comma 1, invece, si stabilisce che gli emittenti quotati debbano rendere pubbliche le informazioni regolamentate e, per il comma 2, che la Consob intervenga a stabilire le modalità e i termini per l'adempimento degli obblighi informativi.⁶⁷

Il tema delle partecipazioni rilevanti è regolamentato dall'art. 120 del TUF che, attraverso il comma 2, obbliga alla comunicazione delle partecipazioni superiori al 3 per cento di capitale che devono essere comunicate alla Consob entro cinque giorni dall'acquisto e devono essere fornite informazioni, per il comma 4, in merito all'identità dell'acquirente, all'ammontare della partecipazione detenuta, alla data di superamento della soglia e gli obiettivi che l'acquirente intende perseguire.⁶⁸

⁶⁴ Amato, G., *L'informazione finanziaria price-sensitive*, Firenze, Firenze University Press, 2013

⁶⁵ Art. 115, D. Lgs. 58/1998, *Testo Unico della Finanza*, Gazzetta Ufficiale n. 71 del 26 marzo 1998

⁶⁶ Art. 116, D. Lgs. 58/1998, *Testo Unico della Finanza*, Gazzetta Ufficiale n. 71 del 26 marzo 1998

⁶⁷ Art. 118, D. Lgs. 58/1998, *Testo Unico della Finanza*, Gazzetta Ufficiale n. 71 del 26 marzo 1998

⁶⁸ Art. 120, D. Lgs. 58/1998, *Testo Unico della Finanza*, Gazzetta Ufficiale n. 71 del 26 marzo 1998

In termini di informativa, ai sensi dell'art. 123-bis del TUF le società quotate sono tenute a fornire una relazione annuale sul governo societario e sugli assetti proprietari dando notizia su: partecipazioni rilevanti, sulla struttura del capitale, su accordi parasociali, sul sistema di amministrazione e controllo adottato e sulla composizione e il funzionamento degli organi di amministrazione.⁶⁹

Infine, l'art. 157 del TUF prevede che vengano altresì comunicate alla Consob senza indugio le nomine, le cessazioni e le variazioni delle cariche degli amministratori e dei sindaci, dei revisori contabili di tutte le società con azioni quotate.⁷⁰

Il Testo Unico della Finanza, attraverso i sopra citati articoli, promuove un quadro normativo standardizzato e idoneo a garantire trasparenza e integrità del mercato finanziario italiano, assicurando un corretto flusso informativo tra la società, le autorità, gli investitori ed il pubblico.

2.1.4 Regolamento Emittenti Consob n. 11971/1999

La Consob attraverso il Regolamento Emittenti n. 11971 del 1999 ha emanato un insieme di norme con lo scopo di disciplinare gli obblighi di trasparenza e informativi che gli emittenti quotati devono rispettare. Esso è stato introdotto nel 1999 ed è stato aggiornato numerose volte per adeguarsi alle normative nazionali ed europee come la Direttiva Transparency e il Regolamento Market Abuse Regulation (MAR).

Il Regolamento ha il compito di regolare praticamente le modalità di comunicazione finanziaria e contiene numerosi articoli che disciplinano l'informativa periodica.

L'art. 77 del Regolamento impone l'obbligo di pubblicazione della relazione finanziaria annuale contenente il bilancio d'esercizio, il bilancio consolidato (ove applicabile), la relazione sulla gestione e la dichiarazione dei responsabili della redazione dei documenti contabili attraverso il sito internet o presso la sede dell'emittente, entro il termine di quattro mesi dalla chiusura dell'esercizio finanziario.

A questo articolo si affianca l'art. 81 del Regolamento Emittenti che prevede l'obbligo di pubblicazione della relazione finanziaria semestrale per gli emittenti di valori mobiliari e che deve includere: il bilancio semestrale abbreviato, la relazione intermedia sulla gestione ed eventuali pareri della società di revisione.

⁶⁹ Art. 123-bis, D. Lgs. 58/1998, *Testo Unico della Finanza*, Gazzetta Ufficiale n. 71 del 26 marzo 1998

⁷⁰ Art. 157, D. Lgs. 58/1998, *Testo Unico della Finanza*, Gazzetta Ufficiale n. 71 del 26 marzo 1998

In generale per la Consob la documentazione deve essere pubblicata ai sensi degli articoli:

- 65-bis – ovvero senza indugio ed in modo chiaro ed accessibile;
- 65-quinquies, e quindi, attraverso il Sistema di Diffusione delle Informazioni Regolamentate (SDIR) autorizzato dalla Consob;
- 65-sexies mediante diffusione diretta senza utilizzare il Sistema SDIR purché venga garantita l'accessibilità immediata, non discriminatoria e su tutto il territorio dell'Unione Europea;
- 65-septies che prevede la selezione e l'autorizzazione da parte di Consob di un meccanismo di stoccaggio autorizzato che funge da database per la conservazione dei documenti finanziari dell'emittente.

Ai sensi dell'art. 84 quater del Reg. Emittenti, le imprese devono pubblicare una relazione dettagliata sulla politica di remunerazione dei dirigenti e sui compensi ad essi corrisposti e nella relazione vengono inserite le politiche di remunerazione, le remunerazioni individuali ed eventuali incentivi basati su strumenti finanziari (es. stock option, azioni gratuite etc.), il documento deve essere pubblicato entro il termine per la convocazione dell'assemblea annuale degli azionisti.

L'art. 117 obbliga gli azionisti a comunicare alla Consob, entro cinque giorni di negoziazione dalla variazione della partecipazione, il superamento o la riduzione di determinate soglie di partecipazione nel capitale sociale di una società quotata (5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50%, 66,6% e 90%); la comunicazione deve includere i soggetti coinvolti e gli obiettivi che intendono perseguire attraverso l'acquisizione o la cessione di partecipazioni.

Infatti, ai sensi dell'art. 122-ter gli investitori che superano le soglie sopra citate devono dichiarare le proprie intenzioni strategiche riguardo alla società target solamente se persiste l'intento di influenzare la gestione della società ed entro 10 giorni dall'acquisto di partecipazioni rilevanti ex. 120 c. 4-bis TUF (10%, 20% e 25%).

Le informazioni relative alle operazioni straordinarie quali fusioni, scissioni e aumenti di capitale, regolate dall'art. 70 del Regolamento Emittenti, devono essere pubblicate almeno ventuno giorni prima dell'assemblea.

La Consob verifica gli emittenti ed esercita il suo potere di controllo ex art. 177 del Regolamento e in tal senso può richiedere documentazione aggiuntiva, effettuare

ispezioni e verifiche per garantire che vengano rispettati gli obblighi informativi e che le informazioni siano tempestive e complete.

La Consob può inoltre irrogare sanzioni amministrative o bloccare, nei casi più gravi, la negoziazione dei titoli sul mercato regolamentato.

Allo stesso modo, l'informativa continua o price sensitive viene normata da specifici articoli del Regolamento.

L'art. 66 del Regolamento impone agli emittenti di pubblicare senza indugio eventi e circostanze rilevanti e privilegiate in grado di influenzare il mercato attraverso un comunicato stampa, seguendo le modalità degli articoli 65 bis e seguenti sopra citati; è prevista la possibilità di ritardo nella comunicazione nei casi in cui: l'informazione possa indurre in errore il pubblico, rimanga riservata o sia giustificata da motivi legittimi.

Le acquisizioni e le cessioni di rilievo individuate come attività aziendali significative devono essere comunicate nel caso in cui superino le soglie di rilevanza indicate dall'Allegato 3B.

L'impresa ai sensi dell'art. 71 è tenuta a pubblicare un documento informativo dettagliato entro 15 giorni dalla conclusione dell'operazione e il documento deve includere: la descrizione dell'operazione, gli effetti finanziari e patrimoniali, le modalità di pagamento e i soggetti coinvolti.

Inoltre, per l'art. 71-bis gli emittenti quotati devono comunicare le operazioni effettuate con parti correlate dettagliando l'importo, le condizioni economiche e l'impatto sulla società e sugli azionisti dell'operazione conclusa.

Le società, ex art. 72, sono obbligate a comunicare al pubblico modifiche statutarie, emissioni di obbligazioni convertibili e distribuzioni di acconti sui dividendi in modo chiaro e tempestivo entro i tempi stabiliti per legge. La relazione illustrativa deve includere le motivazioni delle modifiche, i riflessi patrimoniali, le conseguenze per gli azionisti e le modalità di attuazione. Essa deve essere messa a disposizione almeno 21 giorni prima dell'assemblea, così come, ai sensi dell'art. 73, deve essere messa a disposizione la relazione sull'acquisto o la vendita di azioni proprie conforme all'Allegato 3A.

In tema di Offerta Pubblica di Acquisto o Scambio interviene l'art. 37 a imporre gli obblighi di comunicazione alla Consob delle decisioni di promuovere un OPA o OPS; la comunicazione deve contenere:

- i dati dell'offerente e dell'emittente,
- il numero e la categoria dei titoli oggetto di offerta,
- il corrispettivo offerto e le modalità di pagamento,
- l'eventuale presenza di persone che agiscono di concerto con l'offerente e le finalità dell'offerta – ovvero l'intenzione di revocare gli strumenti finanziari dalla negoziazione,
- la comunicazione deve essere resa pubblica mediante comunicato ed è importante che il CdA valuti l'indipendenza degli amministratori e l'assenza di conflitti di interesse se l'offerente è una società quotata.

L'art. 40 obbliga gli offerenti alla redazione di un documento d'offerta contenente gli obiettivi, le modalità di adesione, le garanzie e, gli eventuali aggiornamenti dello stesso, devono essere comunicate tempestivamente.

La promozione dell'offerta è regolata dall'art. 37-ter che prevede la presentazione da parte dell'offerente alla Consob del documento di offerta redatto secondo gli Allegati 2A e 2B e l'attestazione della presentazione delle comunicazioni alle autorità competenti.

La promozione dell'offerta deve essere pubblicata senza indugio al mercato mediante comunicato sulle piattaforme ufficiali dell'emittente.

Il documento di offerta prima della pubblicazione, deve essere trasmesso alla Consob che, ai sensi dell'art. 38, ne deve dare opportuna approvazione.

Il documento deve contenere informazioni quali:

- la descrizione dell'operazione,
- il numero e la categoria di titoli offerti,
- il prezzo e le modalità di pagamento, e
- le garanzie per il pagamento del corrispettivo.

Le offerte concorrenti o i rilanci, ex. art. 44, possono essere pubblicati fino a cinque giorni prima della chiusura del periodo di adesione dell'offerta precedente; qualsiasi rilancio o modifica deve essere pubblicata mediante comunicato ufficiale specificando la natura e l'entità del rilancio o della modifica e le garanzie previste.

Il periodo di adesione e la data di pubblicazione dei risultati devono essere allineati a quelli dell'ultima offerta concorrente. Infatti, eventuali modifiche dell'offerta sono consentite, come previsto dall'art. 43, fino al giorno precedente alla chiusura del periodo

di adesione e, se necessario, può essere prevista la proroga dell'offerta al fine di rendere adeguate informazioni agli azionisti.

I limiti alle modifiche riguardano: l'inammissibilità alla riduzione del quantitativo richiesto e l'inapplicabilità alle offerte concorrenti.

Gli emittenti di azioni quotate e i gestori di Fondi di Investimento Alternativi (FIA) devono comunicare alla Consob e al mercato, in base alle modalità previste dall'Allegato 3F, le operazioni di compravendita effettuate sui propri strumenti finanziari ex art. 144-bis 2. L'obbligo riguarda le operazioni effettuate direttamente o da società controllate, fatta eccezione per le operazioni regolate dall'art. 5 del Regolamento Europeo n. 596 del 2014 sulle manipolazioni di mercato.⁷¹

2.1.5 Il Regolamento di Borsa Italiana S.p.A.

Borsa Italiana interviene a disciplinare, di fatto, l'informativa unitamente alle disposizioni nazionali e comunitarie.

Attraverso l'art. 2.6.1 del Regolamento di Borsa Italiana vengono disciplinati i rapporti con gli emittenti di strumenti quotati che devono comunicare a Borsa Italiana tutte le informazioni che la stessa ritiene utili per il buon funzionamento del mercato, e inoltre, Borsa può richiedere all'emittente di fornire ulteriori informazioni rilevanti per il mercato.

In caso di inottemperanza della richiesta, Borsa Italiana può procedere alla diffusione diretta delle informazioni, fatte salve eventuali obiezioni dell'emittente fondate su esigenze di riservatezza o vincoli normativi.

L'art. 2.6.2 del Regolamento di Borsa Italiana definisce le informazioni che l'emittente è tenuto a comunicare a Borsa Italiana – ovvero, le variazioni del capitale sociale, il calendario degli eventi societari su base annuale che deve includere le date di approvazione della relazione annuale e semestrale, eventuali informazioni aggiuntive e le presentazioni dei dati contabili degli analisti e, in ultimo, la proposta di distribuzione del dividendo comprensiva della data proposta per lo stacco dello stesso.

Con riferimento alla comunicazione di informazioni price sensitive, l'art. 2.6.5 prevede che Borsa Italiana possa specificare particolari istruzioni sul contenuto minimo e la

⁷¹ Regolamento Consob n. 11971 del 14 maggio 1999, *Regolamento di attuazione del D. Lgs. 58/1998 in materia di emittenti*, Gazzetta Ufficiale n. 134 del 10 giugno 1999

struttura dei comunicati per garantire chiarezza e uniformità, ma allo stesso tempo gli emittenti devono sempre adeguarsi agli standard del Regolamento MAR n. 596 del 2014. La diffusione delle informazioni al pubblico e la loro archiviazione è rimandata, dall'art. 2.7.1 del Regolamento di Borsa Italiana, alle modalità previste dal Regolamento Consob, delineando che la pubblicazione deve attenersi alle istruzioni operative previste da Borsa Italiana.

La trasparenza dei mercati è tutelata dall'art. 5.6.1 del Regolamento di Borsa Italiana, perciò, Borsa Italiana deve diffondere tempestivamente le informazioni rilevanti per agevolare le decisioni di investimento e la verifica delle operazioni.

Con cadenza giornaliera Borsa Italiana diffonde il Listino Ufficiale con dati aggiornati relativi al numero di contratti conclusi e ai prezzi di apertura e di chiusura.

Durante la negoziazione le informazioni al pubblico sono disciplinate dall'art. 5.6.2 del Regolamento di Borsa Italiana che obbliga nella fase d'asta alla pubblicazione del prezzo indicativo di asta e al volume di scambio previsto.

Nel corso della negoziazione continua, in tempo reale devono essere pubblicati i migliori livelli di prezzo di acquisto e vendita, il prezzo e il volume dell'ultimo contratto concluso e i prezzi minimi e massimi della seduta.

Ai sensi dell'art. 5.6.3 del Regolamento di Borsa Italiana, il Gestore, rende note le informazioni importanti attraverso l'Avviso di Borsa Italiana o attraverso il proprio sito web, pubblicando anche dati sulla qualità dell'esecuzione delle operazioni secondo il Regolamento Europeo n. 575 del 2017.

Sono inoltre previsti obblighi informativi specifici per il segmento STAR che impongono la pubblicazione di informazioni finanziarie aggiuntive rispetto agli altri emittenti. In particolare, le società devono pubblicare informazioni su fusioni, scissioni, liquidazioni o altre modifiche societarie che possano influenzare il mercato.⁷²

⁷² Borsa Italiana S.p.A. *Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana*. Versione dell'8 aprile 2024. Disponibile su: <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/regolamenti/stralcioistruzioni-25032024.pdf>

2.2 La comunicazione periodica

Alla luce del quadro normativo delineato, la comunicazione periodica riveste un ruolo centrale al fine di garantire la trasparenza informativa e una gestione efficace delle organizzazioni. Essa consiste nella diffusione costante e strutturata di informazioni rilevanti sul piano economico-finanziario o istituzionale.

Gli elementi caratterizzanti dell'informativa periodica sono:

- i bilanci d'esercizio,
- i bilanci trimestrali, semestrali e annuali,
- i bilanci consolidati,
- la relazione sulla gestione,
- la relazione del revisore,
- la relazione del collegio sindacale,
- la relazione sul governo e sugli assetti proprietari,
- la lettera agli azionisti, e
- i verbali delle assemblee.

Questi documenti hanno lo scopo di informare correttamente gli stakeholder e contribuire alla stabilità e all'efficienza dei mercati.⁷³

L'informativa periodica svolge un ruolo cruciale nella riduzione delle asimmetrie informative assicurando una divulgazione omogenea delle informazioni, sia per soddisfare gli adempimenti normativi imposti dalla legge, sia per garantire la correttezza delle negoziazioni di mercato.⁷⁴

⁷³ Arrigoni, M., *Informazioni privilegiate e funzionamento dei mercati finanziari*, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2022

⁷⁴ Troisi, A., "L'informazione nel mercato finanziario: i bilanci delle banche e la comunicazione al pubblico." *Contratto e impresa*, s.l., 2013

2.3 La comunicazione *price sensitive*

La comunicazione continua riguarda fatti e accadimenti per i quali si rende necessaria la pubblicazione per legge in quanto idonei ad influenzare il prezzo degli strumenti finanziari.

La disciplina delle informazioni price sensitive risiede nel principio teorico dell'efficienza del mercato – ovvero, nella capacità del prezzo di incorporare tutte le informazioni disponibili.

La divulgazione di informazioni al mercato gioca un ruolo fondamentale sia sotto il profilo normativo che sotto quello strategico, in cui può rivelarsi uno strumento utile alla ricerca di liquidità sul mercato. Questo perché le asimmetrie informative pongono l'investitore in una posizione di svantaggio che, in assenza di informazioni adeguate ed esaustive, può comportare un calo della liquidità per effetto della riduzione degli scambi sul mercato. In tal senso, la comunicazione obbligatoria può essere integrata dall'impresa su base volontaria per favorire la divulgazione di talune notizie.

Inoltre, una divulgazione completa e corretta delle informazioni destinate al mercato renderebbe più complesso e oneroso il reperimento di ulteriori dati utili per il singolo investitore e per lo stesso diventerebbe più difficile ottenere un vantaggio informativo.

Secondo quanto previsto dal Regolamento Emittenti Consob, è possibile distinguere l'informativa continua in:

- **Informativa continua tipica:** riguarda eventi straordinari e non ripetitivi che impattano significativamente sulla struttura o sulla gestione di un'impresa.

Tra queste operazioni troviamo:

- operazioni di fusioni e scissioni (art. 70),
- aumento di capitale attraverso il conferimento di beni in natura (art. 70),
- aumento di capitale con l'esclusione o la limitazione del diritto di opzione (art. 72),
- operazioni di conversione di azioni (art.72),
- operazioni su azioni proprie (art. 73),
- riduzione del capitale sociale per perdite (art. 74),
- operazioni di acquisizioni e cessioni significative (art.71),
- modificazioni dell'atto costitutivo (art. 71), e
- emissione di prestiti obbligazionari (art. 71).

- **Informativa continua non tipica:** riferibile a *fatti rilevanti* ovvero fatti che avvengono all'interno di un'azienda o una delle sue società controllate. Sono eventi non ancora resi noti, ma se divulgati, potrebbero avere un impatto rilevante sul valore degli strumenti finanziari della società. Da qui l'obbligo di diffusione tempestiva dell'informazione price sensitive mediante apposito comunicato ai sensi dell'art. 66 del Regolamento Emittenti Consob. Esso deve includere tutte le informazioni necessarie per consentire una valutazione completa e accurata degli eventi e delle circostanze, un confronto con i precedenti comunicati e una rappresentazione degli effetti sui prezzi al fine ultimo di prevenire il rischio d'insorgenza del fenomeno di insider trading.

Per *price sensitive* si intende una informazione con carattere preciso, riferita a situazioni esistenti o che possono ragionevolmente verificarsi, oppure a eventi già accaduti o attesi con elevata probabilità. Attraverso la sua precisione, consente di trarre conclusioni sull'impatto che tali eventi possono avere sull'andamento dei prezzi, riguardando, direttamente o indirettamente, più strumenti finanziari.

Il Decreto Legislativo n. 58 del 1998 e la Direttiva Transparency 36/2007/CE individuano come strumento di diffusione fondamentale verso l'esterno il sito internet della società. Inoltre, come sopra anticipato, il Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A. stabilisce l'obbligo in capo alla società emittente di strumenti finanziari di comunicare a Borsa Italiana tutte le informazioni ritenute necessarie per il corretto funzionamento del mercato.⁷⁵

⁷⁵ Giacosa, E., *La comunicazione economico-finanziaria d'impresa*, Torino, Giappichelli, 2015

2.4 Normativa e informativa per operazioni straordinarie bancarie

Ferme restando le condizioni sopra elencate valide per tutti gli emittenti quotati, le operazioni straordinarie che coinvolgono gli istituti bancari, devono rispettare alcuni specifici requisiti.

In primo luogo, ai sensi dell'art. 19 del TUB o ai sensi dell'art. 22 del CRD IV l'autorità verifica se l'acquirente ha fornito tutta la documentazione necessaria, che prevede:

- l'identità del proponente,
- il piano industriale,
- le fonti di finanziamento, e
- la governance post-acquisizione;

in assenza della documentazione prevista, Banca d'Italia può richiedere integrazioni o sospendere i termini. Il Regolamento Europeo n. 709 del 2016 richiede informazioni dettagliate sui fondi utilizzati, la struttura del gruppo e la strategia di lungo periodo.

In secondo luogo, l'autorità procede alla valutazione dei cinque criteri di autorizzazione previsti dall'art. 23 del CRD IV, vengono esaminate:

- la reputazione dell'acquirente al fine di verificare l'assenza di precedenti penali, procedimenti disciplinari e comportamenti illeciti,
- la competenza e l'onorabilità dei nuovi dirigenti valutando l'esperienza pregressa e le capacità gestionali,
- la solidità finanziaria dell'acquirente valutando la capacità di sostenere l'operazione e l'origine e la legalità dei fondi,
- la sana e prudente gestione della banca target attraverso l'analisi dell'impatto sul modello di business, sui rischi assunti e sull'adeguatezza organizzativa, e
- la trasparenza della catena di controllo evitando interferenze esterne, Paesi terzi opachi e legami societari complessi.

La Banca d'Italia ai sensi dell'art. 19 comma 3 del TUB valuta altresì la comunicazione in base ai requisiti reputazionali dell'acquirente, alla sua solidità finanziaria e alla possibilità di instaurare una efficace vigilanza.

In base alla Circolare n. 285/2013 la Banca d'Italia può concedere l'autorizzazione solo dopo che l'istituto interessato abbia presentato un piano dettagliato atto a dimostrare come l'organizzazione e la solidità finanziaria dell'impresa risultante saranno adatte alla complessità dell'operazione. Per il CCR Regolamento Europeo n. 575 del 2013 i fondi

propri devono mantenere il criterio dell'adeguatezza anche dopo la conclusione dell'operazione.

Dopo avere esaminato le suddette informazioni, l'Autorità procede all'approvazione in via tacita in assenza di comunicazioni ai sensi del comma 5 dell'art. 19 del TUB o alternativamente nega in modo motivato indicando quale criterio non sia stato soddisfatto. A regolamentare i requisiti patrimoniali intervengono diverse fonti normative: il Regolamento Europeo n. 575 del 2013 o anche noto come Capital Requirements Regulation (CRR) che all'art. 92 obbliga gli emittenti a detenere, in ogni momento, un coefficiente di capitale totale pari all'8%, un coefficiente di capitale di classe 1 pari al 6% e un coefficiente primario di classe 1 pari al 4,5% ed infine la Direttiva 2013/36/UE ex art. 104, per la quale in presenza di rischi specifici non adeguatamente coperti dai requisiti minimi, le autorità possono richiedere un requisito supplementare noto come Pillar 2 Requirement (P2R).

Nel contesto normativo delle grandi esposizioni interviene l'art. 395 del Regolamento Europeo n. 575 del 2013 a stabilire che gli istituti non possono assumere un'esposizione superiore al 25% dei propri fondi eleggibili o 150 milioni di euro a seconda del valore più elevato. Quanto sopra viene rimarcato anche dalla Circolare n. 285/2013 di Banca d'Italia che richiede coerenza tra le operazioni straordinarie e l'equilibrio finanziario dell'emittente inteso come capacità di assorbire le perdite. Infatti, l'EBA Guidelines SREP del 2014 indica che le operazioni che alterano significativamente la struttura patrimoniale devono essere accompagnate da piani di ricapitalizzazione adeguati.

La banca acquirente, inoltre, in base alla disciplina dettata dal Regolamento Consob all'art. 27 deve informare adeguatamente i clienti dell'operazione, delle sue caratteristiche essenziali e dei rischi ad essa connessa.

Ai fini di un corretto monitoraggio della concorrenza sul mercato bancario la Legge n. 287 del 1990 all'art. 6 prevede che quando le operazioni straordinarie e di concentrazione superano determinate soglie devono essere comunicate all'AGCM e l'Autorità verifica l'assenza di abusi di posizione dominante o riduzioni effettive della concorrenza.⁷⁶

⁷⁶ Sartori, F., "Il sistema bancario nella prospettiva dei nuovi meccanismi di risanamento", *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, s.l, 2017

2.5 Il ruolo strategico della comunicazione finanziaria

La comunicazione finanziaria è parte integrante della strategia aziendale e le decisioni di comunicazione sono guidate da obiettivi come il miglioramento della reputazione sul mercato o la riduzione della volatilità del prezzo azionario.

Le aziende comunicano con gli investitori attraverso un processo strutturato che comprende una vera e propria agenda informativa comune. Le informazioni condivise superano anche gli elementi formali e comprendono informazioni qualitative come la strategia, la cultura aziendale o la qualità del management.

L'informativa mira a creare relazioni solide con gli investitori, promuovendo fiducia e reazioni informate in caso di eventi particolari come, ad esempio, le operazioni straordinarie.

Si inquadra, dunque, la duplice finalità della comunicazione, che da un lato è guidata dalla necessità di migliorare il posizionamento finanziario e dall'altro è finalizzata a difendere le acquisizioni ostili.

Nonostante i vincoli normativi, le imprese ponderano con attenzione costi e benefici della comunicazione e della relativa pubblicazione.

La divulgazione di informazioni price sensitive avviene in modo controllato e affiancate a comunicazioni private al fine di permettere una maggiore flessibilità e una trasmissione più efficace delle informazioni qualitative non adatte ad essere divulgate pubblicamente. Inoltre, la comunicazione privata cerca di evitare interpretazioni errate o incomplete delle informazioni finanziarie complesse e quindi gli incontri privati fungono anche da strumenti di guida che aiutano gli investitori a interpretare correttamente i dati complessi e a ridurre il rischio di fraintendimenti. L'obiettivo delle aziende è influenzare le aspettative del mercato affinché gli investitori guidino la reazione del mercato in seguito alla diffusione di nuove informazioni e inoltre, il rapporto continuo e privato con gli investitori permette di interpretare in modo più efficace eventi inattesi, di ridurre la volatilità del titolo e di migliorare l'interpretazione dei report finanziari.

Comunicare efficacemente con gli investitori permette di formare un nucleo solido di fiducia e comprensione che aiuta a superare i momenti di crisi o cambiamento come quello di fusioni o acquisizioni.

In conclusione, Holland, osserva la forza che le fusioni e le acquisizioni hanno nella potenzialità di creare o distruggere valore.⁷⁷

Nell'ampio contesto delle operazioni straordinarie nel settore bancario riveste un ruolo cruciale la comunicazione da parte dell'istituto verso i clienti che avviene principalmente tramite canali impersonali come lettere, e-mail o comunicati stampa e, seppur tutti i clienti vengano formalmente informati, molti di loro non sentono il pieno coinvolgimento in quanto le informazioni non essendo personalizzate vengono spesso ignorate o incomprese.

La comunicazione è considerata strategica in tutte le fasi del processo di fusione o acquisizione perché riduce l'incertezza su aspetti rilevanti per gli stakeholder.

Il contenuto e le modalità della comunicazione influenzano direttamente le reazioni dei clienti e l'equilibrio di mercato. Infatti, una comunicazione gestita male o carente nei contenuti genera insoddisfazione, perdita di fiducia e aumento dell'abbandono dei clienti; di contro, mettere in atto strategie comunicative efficaci come la conservazione dell'organico dopo la fusione o l'utilizzo di simboli e marchi storici già fidelizzati possono gestire al meglio la reazione dei clienti e del mercato in generale. Nonostante l'importanza riscontrata, il marketing tende a non essere al centro delle decisioni nelle operazioni straordinarie e svolge un ruolo fondamentale solo dopo la conclusione delle operazioni di fusione o acquisizione.⁷⁸

La struttura temporale del processo, durante le operazioni di M&A nel settore bancario, influenza la comunicazione esterna e il processo è suddiviso in tre fasi:

- preannuncio,
- negoziazione, e
- post-completamento.

Nella prima fase la comunicazione verso l'esterno è limitata e le informazioni rilevanti sull'operazione non sono divulgate al mercato. In questa fase il business plan, come

⁷⁷ Holland, J. B., "Private disclosure and financial reporting", *Accounting and Business Research* 28, n. 4, 1998, pp. 255–269

⁷⁸ Alvarez-González, P., and Otero-Neira, C., "The Effect of Mergers and Acquisition on Customer-Company Relationships: Exploring Employees' Perceptions in the Spanish Banking Sector", *Journal of Retailing and Consumer Services* 50, s.l., 2019, pp. 190–198

processo dinamico e non come modello statico, consente di condividere e comunicare strategicamente le scelte aziendali, soprattutto nell'ambito di operazioni straordinarie.⁷⁹

Nell'ultima fase la comunicazione diviene trasparente e le informazioni chiave vengono rese note al mercato.

Questo schema evidenzia la natura dinamica degli ambienti informativi durante gli eventi straordinari.

La comunicazione nella fase di negoziazione è particolarmente opaca in quanto le trattative avvengono *“a porte chiuse”*, e le informazioni dettagliate sono accessibili solo a soggetti coinvolti nell'operazione lasciando così il mercato in una posizione di svantaggio informativo.

Nella stessa fase le informazioni price sensitive assumono un ruolo critico perché l'asimmetria informativa aumenta e questa dinamica crea vantaggi per gli investitori informati e al contempo rende vulnerabili quelli non informati; la comunicazione strategica, dunque, diventa essenziale per mitigare le asimmetrie informative e garantire la trasparenza del processo.

Le variazioni di asimmetria informativa modulano quindi l'impatto delle informazioni divulgate sul mercato.

Quest'ultima, tende ad aumentare dopo l'annuncio dell'operazione poiché prevale un clima di incertezza riguardo all'esito e ai termini dell'accordo e si riduce sensibilmente una volta completata la transazione grazie proprio alla maggiore disponibilità delle informazioni. Questo andamento evidenzia come la comunicazione influenzi in modo diretto la percezione e il comportamento del mercato.

Quindi la comunicazione, durante un periodo di fusioni o acquisizioni, ha un ruolo cruciale poiché incide direttamente sul livello di asimmetria informativa tra insider e investitori e oltretutto lo studio di Howe e Morillon del 2020 dimostra come le fusioni di successo migliorano la qualità dell'ambiente informativo, mentre le operazioni fallite la degradano. Ancora, lo studio sottolinea che gli investitori formano le proprie aspettative sui termini attesi dell'operazione e sulla probabilità di realizzarsi e quindi le deviazioni

⁷⁹ Mariani, G., *Conoscere per formulare e comunicare le strategie, il ruolo del business plan.*, Milano, Egea, 2013

da queste aspettative sono fonte di rischio avverso aggiuntivo, richiamando sempre più ad una comunicazione chiara e trasparente.⁸⁰

Spesso la comunicazione durante le operazioni di M&A bancarie viene analizzata attraverso metodologie focalizzate sulle reazioni del mercato alle notizie di fusione.

Per la misurazione dell'effetto degli annunci di M&A sui prezzi azionari delle banche coinvolte viene utilizzata la *event study methodology* che consente di cogliere immediatamente la risposta del mercato alla comunicazione di operazioni straordinarie.

La metodologia standard dell'event study consente di isolare e qualificare la componente anomala di rendimento azionario. Tale approccio permette di osservare l'effetto diretto delle informazioni rilasciate, offrendo una fotografia precisa delle aspettative del mercato in corrispondenza dell'annuncio.

L'informativa riveste un ruolo strategico poiché l'annuncio di un'operazione produce effetti significativi sui rendimenti azionari, soprattutto per le banche target. Inoltre, la reazione del mercato può variare in funzione della capitalizzazione delle banche acquirenti e delle condizioni del mercato al momento dell'annuncio. In tal senso, l'informazione veicolata nel momento dell'annuncio viene interpretata come un segnale critico per gli investitori, influenzando la percezione della solidità dell'operazione.

Le reazioni immediate degli investitori in seguito ad annunci di M&A, analizzate tramite il parametro di variazione dei prezzi azionari, mostrano che le informazioni divulgate in fase di annuncio sono percepite come altamente price sensitive con un effetto più marcato sulla banca target, ma può rivelarsi significativo anche per le banche acquirenti.⁸¹

L'informativa, sebbene strategica, deve rispettare le tempistiche imposte dal Regolamento MAR, ad eccezione dei casi particolari per cui il ritardo è consentito con una opportuna giustificazione. Quindi la comunicazione non è un mero strumento operativo, ma costituisce un elemento fondante del sistema di corporate governance.⁸²

Nel settore bancario, più specificatamente nel Codice di Corporate Governance, la Banca d'Italia, riconosce la comunicazione tra amministratori e azionisti come rilevante ed ha

⁸⁰ Howe, J. S., e Morillon, T. G., "Do mergers and acquisitions affect information asymmetry in the banking sector?", *Managerial Finance* 46, n. 12, 2022), pp. 1521–1547

⁸¹ Chakraborty, B., Kumar Das, A., "Mergers and Acquisitions in the Banking Sector: A Systematic Literature Review", *Global Business Review*, s.l., 2024

⁸² Di Noia, C., e Gargantini, M., "Corporate governance e comunicazione di informazioni privilegiate." *Rivista di diritto societario*, 2018

richiesto alle banche di maggiori dimensioni di adottare un regolamento interno per la gestione del dialogo con gli azionisti e con gli investitori istituzionali.

Al fine di rendere tracciabile e responsabile l'intero processo comunicativo vengono disciplinati aspetti come la riservatezza delle informazioni condivise e l'informativa verso gli organi di supervisione.

Il nuovo Codice di Corporate Governance sposta l'approccio della comunicazione price sensitive dalla selettività informativa alla necessità di coordinamento interno.

È proprio l'attribuzione al presidente del CdA, del compito di riferire al board sugli sviluppi dei dialoghi con gli azionisti, che serve a prevenire la formazione di canali informativi separati e a garantire che tutte le informazioni siano gestite in modo unitario e controllato.

Il dialogo con gli investitori, quindi, viene oggi considerato parte integrante della strategia e viene nella maggior parte dei casi gestito dal consiglio di amministrazione.⁸³

Nello specifico caso delle operazioni di acquisizione e fusione, l'annuncio pubblico è un evento informativo che può generare *abnormal return* azionari.

La comunicazione price sensitive accresce il suo ruolo strategico quando viene accompagnata da un advisor di primo livello che fornisce un effetto "*certificativo*" e aumenta la fiducia degli investitori in quanto può fungere da segnale implicito di qualità e affidabilità e se quest'ultimo è di alto profilo l'effetto sulla società target può essere ancora più marcato.

In ultimo, l'informativa finanziaria e price sensitive, in un contesto regolamentato e ad alta visibilità come quello bancario, la comunicazione efficace rappresenta anche una leva di gestione del rischio reputazionale, soprattutto in presenza di operazioni soggette a scrutinio da parte del mercato e delle autorità.⁸⁴

Questi studi dimostrano che l'informativa price sensitive ed i report finanziari non sono solo degli obblighi regolamentari a cui le imprese o gli istituti bancari devono attenersi, ma rivelano come la comunicazione può essere utilizzata come ruolo tattico e strategico per influenzare l'interpretazione del mercato, rafforzare la fiducia istituzionale e favorire il successo dell'operazione di acquisizione o fusione.

⁸³ Sandrelli, G., "Il dialogo degli amministratori con gli azionisti dopo il codice di corporate governance", *Rivista del diritto commerciale*, 2021

⁸⁴ Capizzi, V., e Giovannini, R., "Il ruolo dell'Investment banking nelle operazioni di M&A: evidenze empiriche pre e post Lehman." *Bancaria*, 2015

2.6 Event study: revisione della letteratura

La teoria finanziaria mette a disposizione un ampio ventaglio di metodologie analitiche volte ad esaminare le reazioni del mercato a nuove informazioni. Tra queste, l'*Event Study* rappresenta una delle tecniche empiriche più consolidate per valutare l'impatto degli annunci sul valore d'impresa. Introdotto a fine anni Sessanta da Fama, Ball e Brown, Fisher e Jensen, il modello si fonda sull'ipotesi di efficienza informativa dei mercati, secondo cui i prezzi riflettono tempestivamente e in modo semi-razionale le informazioni pubbliche. Questa tecnica consente di isolare l'effetto anomalo attribuibile ad un evento, confrontando il rendimento effettivo con quello atteso in assenza dello stesso. Tipicamente vengono utilizzati modelli di mercato o Capital Asset Pricing Model (CAPM) su un intervallo temporale pre-evento. Il rendimento anomalo (Abnormal Return, AR) si ottiene come differenza tra il rendimento effettivo R_t e quello atteso attorno alla data dell'evento $E(R_t)$: $AR_t = R_t - E(R_t)$.

L'effetto complessivo viene sintetizzato nei Cumulative Abnormal Returns (CAR), dato dalla somma degli AR in una finestra temporale definita. Un CAR significativamente diverso da zero rappresenta evidenza statistica di un impatto anomalo dell'evento sulla dinamica dei prezzi, rispetto al comportamento atteso in condizioni di normalità informativa.⁸⁵

Tra le numerose evidenze empiriche sul metodo dell'Event Study troviamo, ad esempio, lo studio di Ekdahl (2015) che conferma la variazione anomala statisticamente significativa nei prezzi azionari nel giorno stesso della pubblicazione dei comunicati.

Inoltre, dalla letteratura emerge con chiarezza che l'interpretazione dei risultati ottenuti mediante event study è fortemente condizionata dalla natura dell'evento e dall'orizzonte temporale considerato. Le finestre temporali brevi sono preferite, sulla base dell'efficienza informativa dei mercati, in quanto consentono di isolare la reazione non viziata ed immediata del mercato, minimizzando l'interferenza di variabili esogene.

Tuttavia, in presenza di eventi complessi, come operazioni straordinarie o acquisizioni, questa ipotesi può risultare di difficile applicazione. In tali contesti, la risposta iniziale del mercato può rivelarsi parziale, transitoria o persino fuorviante. A tal proposito, lo studio di Oler, Harrison e Allen evidenzia come, nel caso di operazioni di M&A, una

⁸⁵ Ekdahl., V., The impact of press releases on stock prices, Göteborg, Sweden, Chalmers University of Technology, 2015

reazione inizialmente positiva sia spesso seguita da una performance azionaria negativa nel lungo periodo post acquisizione, indicando una rivalutazione critica da parte del mercato. Tali evidenze suggeriscono alcuni limiti nell'utilizzo dei CAR su finestre di breve periodo, che possono non riflettere pienamente l'impatto economico di operazioni complesse, rendendo opportuna la cautela nelle implicazioni, soprattutto manageriali.⁸⁶ Infatti, in letteratura si è sviluppato una corrente di studio dedicata agli event study di lungo periodo, che ha condotto all'introduzione di metriche alternative ai CAR tradizionali. Tra queste, i Buy and Hold Abnormal Returns (BHAR), proposti da Barber e Lyon (1997), rappresentano un approccio che tiene conto del compounding dei rendimenti, superando le limitazioni del modello tradizionale. I BHAR stimano le performance sulla base dell'accumulazione dei rendimenti dell'asset, confrontati con quelli di un benchmark di equivalente durata. Pur correggendo alcuni bias, però, i BHAR presentano altre criticità statistiche, specialmente su orizzonti temporali ampi.⁸⁷ Pertanto, la letteratura suggerisce di giustificare rigorosamente le scelte compiute e di impiegare approcci complementari per testare la robustezza dei risultati ottenuti.⁸⁸ Tra i modelli complementari all'event study, la regressione multivariata giornaliera consente di analizzare l'andamento dei prezzi su orizzonti temporali più estesi. Un recente studio di Wu dimostra come l'informazione veicolata progressivamente, attraverso tono e contenuti testuali, possa avere un impatto significativo sulla formazione dei prezzi. L'autore propone un modello di regressione esteso che include variabili di soft information, spiegando che il contenuto qualitativo delle comunicazioni è spesso in grado di spiegare più del solo dato contabile. In tale prospettiva si inserisce anche il contributo di Loughran e McDonald (2011), i quali propongono alcune metriche e un dizionario finanziario per l'analisi linguistica dei comunicati, strumenti integrati in modelli basati su Natural Language Processing e Deep Learning come in Wu (2025), che evidenziando la centralità della componente linguistica, in particolare nel contesto delle operazioni straordinarie.⁸⁹

⁸⁶ Oler, D., K., Harrison, J., S., Allen, M., R., The danger of misinterpreting short-window event study findings in strategic management research: an empirical illustration using horizontal acquisitions Derek, Strategic Organization, 2008, pp. 6-151

⁸⁷ El Ghoul, S., Guedhami, O., Mansi, S., Sy, O., Event studies in international finance research, s.l., 2022

⁸⁸ Barber, B., M., Lyon, J., D., Detecting long run abnormal stocks returns: The empirical power and specification of test statistics, Journal of Financial Economics, 1997

⁸⁹ Wu, B., Effect of Soft Information on Earnings Announcement Day and Price Formation, Master of Applied Science, Department of Electrical and Computer Engineering, University of Toronto, 2025

Gustavsson e Zetterling (2025) impiegano una regressione sui rendimenti cumulati post-annuncio per analizzare l'influenza delle variabili ESG, evidenziando come specifiche dimensioni ambientali possano amplificare o attenuare l'effetto di operazioni straordinarie sul valore di mercato.⁹⁰

Analogamente, Aherne Sosyura (2014) utilizzano regressioni cross-sectional per mostrare come le imprese acquirenti tendano a modulare strategicamente il contenuto dei comunicati durante trattative sensibili, al fine di influenzare il rapporto di concambio.⁹¹

Borusyak et al. (2024), offrono un contributo metodologico rilevante nell'integrazione tra modelli Event Study e regressione panel. Questi autori evidenziano che, nei contesti con eventi distribuiti temporalmente, l'inclusione eccessiva di variabili dummy, specialmente nei periodi precedenti all'evento, può introdurre effetti anticipatori non correttamente esclusi, compromettendo la validità del modello. Tali distorsioni possono condurre a stime fuorvianti, come l'assegnazione di peso negativo ad effetti di lungo periodo o la rilevazione di dinamiche post evento spurie, in assenza di effettive comunicazioni. Per superare queste criticità, gli autori propongono un framework strutturato che distingue chiaramente il test delle assunzioni dalla stima degli effetti, affiancato da stimatori più robusti fondati su ipotesi esplicite di parallel trend, assenza di anticipazione e specificazione dell'eterogeneità degli effetti. Tale approccio consente una stima più coerente con la struttura fattuale del fenomeno e riduce il rischio di bias derivanti dall'eterogeneità non controllata.⁹²

Un'altra dimensione cruciale, spesso trascurata rispetto ai rendimenti, è rappresentata dal volume di scambio, che fornisce indicazioni significative sul comportamento degli investitori in risposta a nuove informazioni.

Neuhierl et al. (2013), sottolineano che l'effetto di un evento sui volumi non è univoco, ma dipende dal bilanciamento tra l'aumento di eterogeneità di opinioni e le variazioni del divario informativo tra gli operatori. Inoltre, gli autori evidenziano che l'impatto di una notizia non dovrebbe essere valutato esclusivamente in funzione delle variazioni di

⁹⁰ Gustavsson, E., Zetterling, K., Sustainability Metrics and Market Behavior: ESG's Effect on Stock Prices Post-M&A Announcements, University of Gothenburg, 2025

⁹¹ Ahern, K., Sosyura, D., Who Writes the News? Corporate press Releases during Merger Negotiations, The Journal of Financial Economics, February 2014

⁹² Borusyak, K., Jaravel, X., Spiess, J., Revisiting Event-Study Designs: Robust and Efficient Estimation, The review of Economic Studies, pp. 3253-3285, novembre 2024

prezzo, ma anche in relazione agli effetti su volatilità, liquidità e, in particolare, sul volume negoziato e sull'ambiente informativo della società.

Tra i casi analizzati, citano il caso di Apple che, nei dieci giorni successivi alla diffusione di un comunicato, ha generato sovraperformance del 9,31%, accompagnata da un incremento della volatilità del 28%. Inoltre, alcune tipologie di notizie, pur in assenza di variazioni significative nei prezzi, sono associate a comportamenti anomali nei volumi, suggerendo una reazione o un'attività di riassegnazione di portafoglio da parte degli investitori. Viceversa, un volume stagnante può segnalare indifferenza o anticipazione perfetta della notizia da parte del mercato.⁹³

Legasio e Brogi (2020), nel loro studio sul settore bancario con metodologia multi-modello, integrano l'analisi dei volumi osservando, oltre ai CAR azionari, anche le variazioni nei volumi medi giornalieri attorno alla pubblicazione dei comunicati di circa 600 banche globali. I risultati mostrano incrementi significativi immediatamente successivi alla divulgazione, confermando che gli investitori reagiscono non solo attraverso una rivalutazione dei prezzi, ma anche mediante un riallineamento delle proprie posizioni in termini di quantità scambiate, probabilmente in risposta al nuovo scenario informativo delineato dal comunicato stesso.⁹⁴

In sintesi, la letteratura recente raccomanda un uso rigoroso delle regressioni, valorizzando il potenziale esplicativo ma verificando la robustezza dei risultati e adottando prudenza nella validazione causale dei dati empirici rilevati.

⁹³ Neuherl, A., Scherbina, A., Schlusche, B., Market Reaction to Corporate Press Releases, s.l., The Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2013

⁹⁴ Legasio, V., Brogi, M., Market reaction to banks' interim press releases: an event study analysis, Journal of Management & Governance, Springer, 2021

CAPITOLO 3

IL CASO UNICREDIT-BANCO BPM

L'operazione Unicredit-Banco BPM rappresenta uno dei più recenti ed importanti fenomeni di consolidamento bancario a cui si è assistito negli ultimi anni in Italia per le sue dimensioni economiche, sistemiche, regolamentari e comunicative.

La società acquirente UniCredit S.p.A., è il secondo gruppo italiano per capitalizzazione⁹⁵ che sotto la guida dell'Amministratore Delegato, Andrea Orcel, ha ripreso la strategia espansionistica, promuovendo inizialmente l'acquisto di una partecipazione nella banca tedesca Commerzbank per la quale sono attesi ulteriori sviluppi dopo la recente approvazione da parte dell'Antitrust tedesco al superamento della soglia del 29,99%⁹⁶ di quote; e successivamente, il 25 novembre 2024, promuovendo una **Offerta Pubblica di Scambio (OPS)** nei confronti del Gruppo bancario italiano Banco BPM.

La proposta di OPS lanciata su Banco BPM ha rappresentato, per il mercato, un tentativo di rafforzamento da parte di Unicredit rispetto al maggior concorrente: il Gruppo Intesa San Paolo e si colloca in un più ampio progetto di consolidamento e crescita che Unicredit intende perseguire a livello europeo come banca universale.

Il presente capitolo si propone di analizzare le implicazioni dell'operazione, con particolare attenzione agli effetti di mercato prodotti dai comunicati stampa e dai movimenti anomali di prezzi e volumi sul mercato. L'obiettivo ultimo del seguente capitolo è cercare di restituire uno scenario realistico sul futuro dell'operazione confrontandola con precedenti operazioni di M&A nel settore bancario italiano.

L'OPS promossa da Unicredit si fonda su una serie di obiettivi strategici dichiarati e sottintesi che rientrano in una logica strategica espansiva e difensiva.

Ufficialmente, secondo quanto dichiarato dal CEO di Unicredit Andrea Orcel durante l'assemblea degli azionisti del 27 marzo 2025, l'espansione mira a generare valore per gli stakeholder di entrambe le parti, ad ampliare la copertura territoriale del Gruppo e ad espandere la base clienti retail e corporate.

⁹⁵ Fonte dati: piattaforma LSEG Workspace (ex Refinitiv) consultata in data 05 febbraio 2025

⁹⁶ Bundeskartellamt (Federal Cartel Office), Comunicato stampa, Bonn, 14 aprile 2025. Disponibile su: https://www.bundeskartellamt.de/SharedDocs/Meldung/EN/Pressemitteilungen/2025/04_14_2025_Unicredit_Commerzbank.html

In realtà, l'operazione mira anche ad una crescita dimensionale che, alla data dell'Offerta Pubblica di Scambio, avrebbe creato il terzo gruppo bancario più grande in Europa con una capitalizzazione di mercato di circa 72 miliardi.⁹⁷

Inoltre, Unicredit individua nell'operazione molteplici ed evidenti sinergie operative, arrivando a stimare risparmi annui per circa 900 milioni di euro ottenibili attraverso economie di scala e razionalizzazione dei costi.⁹⁸ Tale razionalizzazione verrebbe realizzata attraverso una netta riduzione del personale, che il CEO di Banco BPM, Giuseppe Castagna, in una lettera dipendenti di Banco BPM ha stimato in un taglio di circa 6 mila dipendenti.⁹⁹

Dal punto di vista commerciale e strategico Unicredit ha l'obiettivo di consolidare la propria posizione in Italia e questo si può concretizzare anche contrastando l'avanzata di Banco BPM che dopo l'OPA su Anima e l'ingresso in Monte dei Paschi di Siena è stato considerato sempre più ingombrante.

Tuttavia, l'operazione trova ostacoli di natura tecnica e politica; sul piano regolamentare il Governo italiano attraverso l'utilizzo del Golden Power ha introdotto vincoli rigidi, che Unicredit ha ritenuto eccessivi. Infatti, il Governo ha imposto paletti riguardo alla governance, al rapporto tra impieghi e depositi e alle attività in Russia.¹⁰⁰

Anche la Commissione Europea ha aperto una procedura EU Pilot per indagare sulla legittimità dell'intervento statale in una fusione domestica, esprimendo dubbi sull'allineamento con le norme europee sul mercato unico.¹⁰¹

Dal punto di vista patrimoniale, la bocciatura da parte di BCE e EBA sul Danish Compromise sull'acquisizione di Anima da parte di Banco BPM ha peggiorato la sostenibilità dell'operazione rendendola molto più costosa. Infatti, Unicredit ha calcolato che l'integrazione avrebbe un impatto di circa 122 punti base sul proprio Cet1 ratio nel caso di adesione totale all'OPS.¹⁰²

⁹⁷ Miele, E., Se l'operazione va in porto nasce il terzo gruppo in Europa, s.l., 26 novembre 2024, pag. 3, Primo Piano, Il Sole 24 Ore

⁹⁸ Davi, L., UniCredit, 10 miliardi per rilevare BancoBpm – Il sasso nello stagno dopo lo stallo tedesco, s.l., 26 novembre 2024, pag.2, Primo Piano, Il Sole 24 Ore

⁹⁹ Davi, L., BancoBpm lancia l'allarme: "Con UniCredit oltre 6mila tagli", s.l., 28 novembre 2024, pag. 25, Finanza e Mercati, Il Sole 24 Ore

¹⁰⁰ Davi, L., UniCredit avanti con l'Ops su Bpm ma valuta ricorso sul Golden Power, s.l., 23 aprile 2025, pag. 27, Finanza e Mercati, Il Sole 24 Ore

¹⁰¹ Davi, L., UniCredit-Bpm, l'Europa chiede chiarimenti sul golden power, s.l., 9 aprile 2025, pag. 29, Finanza e Mercati, Il Sole 24 Ore

¹⁰² UniCredit, ok Consob su Bpm ma la scelta sull'Ops a giugno, s.l., 3 aprile 2025, pag. 25, Finanza e Mercati, Il Sole 24 Ore

In ultimo, ostacolano l'operazione, resistenze interne da parte del Consiglio di Amministrazione di Banco BPM che ha rigettato l'offerta ritenendola inusuale ed inconveniente e resistenze esterne in quanto il principale azionista di Banco BPM, Crédit Agricole, rappresenta un interlocutore il cui atteggiamento verso l'operazione risulta ambiguo e potenzialmente ostile.¹⁰³

3.1 Le ragioni dietro alla scelta di Banco BPM come target

Per comprendere le ragioni alla base della decisione di Unicredit di promuovere una Offerta Pubblica di Scambio nei confronti di Banco BPM è necessario inquadrare il contesto attuale del settore bancario italiano.

Tra la fine del 2024 e l'inizio del 2025 in Italia si assiste a un'intensificazione del fenomeno di risiko bancario¹⁰⁴, processo di consolidamento che non si è mai arrestato dall'ultima grande operazione nel 2020, ovvero l'OPA di Intesa San Paolo nei confronti di Ubi Banca, e che negli ultimi anni ha portato alla conclusione di diverse operazioni, come l'acquisizione da parte del Gruppo BPER di Banca Carige.

Tutto ha avuto inizio nel settembre 2024 quando Unicredit ha acquisito una quota del 9% della banca tedesca Commerzbank¹⁰⁵. Successivamente, sempre Unicredit, ha promosso nel novembre dello stesso anno un'Offerta Pubblica di Scambio nei confronti di Banco BPM.

Contestualmente, il 24 gennaio 2025, Monte dei Paschi di Siena lancia un'Offerta Pubblica di Acquisto ostile nei confronti di Mediobanca per ammontare pari a 13,3 miliardi di euro;¹⁰⁶ il Consiglio di Amministrazione di Mediobanca respinge l'offerta ritenendola "non concordata e distruttiva di valore"¹⁰⁷.

Poco dopo, il 6 febbraio 2025, il Gruppo BPER lancia un'Offerta Pubblica di Scambio su Banca Popolare di Sondrio valutandola 4,3 miliardi di euro e con un rapporto di concambio offerto fissato a 1,45 euro¹⁰⁸.

¹⁰³ Davi, L., Credit agricole, ok Bce sul 20% di Banco Bpm: intese Amundi a rischio, s.l., 3 aprile 2025, pag. 25, Finanza e Mercati, Il Sole 24 Ore

¹⁰⁴ *Risiko bancario*: è un termine comunemente utilizzato in ambito giornalistico e, talvolta, in ambito accademico per riassumere metaforicamente le operazioni straordinarie in cui una banca è coinvolta. (Vedi Il Sole 24 Ore, Milano Finanza, Ansa)

¹⁰⁵ Unicredit, comunicato stampa, Milano, 11 settembre 2025

¹⁰⁶ Monte dei Paschi di Siena, comunicato stampa, 24 gennaio 2025

¹⁰⁷ Mediobanca, comunicato stampa, 28 gennaio 2025

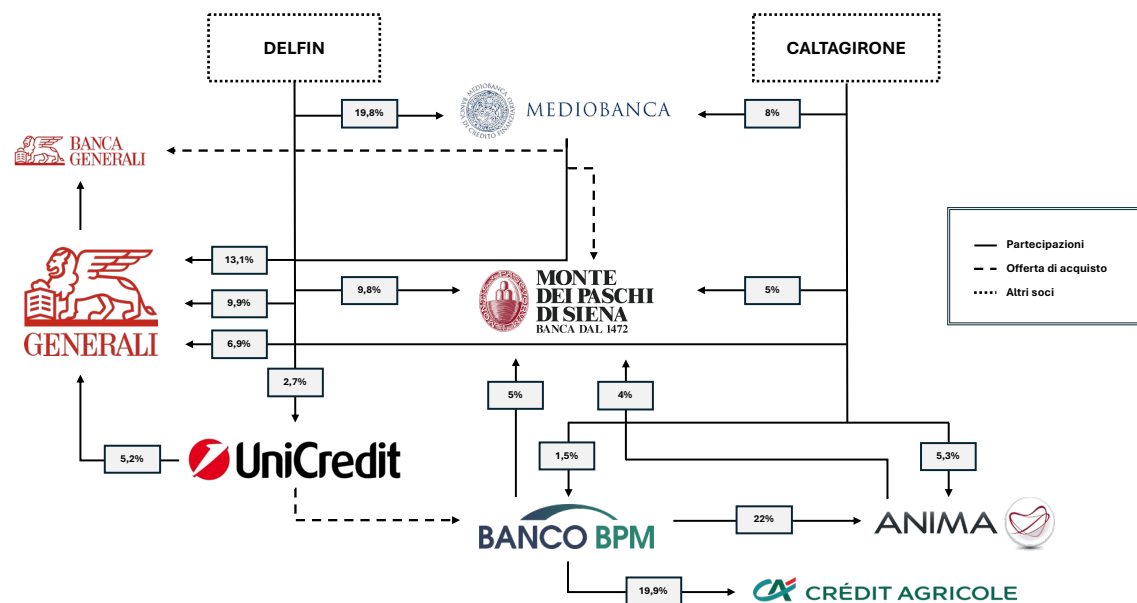
¹⁰⁸ BPER Banca, comunicato stampa, 06 febbraio 2025

Nello stesso periodo, esattamente il 28 aprile 2025, Mediobanca lancia un'OPA su Banca Generali valutandola 6,3 miliardi di euro e l'operazione, non ancora conclusa, verrebbe finanziata mediante cessione delle partecipazioni in Assicurazioni Generali pari al 13%¹⁰⁹.

Negli ultimi mesi, dunque, sono state promosse numerose operazioni in parallelo, a dimostrazione di quanto il fenomeno del risiko bancario sia tuttora attivo.

Inoltre, molte delle operazioni descritte coinvolgono partecipazioni incrociate e principali azionisti comuni.

In questo contesto, il grafico sottostante mette in evidenza le partecipazioni e gli azionisti di maggior rilievo tra le diverse società appena menzionate.



Fonte dati: Relazioni finanziarie annuali delle società: Anima, Banca Generali, Banco BPM, Crédit Agricole, Generali, Mediobanca, Monte dei Paschi di Siena e Unicredit.

Tabella C – Partecipazioni incrociate tra i principali gruppi bancari italiani (aprile 2025). Elaborazione dell'autore.

Nel complesso contesto sopra descritto, l'interesse di Unicredit viene spiegato dalla forte necessità di rafforzare la competitività nazionale ed internazionale ricercando, in risposta ad una riduzione dei margini, economie di scala e sinergie produttive.

¹⁰⁹ Mediobanca, comunicato stampa, 28 aprile 2025

Inoltre, considerando l'attuale tendenza verso una maggiore concentrazione, resa necessaria dalla persistente frammentazione, Unicredit si candida a ricoprire un ruolo da protagonista nelle operazioni di aggregazione.¹¹⁰

Attraverso l'acquisizione di Banco BPM, Unicredit andrebbe a rafforzare la propria posizione commerciale nazionale e a contrastare la formazione di un terzo polo alternativo guidato dal gruppo Monte dei Paschi. Inoltre, tenuto conto del momento favorevole che le banche italiane si trovano ad attraversare, potrebbe essere l'occasione per ridurre il divario con le più importanti banche europee e dotare l'istituto di un miglior posizionamento internazionale.¹¹¹

La società target del colosso italiano, Banco BPM S.p.A., è un Gruppo bancario nato nel 2017 dalla fusione promossa dalla riforma delle banche popolari ai sensi del D. Lgs. n. 3 del 2015 tra Banco Popolare e Banca Popolare di Milano, due storici istituti cooperativi che operavano nel Nord Italia e con una forte vocazione al mercato retail grazie alla loro capillarità territoriale. Il principale azionista di Banco BPM è Crédit Agricole con una partecipazione pari al 19,8%.

Inoltre, la società, dal novembre 2024 detiene il 100% di Anima Holding come risultato di un'operazione strategica volta ad internalizzare il risparmio gestito.¹¹²

Il Gruppo BPM, con una capitalizzazione di mercato pari a circa 13,8 miliardi si colloca al terzo posto dopo il Gruppo Intesa San Paolo e il Gruppo Unicredit in ordine di capitalizzazione.¹¹³

L'operazione in essere si inserisce in un più ampio contesto di consolidamento bancario promosso dalla Banca Centrale Europea, volto a rafforzare la redditività del sistema bancario dell'Eurozona.

Banco BPM, corrisponde quindi, alla società target ideale per Unicredit in quanto ben patrimonializzata, con capillarità territoriale e idonea per struttura ad essere integrata senza troppe difficoltà.

¹¹⁰ Palladino, C., Mediobanca's 'mini-UBS' defence gives it a fighting chance, s.l., 29 aprile 2025, Financial Times

¹¹¹ Davi, L., Il risiko riduce il gap dimensionale tra le banche italiane e le banche europee, s.l., 16 febbraio 2025, Primo Piano, Il sole 24 Ore

¹¹² Banco BPM, "Investor relations", Gruppo Banco BPM, Disponibile su: <https://gruppo.bancobpm.it/investor-relations>

¹¹³ Fonte dati: piattaforma LSEG Workspace (ex Refinitiv) consultata in data 05 febbraio 2025

Dunque, nonostante Unicredit avesse avviato un'operazione cross border con la tedesca Commerzbank, parallelamente l'istituto ha concentrato le sue attenzioni sull'operazione interna per provare a sottrarre al Gruppo Monte dei Paschi di Siena il suo partner naturale e per ostacolare l'attività del Governo al fine di rafforzare un gruppo bancario privato. Il CEO Andrea Orcel ha ribadito quanto BPM sia un "obiettivo storico" a discapito dell'operazione Commerzbank, giustificata da mere logiche investimento.¹¹⁴

Il Governo italiano, nell'ultimo periodo, ha dimostrato particolare attenzione all'Offerta; infatti, recentemente, ha promosso l'attivazione della disciplina sul Golden Power. Tale strumento, in particolare, ha imposto una serie di vincoli strategici all'operazione in corso, tra questi troviamo:

- il mantenimento di determinati livelli di impieghi da parte di Banco BPM,
- l'obbligo per la partecipata Anima Holding di garantire investimenti domestici attraverso i titoli di Stato italiani, e
- la dismissione da parte di Unicredit delle attività in Russia entro nove mesi.

Nel caso specifico, appare evidente che l'utilizzo dello strumento del Golden Power non è rivolto a neutralizzare una minaccia esterna nonostante la partecipazione di Crédit Agricole desti più di qualche preoccupazione. Al contrario, Il Governo, sembrerebbe voler preservare la stabilità del sistema bancario e la struttura occupazionale, evitare il rischio di smobilizzo di impieghi sul territorio e tutelare la sovranità su asset strategici come quello del risparmio gestito attraverso Anima Holding.

Lo strumento del Golden Power, quindi, viene utilizzato dal Governo come vero e proprio strumento di politica industriale.

Nonostante l'OPA, come annunciato anche dal governatore di Bankitalia Fabio Panetta¹¹⁵, possa ridurre il divario dimensionale tra intermediari italiani ed europei, Il Governo sembra focalizzato su un processo di consolidamento sul territorio nazionale da realizzarsi mediante la costituzione del terzo polo.¹¹⁶

Quindi, si assiste all'utilizzo di uno strumento, nelle mani del Governo, volto a bloccare o a rallentare un'operazione disallineata rispetto alla sua strategia, anche alla luce

¹¹⁴ Fonte: Andrea Orcel, Conference call analisti, s.l., 24 novembre 2024

¹¹⁵ Fonte: Intervento di Fabio Panetta al 31° Congresso Assiom Forex, Torino, 14 febbraio 2025

¹¹⁶ Davi, L., Banche, Il risiko attende MPS – Ma lo sguardo è già oltre l'Italia, s.l., 20 maggio 2024, Primo Piano, Il Sole 24 Ore

dell'elevato grado di concorrenzialità che intercorre tra Unicredit e Monte dei Paschi in riferimento alla banca target.

Senza dubbio, il provvedimento del Governo segna un passaggio istituzionale senza precedenti poiché lo strumento, inizialmente concepito per tutelare le società italiane da acquisizioni estere, viene utilizzato per la prima volta con finalità meramente nazionali.

Il Ministro dell'Economia Giancarlo Giorgetti, in una recente intervista rilasciata alla stampa a margine di un incontro a Milano il 28 novembre 2024, ha comunicato di aver applicato il provvedimento sulla base normativa del Decreto Legislativo n. 21 del 2022 che prevede la valutazione dell'interesse nazionale al di là delle valutazioni di autorità sovranazionali come la BCE o la Commissione europea, lasciando intendere che l'intervento non mira ad ostacolare l'operazione in sé ma a tutelare una possibile aggregazione di cui l'istituto partecipato dallo Stato è attore principale.

D'altro canto, però, l'utilizzo di tale strumento per scopi ed interessi di carattere puramente nazionale incontra dei limiti perché lo Stato, allo stesso tempo, starebbe utilizzando il Golden Power anche come strumento di prevenzione, al fine di ostacolare una possibile scalata ostile da parte dell'istituto francese Crédit Agricole, qualora l'Offerta di Unicredit non dovesse andare a buon fine. In tal modo Il Governo, attraverso esso, persegue un duplice interesse – ovvero favorire la costituzione del terzo polo e tutelare la scalata da parte di un gruppo estero come Crédit Agricole.¹¹⁷

3.2 L'evoluzione del caso Unicredit-Banco BPM

Il 25 novembre 2024, Unicredit S.p.A. annuncia, in linea con quanto previsto dall'art. 102 comma 1 del TUF e dall'art. 37 del Regolamento Emittenti, tramite comunicato stampa sul proprio sito internet ufficiale, l'intenzione di promuovere un'offerta pubblica di scambio volontaria totalitaria sulle azioni Banco BPM. L'Offerta prevede un concambio pari a 0,175 azioni di UniCredit per ogni azione di Banco BPM, riflettendo un premio del 14,2% rispetto ai prezzi precedenti all'Offerta.¹¹⁸

Il giorno successivo anche la società target Banco BPM, attraverso un comunicato stampa, prende atto della comunicazione diffusa da Unicredit in merito all'Offerta.

¹¹⁷ Davi, L., Giorgetti: «UniCredit su BancoBpm è libera di fare quello che vuole», s.l., 06 maggio 2025, Finanza e Mercati, Il Sole 24 Ore

¹¹⁸ Unicredit, comunicato stampa, Milano, 25 novembre 2024

Inoltre, precisa che l'Offerta non è stata pattuita e che lo sconto implicito risulta pari a 7,6% differentemente da quanto indicato da Unicredit se si guardano i prezzi ufficiali del 25 novembre 2024. Banco BPM, nel comunicato stesso, espone alcune perplessità circa la redditività dell'operazione in quanto l'Offerta richiede inevitabilmente alcune modifiche ad operazioni straordinarie già precedentemente comunicate al mercato entro il 2026, comporterebbe uno spiazzamento dell'attuale vantaggio territoriale verso paesi meno in crescita e con crescenti rischi geopolitici, l'efficientamento operativo potrebbe scaturire in tagli del personale, verrebbe compromessa l'indipendenza del marchio in seguito all'aggregazione e in particolare, ai sensi dell'art. 104 del TUF, la Banca verrebbe assoggettata alla disciplina della *passivity rule* che blocca o rallenta la possibilità di concludere alcune operazioni rilevanti, come ad esempio, l'Offerta Pubblica di Acquisto su Anima Holding e l'acquisizione di partecipazioni in Monte dei Paschi di Siena, riducendo sensibilmente lo spazio di manovra strategico del management di Banco BPM. Per questi motivi e con il suddetto comunicato, Banco BPM rigetta di fatto l'offerta dichiarandosi "concentrata nella prosecuzione del proprio piano industriale".¹¹⁹

Unicredit formalizza, ex art. 102 comma 3 del TUF e art. 37-ter del Regolamento Emittenti, l'offerta presso la Consob attraverso il deposito del *Documento di Offerta* in data 13 dicembre 2024 e sancisce l'inizio dell'iter autorizzativo ufficiale dell'operazione.¹²⁰

Banco BPM replica nuovamente ad Unicredit attraverso un comunicato stampa nel quale conferma, ancora una volta, che il premio reale ricalcolato secondo i parametri corretti è pari al 3,9%. Inoltre, contesta il riferimento ai prezzi del 6 novembre in quanto in quella data non venivano ancora assorbite dal mercato informazioni come i risultati della trimestrale che erano già disponibili, l'OPA su Anima e l'esposizione del 5% di Monte dei Paschi. L'Amministratore Delegato Giuseppe Castagna sottolinea come l'OPS non riflette adeguatamente il potenziale della banca e rivendica che Banco BPM, al contrario di quanto comunicato, ha superato l'obiettivo di piano di 150 milioni di euro. Inoltre, sollecita l'intervento delle Autorità affinché venga fatta chiarezza riguardo alle attività di Unicredit in Russia e sui possibili sviluppi rispetto all'operazione con Commerzbank, temi cruciali che devono essere resi noti agli azionisti.¹²¹

¹¹⁹ Banco BPM, comunicato stampa, Milano, 26 novembre 2024

¹²⁰ Unicredit, comunicato stampa, Milano, 13 dicembre 2024

¹²¹ Banco BPM, comunicato stampa, Milano, 17 dicembre 2024

Unicredit, il 24 dicembre 2024 comunica, ai sensi dell'art.41, comma 2 del Regolamento Emittenti, l'esercizio di opzioni call su Banco BPM da parte di alcuni investitori. Il comunicato concerne 860.000 azioni consegnate al prezzo di euro 6,80 per azione.¹²²

Il 24 gennaio 2025, la Consob richiedeva a Banco BPM alcune precisazioni in merito al valore del premio indicato da Unicredit.

La società, prontamente, precisava che il premio effettivo calcolato al 6 novembre 2024 che Unicredit indicava pari al 14,2% in realtà corrispondeva al 3,9% calcolato come:

$$\left(\frac{\text{Corrispettivo Implicito dell'Offerta}}{\text{Prezzo BPM al 06.11.24}} \right) - 1$$

Il Corrispettivo Implicito pari a euro 6,657 che viene calcolato come rapporto tra il prezzo del titolo Unicredit al 22 novembre 2024 pari a euro 38,041 moltiplicato per il rapporto di Concambio fissato a 0,175x, diviso per il Prezzo di Banco BPM al 6 novembre pari a euro 6,408. Unicredit al contrario utilizzava, secondo Banco BPM, un prezzo del titolo Unicredit nel rapporto di Concambio pari a 39,026 e un prezzo ufficiale del titolo Banco BPM pari a euro 7,963.¹²³

Ai fini della trasparenza regolamentata dall'art. 114 del TUF, l'Offerente risponde ad una richiesta di chiarimenti da parte della Consob, attraverso un comunicato stampa del 27 gennaio 2025. In tale contesto Unicredit precisa che:

- per "Atti Rilevanti" si intendono operazioni straordinarie non contemplate nel Piano Strategico 2023-2026 di Banco BPM che potrebbero giustificare il venir meno l'offerta;
- è stata richiesta all'Autorità l'estensione delle autorizzazioni anche a partecipazioni indirette in Anima Holding; e
- il premio offerto agli azionisti di Banco BPM è stato determinato su prezzi antecedenti per garantirne la correttezza.¹²⁴

Sempre il 27 gennaio 2025, in risposta a quanto dichiarato da Unicredit nello stesso giorno, Banco BPM precisa e ribadisce che i riferimenti al prezzo di Banco BPM del 6 novembre risulta non coerente in quanto non rifletteva in tale data:

¹²² Unicredit, comunicato stampa, Milano, 24 dicembre 2024

¹²³ Banco BPM, comunicato stampa, Milano, 24 gennaio 2025

¹²⁴ Unicredit, comunicato stampa, Milano, 27 gennaio 2025

- i risultati del terzo trimestre dell'istituto,
- l'operazione annunciata su Anima, e
- l'investimento in Monte dei Paschi;¹²⁵

Il 17 febbraio 2025, attraverso un comunicato stampa, Unicredit manifesta le sue preoccupazioni riguardo al possibile aumento del prezzo dell'OPA da parte di Banco BPM su Anima Holding, passando da euro 6,20 a euro 7 per azione. In tale circostanza, Unicredit ribatte che senza il trattamento regolamentare favorevole (c.d. Danish Compromise), l'acquisto di Anima Holding potrebbe compromettere la solidità patrimoniale – ovvero l'indice CET1 di Banco BPM. Inoltre, Unicredit aggiunge che la situazione indebolirebbe la posizione finanziaria di Banco BPM, contraddicendo gli impegni presi in sede di OPA e potrebbero configurarsi in un “Atto Rilevante” che giustificerebbe l'interruzione o la modificazione dell'OPS.¹²⁶

Il 20 febbraio 2025 Unicredit comunica di aver anticipato al 27 marzo 2025 l'assemblea straordinaria il cui oggetto sarà l'approvazione dell'aumento di capitale necessario per emettere nuove azioni da utilizzare per il concambio dell'Offerta Pubblica di Scambio su Banco BPM. In tal modo, Unicredit vuole velocizzare i tempi dell'operazione, ottenendo rapidamente l'autorizzazione da parte dei soci sull'aumento di capitale necessario.¹²⁷

L'Offerente annuncia, tramite un comunicato stampa, di aver depositato presso la Consob, in data 28 febbraio 2025, il prospetto informativo relativo all'OPS su Banco BPM. Tale comunicazione è stata divulgata ai sensi dell'art. 94 del TUF e del Regolamento Europeo n. 1129 del 2017, come atto obbligatorio che precede il lancio dell'Offerta sul mercato.¹²⁸

Nei giorni successivi sono stati pubblicati diversi comunicati stampa relativi ad una serie di autorizzazioni ottenute in riferimento all'operazione.

Il 12 marzo 2025 Unicredit annuncia di aver ricevuto l'autorizzazione da parte dell'Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni (IVASS) riferite al controllo delle partecipazioni assicurative di Banco BPM ramo Vita.¹²⁹

¹²⁵ Banco BPM, comunicato stampa, Milano, 27 febbraio 2025

¹²⁶ Unicredit, comunicato stampa, Milano, 17 febbraio 2025

¹²⁷ Unicredit, comunicato stampa, Milano, 20 febbraio 2025

¹²⁸ Unicredit, comunicato stampa, Milano, 28 febbraio 2025

¹²⁹ Unicredit, comunicato stampa, Milano, 12 marzo 2025

Il 13 marzo 2025 Unicredit comunica di aver ricevuto da parte della BCE le autorizzazioni tecniche necessarie per la modifica dello statuto in vista della deliberazione per l'aumento di capitale, l'emissione di nuove azioni e l'autorizzazione a classificarle nuove azioni come capitale primario Common Equity Tier 1 (CET1).¹³⁰

Poiché Banco BPM controlla partecipazioni bancarie e assicurative in Irlanda, il 20 marzo 2025, Unicredit attraverso un comunicato riferisce il completamento di un ulteriore passaggio regolamentare compiuto: l'autorizzazione della Banca Centrale d'Irlanda.¹³¹

Il 28 marzo 2025 Unicredit pubblica sul proprio sito internet un comunicato stampa di particolare importanza in quanto annuncia di aver ottenuto formalmente l'autorizzazione da parte della BCE a prendere il controllo su Banco BPM. Infatti, l'autorizzazione ex CRD IV viene considerata la più importante a livello prudenziale e regolamentare nonché necessaria ai fini dell'operazione.¹³²

Il Consiglio di Amministrazione di Unicredit, attraverso il comunicato del 30 marzo 2025, rende noto di aver deliberato l'aumento di capitale a sostegno dell'Offerta Pubblica di Scambio su Banco BPM. L'aumento sarà realizzato attraverso l'emissione di nuove azioni ordinarie, riservate unicamente ad azionisti di Banco BPM che aderiranno all'OPS e il conferimento avverrà tramite conferimento in natura.¹³³

Il 31 marzo 2025 Unicredit comunica al mercato, ex art. 84 del Regolamento Emittenti, alcuni aggiornamenti ufficiali sulle condizioni di offerta, confermando quanto già annunciato, precisando i requisiti normativi e le autorizzazioni ottenute e formalizzando le condizioni sospensive e risolutive dell'offerta stessa.¹³⁴

La Consob approva ufficialmente il Prospetto Informativo il 2 aprile 2025, dando così il via libera alla pubblicazione dello stesso da parte di Unicredit. Questa approvazione ai sensi dell'art. 94 del TUF segna l'inizio del periodo di adesione all'Offerta Pubblica di Scambio.¹³⁵

La Presidenza del Consiglio dei ministri apre un procedimento Golden Power con riferimento all'Offerta promossa da Unicredit nei confronti di Banco BPM. Per questo,

¹³⁰ Unicredit, comunicato stampa, Milano, 13 marzo 2025

¹³¹ Unicredit, comunicato stampa, Milano, 20 marzo 2025

¹³² Unicredit, comunicato stampa, Milano, 28 marzo 2025

¹³³ Unicredit, comunicato stampa, Milano, 30 marzo 2025

¹³⁴ Unicredit, comunicato stampa, Milano, 31 marzo 2025

¹³⁵ Unicredit, comunicato stampa, Milano, 2 aprile 2025

Unicredit rende noto il 18 aprile 2025 che il Governo italiano ha avviato un'istruttoria al fine di verificare se l'operazione possa influire su asset strategici nazionali.¹³⁶

Unicredit il 22 aprile 2025, precisa attraverso un comunicato che l'istruttoria sul Golden Power è ancora in corso e non è stata presa nessuna decisione definitiva. L'Istituto attraverso l'ultimo comunicato citato fornisce informazioni price sensitive ai sensi dell'art. 114 del TUF e allo stesso tempo intende tranquillizzare il clima d'incertezza legato alle valutazioni in corso da parte del Governo, assicurando agli investitori che al momento non ci sono ostacoli all'Offerta.¹³⁷

Secondo Borsa Italiana, l'Offerta Pubblica di Scambio, aperta dal 28 aprile 2025 al 23 giugno 2025 ha registrato, alla data del 9 maggio 2025, l'adesione di 180.100 azioni, corrispondenti a circa lo 0,0012% del totale delle azioni interessate dall'Offerta.

¹³⁶ Unicredit, comunicato stampa, Milano, 22 aprile 2025

¹³⁷ Unicredit, comunicato stampa, Milano, 22 aprile 2025

3.3 L'impatto dell'informativa *price sensitive* sul mercato

A completamento del quadro teorico, descrittivo, normativo e strategico fin qui delineato, volto ad indagare la rilevanza della comunicazione finanziaria e, in particolare, dell'informativa *price sensitive*, la presente sezione introduce l'analisi empirica finalizzata a valutare l'impatto dei comunicati ufficiali rilasciati da Unicredit in relazione all'Offerta Pubblica di Scambio (OPS) promossa sulle azioni di Banco BPM tra novembre 2024 e maggio 2025.

L'obiettivo primario consiste nel misurare se, e in quale misura, tali comunicazioni abbiano influenzato il prezzo, i volumi di scambio e quindi il rendimento del titolo Banco BPM, quotato nel segmento FTSE MIB di Borsa Italiana.

A tal fine, si adottano due approcci metodologici complementari: un'analisi di regressione impiegata per stimare l'effetto cumulato nel tempo sui prezzi e sui volumi ed un'analisi event study, volta a calcolare i ***Rendimenti Anomali Cumulati (CAR)*** in corrispondenza delle date di diffusione dei comunicati da parte dell'offerente.

L'analisi si concentra esclusivamente sulle comunicazioni ufficiali da parte di Unicredit, in quanto l'interesse risiede nel valutare come la comunicazione dell'offerente possa incidere sulla dinamica del titolo della banca target. Ciò consente di isolare l'influenza della comunicazione dell'offerente, il quale può incorporare segnali rilevanti circa le probabilità di successo dell'operazione di concentrazione e la valutazione implicita che Unicredit attribuisce a Banco BPM.

Nel contesto di analisi focalizzato sulla reazione immediata del mercato, l'impiego degli Abnormal Returns e dei CAR su finestre temporali ristrette appare teoricamente fondato e coerente con gli approcci consolidati in letteratura.¹³⁸ L'impiego congiunto di queste metriche consente una lettura multidimensionale delle reazioni di mercato.

Il capitolo empirico che segue applica queste metodologie al caso di studio, con l'obiettivo di misurare l'impatto che i comunicati *price sensitive* hanno avuto sui ritorni azionari, in linea con le evidenze teoriche e le best practice emerse dalla letteratura di riferimento.

Di seguito vengono illustrate: la metodologia utilizzata, il campione dei dati utilizzati, i risultati empirici e, infine, le considerazioni conclusive.

¹³⁸ Si veda il capitolo 2.6 del presente elaborato, *Event Study: revisione della letteratura*, p. 59

3.3.1 La metodologia: *Event Study*

La principale metodologia impiegata nel seguente studio è l'*Event Study*, tecnica consolidata per quantificare l'effetto di un evento informativo sul valore di un titolo. In tal caso, l'evento in questione è rappresentato dalla pubblicazione di un comunicato stampa di carattere price sensitive da parte di Unicredit relativo esclusivamente all'Offerta Pubblica di Scambio promossa su Banco BPM.

Coerentemente con i contributi di riferimento osservati, l'analisi condotta propone un modello di regressione lineare multipla applicato ai prezzi e ai volumi del titolo Banco BPM nell'intero periodo dell'Offerta Pubblica di Scambio promossa da Unicredit al fine di osservarne e rilevarne eventuali effetti progressivi dell'informativa price sensitive. Tale modello regressivo considera congiuntamente la presenza dei comunicati stampa, l'andamento del mercato di riferimento e la variabile temporale. Il medesimo approccio viene replicato separatamente sia per l'analisi dei prezzi che per l'analisi dei volumi così da restituire sia l'effetto reattivo immediato sia quello cumulativo nel tempo che la comunicazione finanziaria price sensitive può generare sugli scambi di mercato.

Contestualmente, viene adottata la metodologia dell'Event Study per condurre un'analisi puntuale degli effetti informativi associati ad un sottoinsieme, selezionato mediante *Sentiment Analysis* manuale, di comunicati price sensitive positivi emessi da Unicredit. L'obiettivo dell'Event Study è misurare l'effetto informativo cumulato, attraverso il calcolo degli *Abnormal Return (AR)* e dei *Cumulative Abnormal Returns (CAR)* all'interno di finestre temporali predefinite.

La finalità complessiva della ricerca è analizzare empiricamente in che misura la pubblicazione dell'informativa price sensitive influenzi in modo statisticamente significativo i prezzi, i volumi azionari e i rendimenti, nel contesto della specifica operazione di aggregazione osservata.

3.3.2 Campione e dati

Il campione utilizzato per l'analisi è costituito in totale da 14 comunicati stampa rilasciati sui canali ufficiali di Unicredit che si sono succeduti dal 25 novembre 2024 al 09 maggio 2025.

Sono stati selezionati esclusivamente i comunicati relativi ad informazioni price sensitive con riguardo all'Offerta Pubblica di Scambio promossa da Unicredit nei confronti di Banco BPM.

Inoltre, viene sviluppata una sentiment analysis manuale, secondo i criteri coerenti con la letteratura di riferimento, necessaria a differenziarli in tre tipologie: positivi, negativi e neutrali. Per le successive analisi vengono utilizzati esclusivamente i seguenti otto comunicati definiti "positivi":

- **25/11/2024:** *Offerta Pubblica di Scambio promossa da Unicredit,*
- **13/12/2024:** *Deposito del documento di offerta presso la Consob,*
- **20/02/2025:** *Convocazione assemblea per aumento di capitale,*
- **28/02/2025:** *Deposito del prospetto informativo presso la Consob,*
- **12/03/2025:** *Autorizzazione ad acquisire dall'IVASS,*
- **20/03/2025:** *Nulla osta Banca Centrale d'Irlanda per una partecipazione in Banco BPM LIFE DAC,*
- **28/03/2025:** *Autorizzazione ad acquisire da BCE e Banca d'Italia,*
- **02/04/2025:** *Approvazione e pubblicazione del prospetto informativo e del documento di offerta da parte di Consob.*

I dati finanziari utilizzati sono relativi alle serie storiche dei titoli azionari di Banco BPM e dell'indice di mercato di riferimento FTSE MIB, ritenuto la misura di benchmark più appropriata. I prezzi azionari ed i volumi sono stati estratti in formato CSV dalla piattaforma LSEG Workspace (già Refinitiv), consultata nel mese di maggio 2025 e, successivamente, i dati sono stati elaborati, puliti e organizzati su piattaforma SPSS ed Excel. Essi includono i prezzi, i volumi ed i rendimenti con cadenza giornaliera, limitata ai giorni di apertura dei mercati italiani, del titolo Banco BPM e dell'indice FTSE MIB a partire dal 01 gennaio 2024 al 09 maggio 2025. La stessa estrazione viene effettuata in riferimento ad un periodo di 120 giorni dal 02 maggio 2024 al 25 ottobre 2024 necessari alla stima dei parametri di regressione *alfa* e *beta* in un modello di mercato lineare, al fine di calcolare i rendimenti attesi nell'analisi event study.

DATA	BAMI	Vol. BAMI	FTSE	Vol. FTSE	REND_BAMI	REND_FTSE	EXP_RETURN	AB_RETURN	DUMMY_COM
09/05/25	10,045	14,5	39.370	710,9	1,92%	1,01%	1,22%	0,70%	0
08/05/25	9,854	11,1	38.974	930,1	0,98%	1,69%	2,06%	-1,08%	0
07/05/25	9,758	12,4	38.320	448,4	-0,90%	-0,63%	-0,79%	-0,11%	0
06/05/25	9,846	10,3	38.560	582,6	-1,05%	0,22%	0,25%	-1,30%	0
05/05/25	9,950	6,7	38.476	345,4	-0,44%	0,38%	0,45%	-0,89%	0
02/05/25	9,994	8,6	38.328	510,6	2,02%	1,90%	2,32%	-0,29%	0
30/04/25	9,794	11,6	37.605	658,8	-1,88%	-0,72%	-0,90%	-0,98%	0
29/04/25	9,980	8,0	37.875	529,5	1,01%	1,09%	1,31%	-0,30%	0
28/04/25	9,880	10,6	37.466	445,8	1,45%	0,31%	0,36%	1,09%	0
25/04/25	9,738	9,0	37.348	460,5	2,16%	1,46%	1,76%	0,39%	0
24/04/25	9,530	9,8	36.809	555,0	1,18%	0,96%	1,15%	0,03%	0
23/04/25	9,418	10,7	36.458	638,6	2,10%	1,41%	1,71%	0,40%	0
22/04/25	9,222	14,1	35.948	552,5	-0,58%	-0,09%	-0,13%	-0,45%	0
17/04/25	9,276	12,1	35.980	437,8	-1,63%	-0,24%	-0,32%	-1,31%	0
16/04/25	9,428	12,5	36.068	658,1	1,15%	0,62%	0,74%	0,41%	0
15/04/25	9,320	11,7	35.844	621,2	3,54%	2,36%	2,88%	0,66%	0
14/04/25	8,996	14,2	35.007	672,7	5,06%	2,84%	3,46%	1,60%	0
11/04/25	8,552	12,1	34.028	486,8	-1,60%	-0,73%	-0,92%	-0,68%	0
10/04/25	8,690	17,7	34.277	964,8	7,30%	4,62%	5,65%	1,66%	0
09/04/25	8,078	13,4	32.731	749,8	-1,72%	-2,79%	-3,45%	1,73%	0
08/04/25	8,218	14,8	33.657	893,8	2,49%	2,41%	2,94%	-0,45%	0
07/04/25	8,016	30,9	32.854	1,4	-3,46%	-5,32%	-6,55%	3,10%	0
04/04/25	8,298	33,9	34.649	1,5	-8,39%	-6,76%	-8,32%	-0,07%	0
03/04/25	9,024	17,4	37.071	933,4	-5,75%	-3,66%	-4,52%	-1,23%	0
02/04/25	9,558	7,5	38.454	572,7	0,15%	-0,27%	-0,35%	0,50%	1
01/04/25	9,544	7,5	38.557	689,0	2,10%	1,32%	1,60%	0,50%	0
31/03/25	9,346	12,2	38.052	751,3	-2,58%	-1,79%	-2,22%	-0,36%	0
28/03/25	9,590	10,5	38.739	775,2	-2,04%	-0,92%	-1,16%	-0,89%	1
27/03/25	9,788	11,8	39.099	1,1	-0,22%	0,10%	0,11%	-0,33%	0
26/03/25	9,810	27,7	39.058	606,2	-4,58%	-0,83%	-1,05%	-3,54%	0
25/03/25	10,270	9,3	39.385	648,8	2,12%	1,05%	1,27%	0,85%	0
24/03/25	10,055	7,9	38.973	757,8	-0,89%	-0,16%	-0,22%	-0,67%	0
21/03/25	10,145	18,8	39.036	829,7	1,44%	-0,39%	-0,50%	1,94%	0
20/03/25	10,000	9,3	39.188	585,7	-2,13%	-1,33%	-1,66%	-0,47%	1
19/03/25	10,215	8,7	39.713	442,0	0,00%	0,45%	0,53%	-0,53%	0
18/03/25	10,215	10,6	39.534	806,4	1,28%	1,30%	1,58%	-0,29%	0
17/03/25	10,085	9,8	39.022	563,5	1,37%	0,95%	1,14%	0,23%	0
14/03/25	9,948	10,3	38.655	988,3	2,34%	1,71%	2,08%	0,26%	0
13/03/25	9,718	6,6	38.000	572,8	-0,47%	-0,81%	-1,01%	0,54%	0
12/03/25	9,764	8,0	38.307	417,2	2,07%	1,60%	1,94%	0,13%	1
11/03/25	9,564	10,0	37.698	558,6	-0,77%	-1,39%	-1,73%	0,96%	0
10/03/25	9,638	9,1	38.226	544,0	-2,28%	-0,96%	-1,20%	-1,08%	0
07/03/25	9,860	8,5	38.593	596,5	-0,99%	-0,48%	-0,62%	-0,37%	0
06/03/25	9,958	13,0	38.780	697,0	1,07%	0,67%	0,80%	0,27%	0
05/03/25	9,852	17,7	38.519	659,7	4,95%	2,05%	2,50%	2,45%	0
04/03/25	9,376	13,8	37.736	802,7	-3,89%	-3,47%	-4,29%	0,39%	0
03/03/25	9,748	9,7	39.069	526,2	1,32%	1,07%	1,29%	0,04%	0
28/02/25	9,620	8,8	38.655	637,8	0,37%	0,08%	0,08%	0,30%	1
27/02/25	9,584	9,2	38.623	548,3	-0,23%	-1,55%	-1,92%	1,69%	0
26/02/25	9,606	13,2	39.225	693,4	2,51%	1,31%	1,58%	0,92%	0
25/02/25	9,368	13,0	38.715	532,2	2,05%	0,63%	0,75%	1,30%	0
24/02/25	9,178	10,3	38.473	613,6	0,90%	0,13%	0,14%	0,76%	0
21/02/25	9,096	9,5	38.421	463,3	0,66%	0,45%	0,53%	0,13%	0
20/02/25	9,036	9,1	38.249	471,9	1,02%	-0,26%	-0,34%	1,36%	1

DATA	BAMI	Vol. BAMI	FTSE	Vol. FTSE	REND_BAMI	REND_FTSE	EXP_RETURN	AB_RETURN	DUMMY_COM
19/02/25	8,944	10,7	38.348	924,1	-1,07%	-0,54%	-0,68%	-0,39%	0
18/02/25	9,040	13,5	38.554	686,1	2,55%	0,59%	0,70%	1,85%	0
17/02/25	8,812	15,5	38.328	802,9	0,59%	0,92%	1,10%	-0,51%	0
14/02/25	8,760	10,3	37.978	1,4	0,71%	0,18%	0,20%	0,51%	0
13/02/25	8,698	27,4	37.908	1,2	-1,87%	1,00%	1,20%	-3,07%	0
12/02/25	8,862	40,3	37.531	762,5	-0,61%	-0,14%	-0,19%	-0,42%	0
11/02/25	8,916	20,6	37.582	732,4	0,49%	0,91%	1,09%	-0,60%	0
10/02/25	8,872	16,0	37.242	948,7	-1,90%	0,50%	0,59%	-2,49%	0
07/02/25	9,042	14,0	37.056	1,4	0,93%	-0,18%	-0,24%	1,17%	0
06/02/25	8,958	16,6	37.122	711,8	4,78%	1,47%	1,78%	3,00%	0
05/02/25	8,540	9,6	36.581	454,6	-0,23%	-0,38%	-0,48%	0,25%	0
04/02/25	8,560	6,9	36.719	560,6	1,74%	1,37%	1,66%	0,08%	0
03/02/25	8,412	6,9	36.219	509,7	-1,28%	-0,70%	-0,88%	-0,40%	0
31/01/25	8,520	5,8	36.472	343,7	0,00%	0,12%	0,12%	-0,12%	0
30/01/25	8,520	6,2	36.430	523,9	0,12%	0,16%	0,17%	-0,06%	0
29/01/25	8,510	8,2	36.372	414,2	1,42%	0,62%	0,74%	0,68%	0
28/01/25	8,390	9,6	36.147	855,5	-0,12%	-0,12%	-0,17%	0,05%	0
27/01/25	8,400	8,9	36.191	462,2	-0,21%	-0,03%	-0,06%	-0,16%	0
24/01/25	8,418	14,5	36.201	532,7	1,87%	0,24%	0,28%	1,59%	0
23/01/25	8,262	11,7	36.113	430,4	0,39%	0,72%	0,86%	-0,47%	0
22/01/25	8,230	10,6	35.854	562,2	-1,64%	-0,57%	-0,72%	-0,92%	0
21/01/25	8,366	7,3	36.059	393,7	0,82%	-0,23%	-0,31%	1,13%	0
20/01/25	8,298	9,1	36.144	668,3	-0,31%	-0,34%	-0,44%	0,13%	0
17/01/25	8,324	8,4	36.268	496,3	1,26%	1,24%	1,50%	-0,25%	0
16/01/25	8,220	8,9	35.820	482,7	-0,44%	0,48%	0,57%	-1,01%	0
15/01/25	8,256	9,8	35.647	596,6	1,64%	1,48%	1,79%	-0,15%	0
14/01/25	8,122	12,3	35.125	585,8	1,61%	0,93%	1,12%	0,49%	0
13/01/25	7,992	5,9	34.799	366,8	0,30%	-0,83%	-1,04%	1,35%	0
10/01/25	7,968	10,6	35.090	530,2	0,73%	-0,64%	-0,81%	1,54%	0
09/01/25	7,910	10,2	35.316	363,8	1,20%	0,59%	0,70%	0,50%	0
08/01/25	7,816	10,0	35.109	493,2	0,05%	0,48%	0,57%	-0,52%	0
07/01/25	7,812	5,9	34.939	505,5	-0,74%	0,45%	0,53%	-1,27%	0
06/01/25	7,870	6,1	34.781	375,5	2,26%	1,90%	2,31%	-0,04%	0
03/01/25	7,694	3,9	34.128	338,2	-0,98%	-0,72%	-0,91%	-0,07%	0
02/01/25	7,770	5,9	34.375	365,1	-0,54%	0,55%	0,65%	-1,19%	0
30/12/24	7,812	5,1	34.186	257,1	-0,26%	0,07%	0,07%	-0,32%	0
27/12/24	7,832	5,1	34.161	299,5	1,91%	1,24%	1,50%	0,41%	0
23/12/24	7,684	4,9	33.740	327,7	0,00%	-0,08%	-0,12%	0,12%	0
20/12/24	7,684	26,6	33.766	855,7	-0,03%	-0,06%	-0,10%	0,07%	0
19/12/24	7,686	11,4	33.787	978,6	-2,80%	-1,80%	-2,23%	-0,56%	0
18/12/24	7,904	8,2	34.401	557,3	-0,71%	0,25%	0,28%	-0,99%	0
17/12/24	7,960	12,8	34.315	1,2	0,20%	-1,23%	-1,53%	1,74%	0
16/12/24	7,944	15,4	34.740	803,0	1,24%	-0,43%	-0,55%	1,79%	0
13/12/24	7,846	13,5	34.889	695,1	-0,18%	0,09%	0,09%	-0,27%	1
12/12/24	7,860	13,9	34.857	495,4	1,15%	0,36%	0,42%	0,73%	0
11/12/24	7,770	14,1	34.731	544,9	-0,03%	0,60%	0,71%	-0,74%	0
10/12/24	7,772	13,2	34.525	404,8	1,22%	-0,10%	-0,15%	1,36%	0
09/12/24	7,678	20,9	34.560	420,2	2,21%	-0,55%	-0,69%	2,91%	0
06/12/24	7,510	15,9	34.750	448,2	0,37%	0,36%	0,41%	-0,04%	0
05/12/24	7,482	19,8	34.626	538,5	2,65%	1,58%	1,92%	0,74%	0
04/12/24	7,286	14,2	34.084	433,1	0,27%	0,75%	0,90%	-0,62%	0
03/12/24	7,266	15,3	33.829	414,5	1,41%	1,03%	1,24%	0,17%	0
02/12/24	7,164	11,2	33.483	426,8	-0,56%	0,21%	0,23%	-0,79%	0
29/11/24	7,204	17,8	33.415	380,3	0,78%	0,46%	0,55%	0,23%	0
28/11/24	7,148	15,9	33.260	288,0	1,95%	0,51%	0,61%	1,34%	0
27/11/24	7,010	24,0	33.090	335,0	1,12%	-0,24%	-0,31%	1,43%	0
26/11/24	6,932	34,3	33.168	449,8	-1,09%	-0,78%	-0,98%	-0,11%	0
25/11/24	7,008	61,0	33.428	823,0	5,33%	-0,20%	-0,27%	5,60%	1

Tabella D – Fonte dati: LSEG Workspace (ex Refinitiv). Orizzonte temporale 25/11/2024 – 09/05/2025.

3.3.3 Regressione cumulata sul prezzo delle azioni Banco BPM

Al fine di dimostrare la rilevanza strategica della comunicazione finanziaria price sensitive come fattore di progressiva valorizzazione del titolo anziché come mero innesco speculativo, viene effettuata una regressione cumulata sul prezzo del titolo azionario Banco BPM.

Il dataset viene pulito ed organizzato come segue:

- Variabile **“Data”** (quantitativa): rappresenta l’intervallo temporale dal 01/01/2024 al 09/05/2025, definito come intero periodo osservabile nell’analisi,
- Variabile **“Price_FTSE_MIB”** (quantitativa): rappresenta il valore giornaliero dell’indice di mercato di riferimento FTSE MIB,
- Variabile **“Price_Banco_BPM”** (quantitativa): rappresenta il valore giornaliero del prezzo del titolo azionario di Banco BPM,
- Variabile **“Periodo_Comunicati”** (dummy): rappresenta l’intero periodo dell’Offerta dal 25/11/2024 al 09/05/2025, 1 nel periodo dell’Offerta; 0 altrimenti.

H0 (Ipotesi nulla): La pubblicazione dei comunicati stampa price sensitive da parte di Unicredit non comporta alcuna variazione significativa nel livello dei prezzi delle azioni Banco BPM durante l’intero periodo considerato.

H1 (Ipotesi alternativa): La pubblicazione dei comunicati stampa price sensitive da parte di Unicredit comporta una variazione significativa nel livello dei prezzi delle azioni Banco BPM durante il periodo considerato.

Per prima cosa si è provveduto a calcolare i rendimenti dell’indice FTSE MIB e del titolo Banco BPM per tutte le successive analisi come variazione percentuale del prezzo di chiusura rispetto al giorno precedente, come segue:

$$R_{BPM} = \ln \frac{P_t}{P_{t-1}}$$

Dove:

- R = rendimento
- P_t = prezzo del titolo al tempo t
- P_{t-1} = prezzo del titolo al tempo $t-1$

Le ipotesi vengono analizzate attraverso un modello di regressione multipla come segue:

$$Price_{BPM,t} = \alpha + \beta_1 * Data_t + \beta_2 * Price_{FTSE,t} + \beta_3 * Periodo_{com_t} + \epsilon_t$$

Dove:

- $Price_{BPM,t}$ = prezzo giornaliero del titolo azionario Banco BPM,
- $Data_t$ = variabile temporale dal 01/01/2024 al 09/05/2025,
- $Price_{FTSE,t}$ = prezzo giornaliero di mercato dell'indice FTSE MIB,
- $Periodo_{com_t}$ = dummy 1 con comunicati presenti, 0 altrimenti,
- α = intercetta stimata,
- $\beta_1, \beta_2, \beta_3$ = impatto del tempo, del mercato e dei comunicati.
- ϵ_t = errore residuo

Coefficienti*					
	Coefficienti non standardizzati		Coefficienti standardizzati		
Modello	B	Errore standard	Beta	t	Sign.
(Costante)	-5,406	0,366		-14,763	<,001
Data	0,002	0,000	0,185	8,731	<,001
Price_FTSE_MIB	0,000	0,000	0,482	28,838	<,001
Periodo_comunicati	1,290	0,057	0,408	22,445	<,001

* Variabile dipendente: Price_Banco_BPM

Tabella E – Coefficienti di regressione sul prezzo di Banco BPM. Elaborazione dell'autore.

Il modello presenta una bontà solida con coefficiente di determinazione R^2 pari a 0,909, un R adjusted pari a 0,908 ed un Errore standard della stima pari a 0,450 che conferma la buona aderenza dei valori stimati ai valori osservati del prezzo.

I risultati del modello di regressione indicano che tutte le variabili indipendenti incluse – “Data”, “Price_FTSE_MIB” e “Periodo_comunicati”, risultano statisticamente significative ($p < 0,001$), con un impatto congiunto rilevante sull'andamento del prezzo delle azioni Banco BPM durante l'intero periodo dell'OPS.

A parità di condizioni di mercato e temporali, è possibile concludere che la presenza di comunicati stampa price sensitive è associata ad un incremento medio di euro 1,29 nel prezzo del titolo. Tale effetto, cumulato nel tempo, rappresenta un'indicazione rilevante

di come la comunicazione finanziaria possa incidere strutturalmente sulla valorizzazione dell'azione.

Anche la variabile “*Data*” conferma, attraverso un coefficiente pari a 0,002, un trend crescente del prezzo delle azioni di Banco BPM, compatibile con l'effetto della divulgazione progressiva di informazioni strategiche che alimenta il mercato.

L'analisi si conclude accettando l'ipotesi alternativa H1 – ovvero che la pubblicazione dei comunicati stampa di carattere price sensitive pubblicati da Unicredit nel periodo considerato ha comportato una variazione significativa nei livelli dei prezzi delle azioni della società target Banco BPM.

È importante sottolineare che la reazione positiva del prezzo può riflettere l'anticipazione di potenziali benefici futuri, ad esempio, aspettative di sinergie dall'integrazione delle due banche o la speculazione su un possibile rilancio dell'Offerta.

3.3.4 Regressione cumulata sul volume delle azioni Banco BPM

L'analisi viene riprodotta con il medesimo approccio metodologico anche sui volumi giornalieri di riferimento del titolo azionario di Banco BPM. Essa permette di individuare il grado di reattività generale che il mercato ha in riferimento all'operazione di concentrazione in atto ed è possibile osservare l'intensità degli scambi in relazione al rilascio di comunicazioni price sensitive. A tal fine, si confronta il volume negoziato del titolo durante la finestra di evento con un livello di riferimento normale calcolato sulla base dei dati storici degli ultimi 120 giorni precedenti all'evento.

Questo approccio metodologico consente di verificare se, e in quale misura, la diffusione di comunicati contenenti informazioni price sensitive abbia effettivamente suscitato un'attenzione straordinaria da parte del mercato, manifestata attraverso un incremento significativo dell'attività di scambio rispetto ai livelli ordinari.

Il dataset è stato pulito ed organizzato come segue:

- Variabile “***Data***” (quantitativa): rappresenta l'intervallo temporale dal 01/01/2024 al 09/05/2025, definito come intero periodo osservabile nel dataset,
- Variabile “***Vol_FTSE_MIB***” (quantitativa): rappresenta il valore giornaliero dei volumi scambiati sull'indice di mercato di riferimento FTSE MIB,
- Variabile “***Vol_Banco_BPM***” (quantitativa): rappresenta il valore giornaliero dei volumi scambiati sul titolo azionario di Banco BPM,

- Variabile **“Periodo_Comunicati”** (dummy): rappresenta l’intero periodo dell’Offerta dal 25/11/2024 al 09/05/2025, 1 nel periodo dell’Offerta; 0 altrimenti.

H0 (Ipotesi nulla): La pubblicazione dei comunicati stampa price sensitive da parte di Unicredit non comporta alcuna variazione significativa nel livello dei volumi di scambio delle azioni Banco BPM durante l’intero periodo considerato.

H1 (Ipotesi alternativa): La pubblicazione dei comunicati stampa price sensitive da parte di Unicredit comporta una variazione significativa nel livello dei volumi di scambio delle azioni Banco BPM durante il periodo considerato.

Le ipotesi vengono analizzate attraverso un modello di regressione multipla come segue:

$$VOL_{BPM,t} = \alpha + \beta_1 * Data_t + \beta_2 * VOL_{FTSE,t} + \beta_3 * Periodo_{com_t} + \epsilon_t$$

Dove:

- $VOL_{BPM,t}$ = volume giornaliero di Banco BPM,
- $Data_t$ = variabile temporale dal 01/01/2024 al 09/05/2025,
- $VOL_{FTSE,t}$ = volume giornaliero di mercato dell’indice FTSE MIB,
- $Periodo_{com_t}$ = dummy 1 con comunicati presenti, 0 altrimenti,
- α = intercetta stimata,
- $\beta_1, \beta_2, \beta_3$ = impatto del tempo, del mercato e dei comunicati.
- ϵ_t = errore residuo

Coefficienti*				
Modello	Coefficienti non standardizzati		Coefficienti standardizzati	
	B	Errore standard	Beta	t
(Costante)	4344,991	761,521		5,706
Data	0,000	0,000	-0,504	-5,694
Vol_FTSE_MIB	0,006	0,002	0,146	2,760
Periodo_comunicati	7,012	1,453	0,433	4,827
Sign.				
				<,001
				<,001
				0,006
				<,001

* Variabile dipendente: Vol_Banco_BPM

Tabella F – Coefficienti di regressione sul volume. Elaborazione dell’autore.

Il modello regressivo spiega solo in parte la varianza con R^2 pari a 0,111 ma si dimostra statisticamente solido ed efficace; infatti, la significatività globale del modello con F pari a 14,04 restituisce un p-value inferiore a 0,001 che, insieme con l'elevata rilevanza del periodo informativo B pari a 7,012 con p-value <001, confermano la bontà del modello nell'evidenziare l'effetto cumulativo progressivo della comunicazione price sensitive sul volume di scambio da parte del mercato. Di seguito il test Anova per verificare la solidità del modello.

ANOVA*					
Modello	Somma dei quadrati	gl	Media quadratica	F	Sign.
Regressione	2186,86	3	728,95	14,04	<,001**
Residuo	17548,50	338	51,92		
Totale	19735,35	341			
*Variabile dipendente: Vol_Banco_BPM **Predittori: (costante), Periodo_comunicati, Vol. FTSE, Data					

Tabella G – Test Anova per verificare la solidità del modello. Elaborazione dell'autore.

L'effetto informativo si dimostra a sostegno del trend di crescita del prezzo del titolo Banco BPM, ciò evidenzia quanto visto nei capitoli precedenti – ovvero la rilevanza strategica della comunicazione finanziaria come leva di miglioramento e valorizzazione graduale del titolo azionario ed anche dell'operazione straordinaria in corso.

La variabile dummy cumulativa associata all'intero periodo di riferimento riflette un impatto consistente sul volume degli scambi e questo supporta l'ipotesi che la comunicazione price sensitive sia associata ad un incremento sistematico e progressivo nel tempo dell'interesse nell'operazione da parte del mercato.

Dall'analisi emerge che durante il periodo dell'operazione (dummy=1) in cui sono stati rilasciati comunicati stampa price sensitive da parte di Unicredit, i volumi di scambio delle azioni di Banco BPM sono stati superiori in media di circa 7,012 milioni di euro rispetto al periodo precedente all'avvento dell'Offerta Pubblica di Scambio.

Tale risultato dimostra una risposta cumulativa del mercato all'intensificarsi della comunicazione finanziaria e all'avvicinamento della conclusione dell'operazione di concentrazione, suggerendo un'aumento dei volumi di scambio in corrispondenza delle date di rilascio della comunicazione price sensitive relativa all'Offerta.

L'evidenza empirica ottenuta rafforza l'ipotesi secondo cui la pubblicazione di comunicati stampa price sensitive da parte di Unicredit in riferimento all'OPS promossa nei confronti di Banco BPM ha un impatto significativo nei volumi medi del periodo, comportandone un aumento medio di circa sette milioni di unità.

Quanto sopra dimostra che una comunicazione coerente e ben strutturata può guidare l'interesse del mercato anche in termini di intensità partecipativa.

È possibile concludere a seguito dell'analisi che il mercato rimane attivo ed osserva gli sviluppi ed i risvolti dell'operazione in corso e il volume diventa, quindi, un indicatore reattivo e predittivo dell'attenzione informativa.

L'approccio econometrico della regressione multipla cumulata adottata sia per i prezzi che per i volumi del titolo si rende necessaria al fine di verificare la robustezza dei risultati e cogliere l'effetto e gli impatti di eventi multipli occorsi in un determinato arco di tempo ravvicinato.

In conclusione, i dati confermano il rigetto dell'ipotesi nulla H_0 , a dimostrazione che i comunicati abbiano generato attività di scambio straordinarie in coerenza con la natura price sensitive delle informazioni rilasciate. In particolare, il cosiddetto "effetto volume", risulta riconducibile a dinamiche di riallocazione dei portafogli da parte degli azionisti in risposta all'acquisizione di un nuovo set informativo e alimentate dalle eterogeneità nelle valutazioni dell'Offerta promossa che fungono da catalizzatori degli scambi.

In determinate circostanze, tale fenomeno si manifesta con una protratta intensificazione dell'attività di negoziazione anche nei giorni immediatamente successivi alla pubblicazione del comunicato stampa, riflettendo il tempo necessario affinché tutti gli operatori di mercato assimilino compiutamente le nuove informazioni e procedano al riequilibrio dei propri portafogli. Tale dinamica risulta perfettamente coerente con le implicazioni teoriche associate all'ipotesi di efficienza informativa dei mercati nella sua forma semi-forte, secondo cui le informazioni pubbliche vengono immediatamente incorporate nei prezzi di mercato.

3.3.5 Event Study: Cumulative Abnormal Return (CAR)

Dopo aver ottenuto evidenze empiriche sull'aumento cumulato del prezzo e del volume del titolo di Banco BPM durante l'intera finestra temporale dell'Offerta Pubblica di Scambio, in quest'ultima fase di analisi l'obiettivo si concentra esclusivamente sulle date

dei comunicati positivi individuati attraverso una Sentiment Analysis. Essa è stata condotta attraverso un'osservazione testuale del comunicato stampa rilasciato da Unicredit e selezionando esclusivamente argomenti di maggiore rilevanza tra tutti i comunicati price sensitive. Si rileva che, gli otto comunicati selezionati di cui sopra, riguardano esclusivamente pubblicità legale dei documenti, autorizzazioni delle Autorità e convocazione dell'Assemblea. Pertanto, ci si attende che i rendimenti cumulati nel tempo abbiano una reazione significativa nelle principali date in cui sono stati rilasciati dei comunicati stampa price sensitive, determinando una crescita graduale e continua del prezzo delle azioni.

H0 (Ipotesi nulla): La pubblicazione dei comunicati stampa price sensitive da parte di Unicredit non comporta alcuna reazione significativa da parte del mercato in termini di rendimento azionario del titolo Banco BPM.

H1 (Ipotesi alternativa): La pubblicazione dei comunicati stampa price sensitive da parte di Unicredit genera una reazione significativa da parte del mercato, attraverso variazioni anomale dei rendimenti azionari del titolo Banco BPM.

Per valutare l'impatto dei comunicati price sensitive sul titolo Banco BPM, si è adottata un'analisi Event Study come illustrato di seguito:

$$R_{BPM,t} = \alpha + \beta * R_{FTSE,t} + \epsilon_t$$

Dove:

- $R_{BPM,t}$ = rendimento giornaliero del titolo Banco BPM,
- $R_{FTSE,t}$ = rendimento giornaliero dell'indice di mercato FTSE MIB,
- α = intercetta stimata dal modello di mercato,
- β = coefficiente di sensibilità al mercato.
- ϵ_t = errore residuo

Successivamente, vengono stimati i rendimenti attesi nei giorni del comunicato stampa come segue:

$$\hat{R}_{BPM,t} = \hat{\alpha} + \hat{\beta} * R_{FTSE,t}$$

Dove:

- $\hat{R}_{BPM,t}$ = rendimento atteso del titolo senza eventi,
- $R_{FTSE,t}$ = rendimento giornaliero dell'indice di mercato FTSE MIB,
- $\hat{\alpha}, \hat{\beta}$ = stime derivanti dai 120 giorni precedenti al primo comunicato rilasciato in data 25/11/2024 (il periodo considerato, al fine di evitare distorsioni per effetto di notizie anticipate, prende inizio 30 giorni prima della data di riferimento del primo comunicato, nel periodo che va dal 02/05/2024 al 25/10/2024).

I risultati del modello di regressione utilizzato al fine di ottenere le stime dei parametri α e β restituisce i seguenti valori:

PARAMETRI DI STIMA α e β			
Beta	1,228	Err_std_B	0,099
Alfa	-0,0002	Err_std_A	0,001
R2	0,569	F	154,370
SE_y	0,011	gl	117
SS_Reg	0,018	SS_Res	0,013

Tabella H – Parametri per il modello in assenza dell'evento. Elaborazione dell'autore.

Nel periodo di stima di 120 giorni precedenti al primo evento emerge il coefficiente Beta stimato pari a 1,228 con un errore standard di 0,099 mostrando una sensibilità sopra alla media rispetto ai movimenti dell'indice di mercato.

Il coefficiente Alfa risulta pari a -0,0002, indicando che, in media, il titolo Banco BPM ha registrato un rendimento giornaliero inferiore rispetto a quanto previsto dal mercato nel periodo precedente all'Offerta. Tuttavia, questo scostamento non risulta statisticamente significativo (errore standard 0,001), pertanto non c'è evidenza statisticamente significativa che il titolo sottoperformasse in modo costante nel periodo precedente all'evento.

Dopo aver ottenuto stime affidabili dei parametri α e β è possibile proseguire l'analisi con il calcolo degli Abnormal Returns (AR) che rappresentano la differenza tra il rendimento reale del titolo Banco BPM e il rendimento che ci si sarebbe aspettati, sulla

base dei dati storici, dall'andamento del mercato se non fosse avvenuta alcuna Offerta Pubblica di Scambio o qualsiasi evento di carattere straordinario.

Il modello dell'Abnormal Return viene calcolato come differenza tra il rendimento effettivo ed il rendimento stimato, osservando la variazione di prezzo attribuibile esclusivamente all'evento, al netto dei movimenti di mercato generali, secondo la formula dell'Event Study di seguito:

$$AR_t = R_{BPM,t} - \hat{R}_{BPM,t}$$

Dove:

- AR_t = rendimento anomalo che indica la reazione anormale del titolo
- $R_{BPM,t}$ = rendimento osservato del titolo Banco BPM nel giorno t
- $\hat{R}_{BPM,t}$ = rendimento atteso del titolo calcolato con α e β stimati

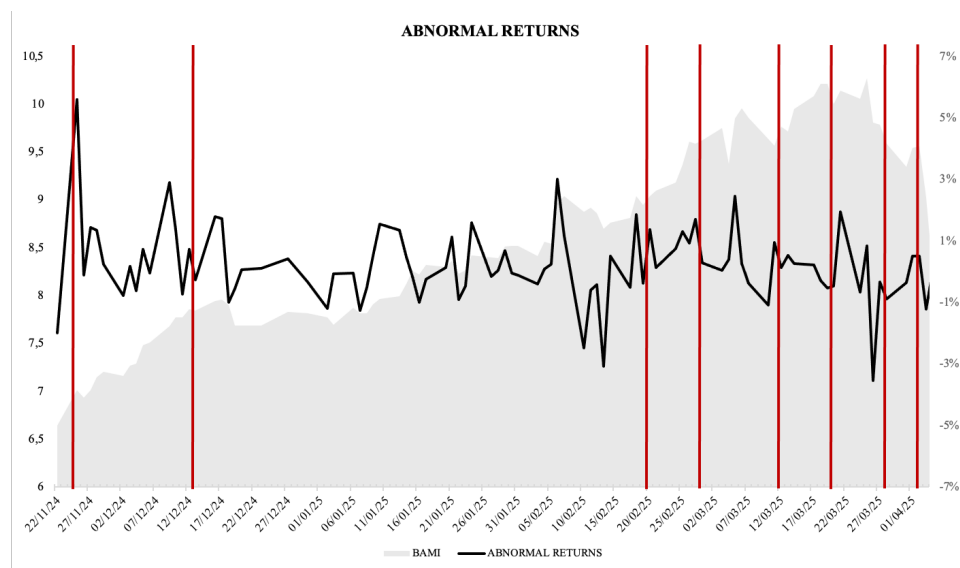


Tabella I – BPM: dinamica prezzo e Abnormal Returns con eventi informativi. Elaborazione dell'autore.

Una volta ottenuti gli Abnormal Return (AR) di ogni singolo giorno della finestra temporale considerata, si procede al calcolo dei Cumulative Abnormal Return (CAR) per catturare l'effetto aggregato dei comunicati nei giorni della loro pubblicazione.

Tale approccio si ritiene coerente in un'ipotesi di comunicazione sequenziale, dove ciascun comunicato stampa contribuisce progressivamente alla rivalutazione del titolo.

Il CAR viene calcolato, dunque, come sommatoria dei rendimenti anomali degli AR giornalieri della finestra di stima individuata che comprende esclusivamente gli 8

comunicati positivi selezionati privi di altri eventi confondenti, evitando, così, l'approccio basato sulla selezione di una più ampia finestra di evento.

$$CAR_{(t_0, t_1)} = \sum_{t=t_0}^{t_1} AR_t$$

L'ultimo passaggio metodologico prevede la verifica della significatività dei Cumulative Abnormal Return, verificando che la media degli AR sia significativamente diversa da zero – ovvero se l'effetto informativo aggregato sia casuale o meno. Il test statistico utilizzato per la verifica della significatività è il seguente:

$$t = \frac{\overline{CAR}}{SE(CAR)}$$

Dove:

- $\overline{CAR}$ = valore medio cumulato osservato,
- $SE(CAR)$ = errore standard del CAR, calcolato sui residui nel periodo di stima.

Il test di significatività attraverso il test-t ha restituito i risultati come seguono:

CUMULATIVE ABNORMAL RETURNS			
MEDIA	0,062	N	8
DEV.STD.	0,007	T TEST	2,963
Sign.	0,021		

Tabella J – Analisi dei Cumulative Abnormal Returns

L'analisi dei Cumulative Abnormal Return (CAR) calcolati esclusivamente negli 8 giorni in cui sono stati rilasciati i comunicati price sensitive di maggiore rilevanza mostra una media pari a 0,062, con una deviazione standard di 0,007. Tale evidenza suggerisce che, in media, ogni comunicato ha determinato un incremento del rendimento cumulato del titolo Banco BPM pari a circa 6,20 punti percentuali nei giorni di annuncio rispetto ai livelli di performance attesi sulla base delle condizioni di mercato. Il test-t per piccoli campioni restituisce un valore $t=2,963$, superiore al valore critico di riferimento.

È possibile concludere che l'ipotesi H_0 viene rifiutata a favore dell'ipotesi alternativa H_1 . Pertanto, l'analisi empirica condotta attraverso i Cumulative Abnormal Returns (CAR)

rivela una chiara reazione del prezzo in corrispondenza dei comunicati price sensitive di Unicredit durante l'OPS. In particolare, si registrano rendimenti anomali cumulati statisticamente significativi sul prezzo delle azioni di Banco BPM. Tale risultato conferma che l'informativa finanziaria, quando utilizzata come strumento strategico coerente, non si esaurisce in una reazione speculativa di breve termine, ma al contrario alimenta un processo di valorizzazione progressiva e strutturale dell'azione che dimostra in primo luogo il sostegno del mercato rispetto alla buona riuscita dell'operazione ed in secondo luogo dimostra come il titolo di Banco BPM abbia accumulato un rendimento negli ultimi sei mesi del circa +47% passando da 6,82 euro per azione il 25 novembre 2024 a 10,05 euro per azione il 09 maggio 2025¹³⁹.

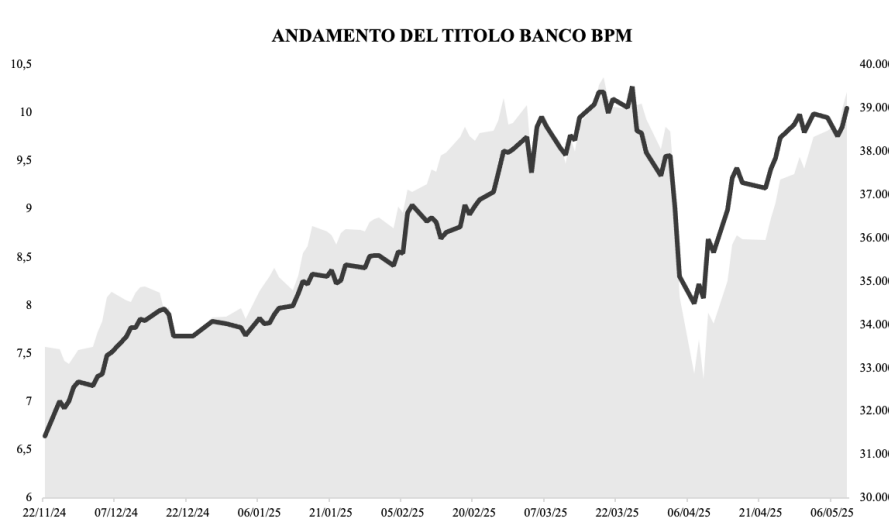


Tabella K – Andamento del titolo BPM rispetto al FTSE MIB. Elaborazione dell'autore

3.3.6 Considerazioni finali

Per coerenza, si ritiene opportuno sottolineare che nonostante l'andamento complessivo sia risultato essere ampiamente positivo, nell'ambito dell'analisi condotta è emerso come, in corrispondenza delle date dei principali comunicati stampa di natura negativa, i prezzi del titolo abbiano mostrato dei marcati ribassi. Ciò è stato particolarmente evidente, ad esempio, in occasione del comunicato pubblicato da Banco BPM che ha messo in discussione il premio quantificato da Unicredit, oppure nel caso in cui il Consiglio di Amministrazione di Banco BPM ha espresso il proprio parere contrario all'Offerta di

¹³⁹ Fonte dati: piattaforma LSEG Workspace (ex Refinitiv) consultata in data 09 maggio 2025

Scambio.¹⁴⁰ Tali dinamiche evidenziano come il mercato attribuisca rilevanza sostanziale al contenuto informativo.

I risultati empirici emersi dalla ricerca confermano quanto già argomentato nei precedenti capitoli, ovvero che la comunicazione societaria non rappresenta esclusivamente un adempimento normativo, bensì può assumere il ruolo di leva strategica di governance, in grado di incidere in modo significativo sulle dinamiche di mercato di breve termine.

In questa analisi, il CAR si è rivelato uno strumento idoneo ed attendibile per misurare il grado di razionalità del mercato e la risposta al rilascio di informazioni price sensitive.

L'evidenza empirica mostra che l'informativa price sensitive ha inciso in modo diretto e misurabile generando reazioni significative in termini di prezzo e volume sui rendimenti del titolo della banca target.

I risultati evidenziano una reazione favorevole da parte del mercato nei confronti dell'operazione di concentrazione, analogamente a quanto già osservato in altre operazioni, come il caso Intesa Sanpaolo-Ubi Banca. La risposta positiva suggerisce che, in assenza di ulteriori ostacoli di natura politica o regolamentare, il mercato nutre aspettative favorevoli sulla buona riuscita dell'operazione. Tuttavia, alla luce dei recenti interventi governativi che si sono intensificati con l'esercizio del Golden Power, appare opportuno considerare con attenzione le possibili resistenze politiche come fattori critici potenzialmente in grado di compromettere l'esito favorevole dell'operazione di concentrazione. In questo quadro, assume particolare rilievo la delibera Consob del 21 maggio 2025 n. 23562 che sospende i termini dell'Offerta per un periodo di trenta giorni, come previsto dall'art. 102 comma 6 del TUF, al fine di avviare un confronto sulle prescrizioni imposte dall'esercizio del Golden Power da parte del Governo.

In conclusione, è possibile affermare che il mercato ascolta, interpreta e ricompensa la qualità, la coerenza e la direzionalità della comunicazione finanziaria, rendendo i Cumulative Abnormal Returns non solo uno strumento statistico, ma un barometro tangibile di fiducia e di aspettative razionali da parte degli investitori sulla riuscita dell'operazione. Si riafferma, pertanto, la centralità della disclosure aziendale quale fondamento del buon funzionamento del mercato, evitando impatti eccessivi sullo stesso e sulla reputazione aziendale, nonché la ratio alla base della stringente disciplina normativa di riferimento.

¹⁴⁰ Vedi comunicati stampa descritti nel capitolo 3: l'evoluzione del caso Unicredit-Banco BPM

CONCLUSIONI

Il presente lavoro ha analizzato il tema delle aggregazioni bancarie, con particolare attenzione al ruolo ricoperto dall'informativa price sensitive quale obbligo normativo e leva strategica essenziale per il successo delle operazioni di concentrazione.

Ne emerge un quadro normativo complesso che disciplina la comunicazione al mercato, per garantire trasparenza, tempestività e parità di informazioni per tutti gli investitori.

L'analisi empirica svolta sul caso Unicredit-Banco BPM ha mostrato come le operazioni di concentrazione siano in grado di influenzare il mercato, e come un'informativa adeguata, immediata e completa, rappresenti una variabile critica per la buona riuscita delle stesse.

Attraverso una Sentiment Analysis sono stati selezionati, nell'arco temporale studiato, i comunicati stampa ufficiali di maggior impatto, sui quali è stata successivamente condotta una regressione lineare multipla rispetto all'indice di mercato.

Il modello di regressione ha permesso di isolare l'impatto medio della comunicazione sul prezzo del titolo Banco BPM, quantificandolo in un incremento medio di 1,29 euro per azione rispetto ad un periodo di confronto privo di comunicati price sensitive. Analogamente, è stato quantificato l'incremento medio del volume confrontandolo con un intervallo di riferimento stimato in assenza di eventi informativi, osservando una variazione positiva media di circa 7 milioni di euro.

Contestualmente, attraverso un'analisi event study è emerso che il titolo Banco BPM ha generato un rendimento anomalo medio cumulato pari al +6,2% nei giorni selezionati, diversamente da quanto atteso dalle normali condizioni di mercato stimate.

Questi risultati dimostrano quanto il mercato abbia sostenuto con decisione l'operazione, riflettendone gli effetti nella valorizzazione progressiva del titolo. Da un lato, il sostegno mostrato è attribuibile alla fiducia riposta dagli investitori nella potenziale costituzione del primo player bancario italiano, anticipando prospettive di crescita e di rafforzamento del gruppo Unicredit; dall'altro, il titolo riflette dinamiche di natura speculativa.

L'informazione finanziaria, dunque, si conferma un importante strumento di compliance, ma anche elemento determinante per ottenere la fiducia del mercato.

Inoltre, è stato esaminato il ruolo dello Stato, che può intervenire nelle operazioni di concentrazione attraverso lo strumento del Golden Power, influenzandone o orientandone l'esito in funzione della tutela degli asset ritenuti strategici per il Paese.

In generale, si intuiscono le intenzioni da parte di Unicredit di ampliare la propria presenza oltre i confini nazionali attraverso operazioni cross border, come dimostrato dal caso Commerzbank. Tuttavia, le ambizioni espansionistiche si scontrano frequentemente con ostacoli di natura strategica nazionale, che limitano il pieno sviluppo di una strategia integrata a livello paneuropeo.

Pertanto, Unicredit ha concentrato le attenzioni sull'Offerta Pubblica di Scambio promossa nei confronti di Banco BPM, da sempre "obiettivo storico", che consentirebbe di raddoppiare la propria quota di mercato in Italia. Le particolari attività detenute e la capillarità territoriale di Banco BPM rendono quest'ultimo un obiettivo privilegiato rispetto a Commerzbank. Si realizzerebbe così la crescita del gruppo, integrandola al proprio modello di business già orientato al mercato internazionale.

Unicredit che in passato era coinvolta in operazioni di concentrazione di salvataggio, oggi mira ad acquisire banche solide che possano portare valore aggiunto al gruppo.

Ciò dimostra però che l'attenzione dei grandi gruppi bancari italiani rimane, ancora troppo spesso, focalizzata prevalentemente sul mercato interno, risultandone un limite all'espansionismo europeo che ci si aspetterebbe da una banca universale.

Se da un lato gli indicatori di concentrazione suggeriscono ulteriori margini di consolidamento all'interno del sistema bancario italiano, dall'altro la limitata apertura verso l'area comunitaria continua ad ostacolare la nascita di player europei, alimentando una concorrenza esclusivamente limitata al contesto nazionale, che non permette di cogliere *nuovi* vantaggi nelle performance. Unicredit, esplorando mercati internazionali, avrebbe l'occasione di raggiungere nuovi clienti sia lato retail che lato corporate, ampliare il coinvolgimento di investitori istituzionali internazionali e potrebbe concentrarsi su un aspetto importante del proprio modello di business – ovvero il supporto all'internazionalizzazione delle imprese italiane, contribuendo al successo economico del Paese. Diversamente, la possibile aggregazione con Banco BPM consentirebbe di ottenere vantaggi di costo e ampliare l'estensione territoriale nel mercato retail italiano.

In tale prospettiva, il disinteresse momentaneo per Commerzbank infonde fiducia sul futuro. Unicredit sembrerebbe infatti aver mostrato la necessità di avviare un percorso di rafforzamento partendo dal mercato nazionale, attraverso l'aggregazione con un gruppo solido come Banco BPM, in vista di una potenziale espansione su scala europea che porterebbe Unicredit a ricoprire un ruolo di primo piano nel panorama internazionale.

BIBLIOGRAFIA

- Ahern, K., Sosyura, D., Who Writes the News? Corporate press Releases during Merger Negotiations, *The Journal of Financemì*, February 2014
- Alvarez-González, P., and Otero-Neira, C., “The Effect of Mergers and Acquisition on Customer-Company Relationships: Exploring Employees’ Perceptions in the Spanish Banking Sector”, *Journal of Retailing and Consumer Services* 50, s.l., 2019,
- Amato, G., *L’informazione finanziaria price-sensitive*, Firenze, Firenze University Press, 2013
- Arrigoni, M., *Informazioni privilegiate e funzionamento dei mercati finanziari*, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2022
- Art. 103, D. Lgs. 58/1998, *Testo Unico della Finanza*, Gazzetta Ufficiale n. 71 del 26 marzo 1998
- Art. 107, D. Lgs. 58/1998, *Testo Unico della Finanza*, Gazzetta Ufficiale n. 71 del 26 marzo 1998
- Art. 108, commi 1 e 3, D. Lgs. 58/1998, *Testo Unico della Finanza*, Gazzetta Ufficiale n. 71 del 26 marzo 1998
- Art. 113-ter, D. Lgs. 58/1998, *Testo Unico della Finanza*, Gazzetta Ufficiale n. 71 del 26 marzo 1998
- Art. 115, D. Lgs. 58/1998, *Testo Unico della Finanza*, Gazzetta Ufficiale n. 71 del 26 marzo 1998
- Art. 116, D. Lgs. 58/1998, *Testo Unico della Finanza*, Gazzetta Ufficiale n. 71 del 26 marzo 1998
- Art. 118, D. Lgs. 58/1998, *Testo Unico della Finanza*, Gazzetta Ufficiale n. 71 del 26 marzo 1998
- Art. 120, D. Lgs. 58/1998, *Testo Unico della Finanza*, Gazzetta Ufficiale n. 71 del 26 marzo 1998
- Art. 123-bis, D. Lgs. 58/1998, *Testo Unico della Finanza*, Gazzetta Ufficiale n. 71 del 26 marzo 1998
- Art. 157, D. Lgs. 58/1998, *Testo Unico della Finanza*, Gazzetta Ufficiale n. 71 del 26 marzo 1998

- Art. 6, Legge 10 ottobre 1990, n. 287, *Norme per la tutela della concorrenza e del mercato*, Gazzetta Ufficiale n. 240 del 13 ottobre 1990.
- Artt. 1 e 2, D.L. 15 marzo 2012, n. 21, Disposizioni urgenti per la tutela delle imprese nazionali nei settori strategici, Gazzetta Ufficiale n. 63 del 15 marzo 2012
- Artt. 101, 103, Parte IV, Titolo II, Capo II, Sezione I, D. Lgs. 58/1998, *Testo Unico della Finanza*, Gazzetta Ufficiale n. 71 del 26 marzo 1998
- Baglioni, A. "Risiko bancario, tra stato e mercato." *Lavoce.info*, 19/12/2024.
- Banca Centrale Europea (BCE), *Guida all'approccio di vigilanza alla consolidazione nel settore bancario*. Francoforte sul Meno: BCE, 2021.
- Banca Centrale Europea (BCE), *Unione Bancaria*, 2024,
- Banca d'Italia, *Relazione annuale*, Roma, 2021
- Banca Monte dei Paschi di Siena. "Chi siamo." *Gruppo MPS*
- Banco BPM, *comunicato stampa*, Milano, 17 dicembre 2024
- Banco BPM, *comunicato stampa*, Milano, 24 gennaio 2025
- Banco BPM, *comunicato stampa*, Milano, 26 novembre 2024
- Banco BPM, *comunicato stampa*, Milano, 27 gennaio 2025
- Barber, B., M., Lyon, J., D., Detecting long run abnormal stocks returns: The empirical power and specification of test statistics, *Journal of Financial Economics*, 1997
- Basile, E., *Verso la riforma della disciplina italiana del Market Abuse: la legge-delega per il recepimento della direttiva 57/2014/UE*, La Legislazione Penale, 2015
- Bin, R., e Pitruzzella, G., "La libertà di iniziativa economica", *Diritto pubblico*, Torino, Giappichelli, 2025
- Borsa Italiana S.p.A. *Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana*. Versione dell'8 aprile 2024
- Borusyak, K., Jaravel, X., Spiess, J., Revisiting Event-Study Designs: Robust and Efficient Estimation, *The review of Economic Studies*, novembre 2024
- BPER Banca, *comunicato stampa*, 06 febbraio 2025
- Bundeskartellamt (Federal Cartel Office), *comunicato stampa*, Bonn, 14 aprile 2025

- Callegaro, F., *Market Abuse: la nuova prospettiva Comunitaria in materia di sanzioni penali*, Diritto Bancario, 11 marzo 2015
- Capizzi, V., e Giovannini, R., "Il ruolo dell'Investment banking nelle operazioni di M&A: evidenze empiriche pre e post Lehman." *Bancaria*, 2015
- Chakraborty, B., Kumar Das, A., "Mergers and Acquisitions in the Banking Sector: A Systematic Literature Review", *Global Business Review*, s.l., 2024
- Chiaramonte, L., *Le concentrazioni bancarie in Europa e i processi di integrazione cross-border. Il caso Unicredit-HVB.*, Giuffrè Editore, Milano 2008
- Coda, V. *Comunicazione e immagine nella strategia dell'impresa*, Torino, Giappichelli, 1991
- Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob), *La crisi finanziaria 2007–2008*, Roma, Consob, s.d.,
- Davi, L., Banche, il risiko attende Mps – Ma lo sguardo è già oltre l'Italia, s.l., 20 maggio 2024, Primo Piano, Il Sole 24 Ore
- Davi, L., Banco. Bpm lancia l'allarme:” Con UniCredit oltre 6mila tagli”, s.l., 28 novembre 2024, pag. 25, Finanza e Mercati, Il Sole 24 Ore
- Davi, L., Credit agricole, ok Bce sul 20% di Banco Bpm: intese Amundi a rischio, s.l., 3 aprile 2025, pag. 25, Finanza e Mercati, Il Sole 24 Ore
- Davi, L., Giorgetti: «UniCredit su Banco. Bpm è libera di fare quello che vuole», s.l., 06 maggio 2025, Finanza e Mercati, Il Sole 24 Ore
- Davi, L., Il risiko riduce il gap dimensionale tra le banche italiane e le banche europee, s.l., 16 febbraio 2025, Primo piano, Il sole 24 Ore
- Davi, L., UniCredit avanti con l'Ops su Bpm ma valuta ricorso sul Golden Power, s.l., 23 aprile 2025, pag. 27, Finanza e Mercati, Il Sole 24 Ore
- Davi, L., UniCredit-Bpm, l'Europa chiede chiarimenti sul golden power, s.l., 9 aprile 2025, pag. 29, Finanza e Mercati, Il Sole 24 Ore
- Davi, L., UniCredit, 10 miliardi per rilevare BancoBpm – Il sasso nello stagno dopo lo stallo tedesco, s.l., 26 novembre 2024, pag.2, Primo Piano, Il Sole 24 Ore
- Di Noia, C., e Gargantini, M., "Corporate governance e comunicazione di informazioni privilegiate." *Rivista di diritto societario*, 2018
- Direttiva 2007/14/CE della Commissione dell'8 marzo 2007, *Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea*, L 69/27 del 9 marzo 2007

- Ekdahl, V., The impact of press releases on stock prices, Göteborg, Sweden, Chalmers University of Technology, 2015
- El Ghouli, S., Guedhami, O., Mansi, S., Sy, O., Event studies in international finance research, s.l., 2022
- Elisabetta Bonaccorsi di Patti e Fabrizio Ciocchetta, *Economies of scale revisited: evidence from Italian banks*, Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers), n. 568, Banca d'Italia, Roma, 2020,
- European Central Bank, euro area bank profitability and consolidation. É. Fernandez-Bollo, D. Andreeva, M. Grodzicki, L. Handal, R. Portier. 2019
- European Central Bank, *Mergers and Acquisitions and Bank Performance in Europe*, ECB Working Paper No. 368, May 2004,
- Fernandez-Bollo, É., D. Andreeva, M. Grodzicki, L. Handal, and R. Portier. *Euro area bank profitability and consolidation*. Madrid: Banco de España, 2021
- Figueiras, I., Gardó, S., Grodzicki, M., Klaus, B., Lebastard, L., Meller, B., and Wakker, W., “Bank Mergers and Acquisitions in the Euro Area: Drivers and Implications for Bank Performance”, *Financial Stability Review*, European Central Bank, May 2021
- Focarelli, D., Panetta, F., Salleo, C., “Determinanti e conseguenze delle acquisizioni e fusioni bancarie in Italia. Un’analisi empirica (1984-1996)”, *Società editrice Il Mulino*, 1999, fascicolo 1 pp. 63-92
- Forestieri, G., “La ristrutturazione del sistema finanziario italiano: dimensioni aziendali, diversificazione produttiva e modelli organizzativi”, *Banca Impresa Società*, Il Mulino, 2000
- Franchini, G., *Concentrazione ed efficienza nell’industria bancaria italiana*, Milano, Franco Angeli, 2007
- G., Giombini, G., Travaglini, “La regolamentazione del sistema bancario dopo la crisi”, s.l., Argomenti, 2020,
- Giacosa, E., *La comunicazione economico-finanziaria d’impresa*, Torino, Giappichelli, 2015
- Greco, M., Murgia, G., Ferranti, E., “Le M&A nel settore bancario: qual è l’effetto del modello di corporate governance italiano sul loro successo?”, *XX Riunione*

Scientifica dell'Associazione italiana di Ingegneria Gestionale: Oltre la crisi: quali strategie per l'innovazione, Udine, 2009

- Gustavsson, E., Zetterling, K., Sustainability Metrics and Market Behavior: ESG's Effect on Stock Prices Post-M&A Announcements, University of Gothenburg, 2025
- Holland, J. B., "Private disclosure and financial reporting", *Accounting and Business Research* 28, n. 4, 1998,
- Howe, J. S., e Morillon, T. G., "Do mergers and acquisitions affect information asymmetry in the banking sector?", *Managerial Finance* 46, n. 12, 202),
- Intesa Sanpaolo, "La nostra storia", *Gruppo Intesa Sanpaolo*
- Intesa Sanpaolo, *Relazione su Governo Societario e Assetti Proprietari 2023*, Torino, Intesa Sanpaolo, 2024
- Mateu, F. J., *Disclosure of Cybersecurity Incidents under Art. 17 MAR*, SSRN, 2025
- Legasio, V., Brogi, M., Market reaction to banks' interim press releases: an event study analysis, *Journal of Management & Governance*, Springer, 2021
- Legge 30 luglio 1990, n. 218, *Riforma del sistema bancario e creditizio*, Gazzetta Ufficiale n. 177 del 31 luglio 1990
- Mariani, G., *Conoscere per formulare e comunicare le strategie, il ruolo del business plan.*, Milano, Egea, 2013
- Maume, P. "Capital markets regulation in the age of social media: an analysis of the GameStop incident under the EU Market Abuse Regulation." In *A Research Agenda for Financial Law and Regulation*, Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 2025
- Mediobanca, "Chi siamo", *Gruppo Mediobanca*
- Mediobanca, *comunicato stampa*, 28 aprile 2025
- Mediobanca, *comunicato stampa*, 28 gennaio 2025
- Mediobanca. *Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari 2023*. Milano, Mediobanca, 2024
- Messori, M., "La concentrazione del settore bancario: effetti sulla competitività e sugli assetti proprietari", Università Roma Tor Vergata, s.n., 2001

- Miele, E., Se l'operazione va in porto nasce il terzo gruppo in Europa, s.l., 26 novembre 2024, pag. 3, Primo Piano, Il Sole 24 Ore
- Monte dei Paschi di Siena, *comunicato stampa*, 24 gennaio 2025
- Monte dei Paschi di Siena, *Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari 2023*, Siena, Monte dei Paschi di Siena, 2024
- Moscianese, J., and Panico, R. C. "Le operazioni di M&A fra regolamentazione e concorrenza." In *La disciplina della concorrenza nelle operazioni straordinarie*, 103–130, Torino, Giappichelli, 2022
- Moscianese, J., and Panico, R. C. "Le operazioni di M&A fra regolamentazione e concorrenza." In *La disciplina della concorrenza nelle operazioni straordinarie*, 161-202, Torino, Giappichelli, 2022
- Moscianese, J., and Panico, R. C. "Le operazioni di M&A fra regolamentazione e concorrenza." In *La disciplina della concorrenza nelle operazioni straordinarie*, 205-218, Torino, Giappichelli, 2022
- Neuhierl, A., Scherbina, A., Schlusche, B., Market Reaction to Corporate Press Releases, s.l., The journal of Financial and Quantitative Analysis, 2013
- Oler, D., K., Harrison, J., S., Allen, M., R., The danger of misinterpreting short-window event study findings in strategic management research: an empirical illustration using horizontal acquisitions Derek, Strategic Organization, 2008
- Palladino, C., Mediobanca's 'mini-UBS' defence gives it a fighting chance, s.l., 29 aprile 2025, Financial Times
- Panetta, F., *Il sistema bancario italiano nel quadro dell'Unione bancaria europea*, Intervento al seminario di aggiornamento professionale presso la Camera dei deputati, Roma, 10 maggio 2018
- Regolamento Consob n. 11971 del 14 maggio 1999, *Regolamento di attuazione del D. Lgs. 58/1998 in materia di emittenti*, Gazzetta Ufficiale n. 134 del 10 giugno 1999
- Sandrelli, G., "Il dialogo degli amministratori con gli azionisti dopo il codice di corporate governance", *Rivista del diritto commerciale*, 2021.
- Troisi, A., "L'informazione nel mercato finanziario: i bilanci delle banche e la comunicazione al pubblico." *Contratto e impresa*, s.l., 2013
- Unicredit, *comunicato stampa*, Milano, 11 settembre 2025

- Unicredit, *comunicato stampa*, Milano, 12 marzo 2025
- Unicredit, *comunicato stampa*, Milano, 13 dicembre 2024
- Unicredit, *comunicato stampa*, Milano, 13 dicembre 2024
- Unicredit, *comunicato stampa*, Milano, 13 marzo 2025
- Unicredit, *comunicato stampa*, Milano, 17 febbraio 2025
- Unicredit, *comunicato stampa*, Milano, 2 aprile 2025
- Unicredit, *comunicato stampa*, Milano, 20 febbraio 2025
- Unicredit, *comunicato stampa*, Milano, 20 marzo 2025
- Unicredit, *comunicato stampa*, Milano, 22 aprile 2025
- Unicredit, *comunicato stampa*, Milano, 24 dicembre 2024
- Unicredit, *comunicato stampa*, Milano, 24 dicembre 2024
- Unicredit, *comunicato stampa*, Milano, 25 novembre 2024
- Unicredit, *comunicato stampa*, Milano, 27 gennaio 2025
- Unicredit, *comunicato stampa*, Milano, 28 febbraio 2025
- Unicredit, *comunicato stampa*, Milano, 28 marzo 2025
- Unicredit, *comunicato stampa*, Milano, 30 marzo 2025
- Unicredit, *comunicato stampa*, Milano, 31 marzo 2025
- UniCredit, ok Consob su Bpm ma la scelta sull'Ops a giugno, s.l., 3 aprile 2025, pag. 25, Finanza e Mercati, Il Sole 24 Ore
- UniCredit, *Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari relativa all'esercizio 2023*, Milano, UniCredit, 2024
- UniCredit. "La nostra identità." *Gruppo UniCredit*
- Unione Europea. *Direttiva 2004/25/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004 relativa alle offerte pubbliche di acquisto*. Gazzetta ufficiale dell'Unione europea, L 142/12, 30 aprile 2004
- Visco, I. *Economia, innovazione, conoscenza*. Lectio Magistralis, Inaugurazione anno accademico 2020-2021, Gran Sasso Science Institute, 16 dicembre 2020
- Wu, B., *Effect of Soft Information on Earnings Announcement Day and Price Formation*, Master of Applied Science, Department of Electrical and Computer Engineering, University of Toronto, 2025

SITOGRAFIA

- <https://doi.org/10.14276/1971-8357.2095>
- <https://lavoce.info/archives/104652/risiko-bancario-tra-stato-e-mercato>
- <https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.guideconsolidation2101~fb6f871dc2.it.pdf>
- <https://www.consilium.europa.eu/it/policies/banking-union/>
- <https://www.gruppomps.it/gruppo/presentazione.html>
- <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/regolamenti/stralcioistruzioni-25032024.pdf>
- <https://www.dirittobancario.it/art/market-abuse-la-nuova-prospettiva-comunitaria-materia-di-sanzioni-penali/>
- <http://hdl.handle.net/10807/39821>
- <https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-finanziaria-del-2007-2009>
- <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2020-0568/index.html>
- <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp368.pdf>
- https://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/InformesEstabilidadFinancera/21/4_Consolidation_FSR.pdf
- https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/focus/2021/html/ecb.fsrbox202105_04~a34b8e1c5b.en.html
- <https://group.intesasanpaolo.com/it/chi-siamo/la-nostra-storia>
- <https://group.intesasanpaolo.com/it/governance/documenti-societari/2023>
- <https://www.mediobanca.com/it/chi-siamo.html>
- https://www.mediobanca.com/static/upload_new/12-/12--relazione-governo-societario_23-ita-def-final1.pdf
- https://www.gruppomps.it/static/upload/bmp/bmps_relazione_sul_governo_societario_e_gli_asseti_proprietari_2023.pdf
- <https://www.bancaditalia.it/media/notizia/il-sistema-bancario-italiano-nel-quadro-dell-unione-bancaria-europea/>
- <https://sdw.ecb.europa.eu/browseSelection.do?type=series&node=SEARCHRESULTS&q=SSI?&DATASET=0&DATASET=1>

- <https://www.unicreditgroup.eu/content/dam/unicreditgroup-eu/documents/it/governance/assemblea/archivio/2024/assemblea-12-aprile-2024/11-marzo-2024/Relazione-sul-governo-societario-2023.pdf>
- <https://www.unicreditgroup.eu/it/unicredit-at-a-glance/our-identity.html>
- https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-governatore/integov2020/Visco_20201216.pdf
- <https://www.ft.com>
- <https://www.ilsole24ore.com>
- https://www.bundeskartellamt.de/SharedDocs/Meldung/EN/Pressemitteilungen/2025/04_14_2025_Unicredit_Commerzbank.html
- <https://www.lseg.com>

TABELLARIO

Tabella A – Numero di filiali per Paese. Fonte: ECB, Structural financial indicators: end of 2023.....	9
Tabella B – Indice di concentrazione HH per Paese. Fonte: ECB, Structural financial indicators	12
Tabella C – Partecipazioni incrociate tra i principali gruppi bancari italiani (aprile 2025). Elaborazione dell'autore.....	66
Tabella D – Fonte dati: LSEG Workspace (ex Refinitiv). Orizzonte temporale 25/11/2024 – 09/05/2025.....	79
Tabella E – Coefficienti di regressione sul prezzo di Banco BPM. Elaborazione dell'autore.....	81
Tabella F – Coefficienti di regressione sul volume. Elaborazione dell'autore.	83
Tabella G – Test Anova per verificare la solidità del modello. Elaborazione dell'autore.	84
Tabella H – Parametri per il modello in assenza dell'evento. Elaborazione dell'autore.	87
Tabella I – BPM: dinamica prezzo e Abnormal Returns con eventi informativi. Elaborazione dell'autore.	88
Tabella J – Analisi dei Cumulative Abnormal Returns.....	89
Tabella K – Andamento del titolo BPM rispetto al FTSE MIB. Elaborazione dell'autore	90