

1194 *i dossier*

*www.freenewsonline.it*

*www.freefoundation.com*

**L'AFFARE INTESA  
SANPAOLO-GENERALI**

3 febbraio 2017

a cura di Renato Brunetta

# EXECUTIVE SUMMARY

2

- Lo scorso gennaio Intesa San Paolo, la più grande banca italiana, ha comunicato di avere un interesse per Generali, la più grande compagnia assicurativa italiana.
- L'efficacia e la fattibilità dell'operazione è molto dibattuta sulla stampa, con gli analisti più contrari che favorevoli alla mossa di Carlo Messina.
- Certamente, se l'operazione dovesse andare in porto, si verrebbe a creare un nuovo polo finanziario italiano ed europeo, con una mutazione degli equilibri di potere nella finanza e nella politica italiana.

# INDICE

3

- L'interesse di Intesa per Generali
- La contromossa di Generali
- I motivi dell'operazione
- La fattibilità dell'operazione
- Le possibili conseguenze dell'operazione
- I possibili esiti dell'*affaire*
- Il ruolo della politica
- Il ruolo di CDP e il placet di Berlusconi
- Un'asse italo-tedesca contro i francesi

# L'INTERESSE DI INTESA PER GENERALI

4

- Lo scorso gennaio Intesa San Paolo ha scritto in un comunicato che *«combinazioni industriali con Assicurazioni Generali, sono oggetto di valutazioni in corso da parte del management»*.
- Secondo la stampa, Intesa intenderebbe acquisire una quota rilevante di Generali e per farlo si sarebbe alleata con il colosso assicurativo tedesco Allianz.

# LA CONTROMOSSA DI GENERALI

5

- Generali, contraria all'operazione, ha risposto acquistando il 3,01% delle azioni di Intesa, tramite un'operazione di «prestito titoli».
- ▣ Tale mossa è difensiva, per cercare di rendere più difficile l'operazione di Intesa.
- L'art. 121 del Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, stabilisce, infatti, che se 2 società possiedono più del 3% del capitale l'una dell'altra, nelle relative assemblee degli azionisti non possono votare per più del 3% delle quote.

# LA CONTROMOSSA DI GENERALI

6

- Per effetto della mossa di Generali, se anche Intesa salisse nel capitale, non potrebbe votare per più del 3% delle quote e non potrebbe, quindi, comandare nella società.
- Intesa potrebbe sempre lanciare un'OPA, cioè annunciare di voler acquistare, o scambiare con le proprie, tutte le azioni di Generali che i proprietari saranno disposti a venderle.
- Un'altra possibilità è quella di sfruttare l'accordo con Allianz e usare l'assicurazione tedesca per aumentare il controllo su Generali.
  - La capitalizzazione azionaria di Allianz è quasi il doppio di Intesa, 70 contro 40 miliardi circa, quindi per Generali sarebbe molto costoso acquistare anche il 3% di Allianz per bloccare anche il suo tentativo di scalata.

# I MOTIVI DELL'OPERAZIONE

7

- Perché Intesa vorrebbe acquistare Generali?
  - ▣ Intesa è stata molto vaga sull'obiettivo dell'operazione.
  - ▣ Secondo alcuni, punterebbe ad acquistare la parte di Generali che si occupa di gestione del risparmio (Banca Generali)
  - ▣ secondo altri vorrebbe anche impossessarsi del ramo assicurativo, almeno nella sua parte italiana.
- Dall'operazione, Allianz otterrebbe parte delle attività internazionali di Generali, come Generali France, che opera in Francia, un'area dove Allianz non è particolarmente forte.
  - Se questo scenario fosse corretto e se l'operazione andasse in porto, Generali verrebbe quindi “smembrata” tra Intesa e Allianz.

# I MOTIVI DELL'OPERAZIONE

8

- Generali è la terza compagnia assicurativa in Europa, dopo Allianz e Axa.
  - ▣ il suo principale azionista è Mediobanca (13%).
  - ▣ circa l'80% del capitale è in mano ad investitori che possiedono meno del 3%.
- Negli ultimi giorni, i titoli di entrambe le società sono cresciuti in seguito alle notizie dell'interessamento di Intesa e Allianz.
  - ▣ Generali è cresciuta di circa il +13%, Mediobanca del 3% e Unicredit, primo azionista di Mediobanca, del 9%.



# I MOTIVI DELL'OPERAZIONE

- Generali e Mediobanca sono 2 delle principali società che compongono il cosiddetto «salotto buono» della finanza italiana, un'espressione con cui veniva indicato un gruppo di finanziari e industriali, composto tra gli altri da Enrico Cuccia e dalla famiglia Agnelli, mentre Intesa San Paolo e la banca da cui è nata, il Nuovo Banco Ambrosiano, sono spesso stati identificati come gli «avversari».

# LA FATTIBILITA' DELL'OPERAZIONE

10

- Sull'opportunità dell'operazione, la stampa finanziaria internazionale è stata molto critica.
- Secondo il Financial Times, il piano per la fusione Intesa-Generali *«riporta alla memoria il disastro Abn Amro»*, cioè *«l'accordo finanziario più tossico della storia»* e *«ci sono alcuni sgradevoli parallelismi con uno dei peggiori accordi di fusione della storia, quello tra Abn Amro e la Royal Bank of Scotland nel 2007»*.
- La banca olandese fu acquisita dal gruppo britannico, che l'anno successivo registrò una perdita record e fu salvata con un intervento pubblico, in consorzio con Fortis e Banco Santander, che ha poi ceduto Antonveneta a Mps per 9 miliardi, operazione da cui sono nati molti dei guai di Siena.

# LA FATTIBILITA' DELL'OPERAZIONE

- Il quotidiano fa comunque i dovuti distinguo, evidenziando che *«l'accordo è più piccolo»*, perché *«Generali ha una capitalizzazione di 24 miliardi e quindi, anche se sarà pagato un premio, qualsiasi acquisizione varrebbe meno della metà dei 71 miliardi necessari per rilevare Abn»*, ma *«ci sono “5 appariscenti similitudini che dovrebbero suggerire al management e agli investitori una pausa di riflessione»*.
- Le 5 similitudini sono il momento storico sfavorevole (*«il settore bancario italiano è inondato di crediti deteriorati»*), il fatto che l'*advisor* è quello stesso Orcel che seguì l'affare RBS-ABN, le similitudini nell'architettura dell'accordo (vendita di parte degli asset rilevati), il carattere ostile dell'operazione e il fatto che il gruppo creato dalla fusione sarebbe importante a livello sistemico.

# LA FATTIBILITA' DELL'OPERAZIONE

- Ci sono anche *«significativi argomenti a favore»* del deal: oltre ai *«tipici risparmi di costi»*, Intesa vede *«grandi sinergie di ricavi»* attraverso il *cross-selling* con le rispettive reti distributive e i benefici sul capitale che deriverebbero dal cosiddetto *«compromesso danese»*, ovvero il trattamento degli investimenti assicurativi come attivi ponderati per il rischio, *«con un aumento potenziale del Core Tier 1 del 2%»*.
- Tuttavia, conclude Jenkins, *«Messina è noto per il suo stile conservatore. Questo dovrebbe renderlo molto diffidente da qualsiasi cosa inviti a fare paragoni con uno degli accordi più tossici di sempre»*.

# LE POSSIBILI CONSEGUENZE DELL'OPERAZIONE

- La conquista di Generali da parte di Intesa cambierebbe gli equilibri della finanza italiana.
- L'equilibrio dei «4 cantoni» assicurativi rappresentati dalla tedesca Allianz, la francese Axa, la svizzera Zurich e Generali è già saltato una settimana fa quando il progetto dell'ad di Intesa, Messina, è diventato di pubblico dominio.
- Messina in Intesa ha fatto un lavoro straordinario. Il gruppo funziona, ha un patrimonio tra i più solidi in Europa e una redditività elevata. Ma per Intesa, con l'attuale dimensione e caratteristiche, i margini di miglioramento sono limitati. Per creare un nuovo ciclo di crescita la banca deve fare un salto di qualità, ingrandendosi, allargando alcuni settori, ampliando la propria geografia.

# LE POSSIBILI CONSEGUENZE DELL'OPERAZIONE

- Messina lo ha detto chiaramente: *«Arriva un momento in cui un'azienda deve chiedersi se fare ulteriori passi di crescita»*. Ebbene quel momento sembra arrivato e da mesi McKinsey è al lavoro.
- La premessa numero due riguarda Generali. La compagnia ha una capitalizzazione bassa rispetto ad Allianz e Axa, penalizzata dalla diffidenza dei mercati nei confronti dei gruppi finanziari italiani soprattutto quando hanno in portafoglio una settantina di miliardi di titoli del Tesoro e non hanno una redditività brillante. Il secondo punto di debolezza è l'azionariato, con Mediobanca che ha il 13%, Caltagirone, Del Vecchio, De Agostini e pochi altri che mettono insieme un altro 10-12%. Una minoranza rilevante ma con le spalle deboli, non in grado di sostenere un eventuale assalto.

# LE POSSIBILI CONSEGUENZE DELL'OPERAZIONE

15

- La terza premessa è il momento storico sfavorevole. Il passaggio del risparmio gestito di Pioneer da Unicredit alla francese Amundi, la fusione tra la Luxottica con la francese Essilor, la frenesia di Bollorè che dopo aver conquistato Telecom si è messo a scalare Mediaset, e gli amministratori delegati francesi ai vertici di Unicredit e di Generali, ha creato una sorta di «sindrome francese». L'italianità vorrebbe tornare di moda.
- Per fare l'operazione Messina deve convincere il cda e i suoi azionisti che i rischi sono pochi e i vantaggi molti, che il prezzo è giusto e che le possibilità di successo sono elevate, la vigilanza della Bce, che sulle operazioni di fusioni e acquisizioni è assai rigorosa e attentissima agli effetti sul patrimonio di vigilanza.

# LE POSSIBILI CONSEGUENZE DELL'OPERAZIONE

16

- Poi deve neutralizzare le difese che Generali metterebbe in atto e convincere il mercato che la proposta creerà valore per gli azionisti di Generali.
- Infine, deve sperare che non arrivi qualcun altro che offra di più, soffiandogli il gruppo di Trieste.
- La strategia di Messina la conoscono in pochi ma osservando dall'esterno emergono molte complessità. Le operazioni che hanno messo insieme banche e assicurazioni negli anni passati non hanno avuto successo, smontate praticamente tutte lasciando parecchie ammaccature, e la ragione è che sono *business* diversi con sinergie limitate. Generali e Intesa sono il primo e il secondo operatore italiano nel ramo vita: mettendo tutto insieme ci sarebbero rilevanti problemi di antitrust.



# LE POSSIBILI CONSEGUENZE DELL'OPERAZIONE

- Generali, inoltre, è poco presente nel *business* del risparmio gestito (che Intesa vuole potenziare) perché il 90% dei suoi fondi sono composti da riserve tecniche a fronte di polizze sottoscritte dagli assicurati, che rispondono a logiche e regole diverse dal risparmio gestito.
- Infine, Generali è una multinazionale che fa i 2/3 dalla sua raccolta premi e il 60% degli utili all'estero, mentre Intesa è un gruppo quasi esclusivamente italiano.
- Intesa potrebbe cedere buona parte delle presenze estere di Generali (Messina vorrebbe tenere solo Est Europa e Spagna), e che il compratore già pronto sarebbe Allianz.

# LE POSSIBILI CONSEGUENZE DELL'OPERAZIONE

18

- se così fosse da una parte il potenziamento di Allianz metterebbe in moto anche Axa e Zurich, con esiti non prevedibili.
  - dall'altra, Generali è l'unica vera multinazionale italiana rimasta e sacrificarne la multinazionalità per salvarne l'italianità non sembra un grande affare per il paese.
- L'operazione non ha però solo imponenti ricadute regolatorie, industriali e di mercato.
  - determina anche una vera rivoluzione nel sistema di potere.
  - Il primo azionista di Generali è Mediobanca, il cui primo azionista è Unicredit e quello che succederà in Generali avrà effetti sia sulla prima che sul secondo.

# LE POSSIBILI CONSEGUENZE DELL'OPERAZIONE

- Mediobanca non ha le spalle abbastanza larghe da reggere un assalto a Generali e, rispetto agli anni in cui era al centro della finanza e della grande industria italiana, sono cambiate le condizioni e la sua filosofia.
- è ormai più una banca specializzata che una *holding* di partecipazioni, e infatti l'unica significativa che le resta è il 13% e poco più di Generali, sulle quali esercita meno potere che in passato e dalle quali riceve meno commissioni. Quello che cercherà di fare è valorizzare la sua partecipazione.

# LE POSSIBILI CONSEGUENZE DELL'OPERAZIONE

20

- Unicredit sta facendo un aumento di capitale da 13 miliardi, vuol prendere una identità precisa, quella della banca commerciale con una forte presenza internazionale, che non lascia spazio a battaglie come quella per Generali.
- Sia Mediobanca che Unicredit ritengono che autonomia e italianità di Generali siano un valore ma non faranno una battaglia per questo.
  - cercheranno di spingere per una operazione amichevole, alzeranno l'asticella per ottenere una valorizzazione maggiore ma non scateneranno guerre.
  - dall'attacco, se arriverà e se sarà ostile, Generali dovrà difendersi da sola. E c'è da scommettere che lo farà se il suo destino fosse lo spezzatino e la provincializzazione.

# I POSSIBILI ESITI DELL'AFFAIRE

- Gli esiti possibili della vicenda sono 4:
  1. Intesa valuta che non vale la pena o viene bloccata dalla Bce e abbandona il progetto;
  2. va avanti e conquista Generali;
  3. va avanti e viene bloccata dalle contromosse di Generali;
  4. arriva un altro acquirente che offre di più e si porta a casa le Generali.

# I POSSIBILI ESITI DELL'AFFAIRE

22

- Nel primo caso molto rumore per nulla ma Generali ne esce meno stabile e Messina meno forte.
- Nel terzo caso Intesa ne esce più debole, ma bisogna vedere quale sarà stato per Generali il prezzo della resistenza.
- Nel quarto caso, arrivo del terzo incomodo, perdono Generali e Intesa, considerata responsabile di aver creato le condizioni per l'arrivo del vituperato straniero, e l'Italia, che vede andare via un altro prezzo, forse il più pregiato, della sua ormai piccola collezione.
- Nel secondo caso Intesa conquista Generali. Qui il vincitore è chiaro, anche se il prezzo può essere molto alto. Perde Generali con la sua autonomia e alcuni pezzi, forse molti.

# I POSSIBILI ESITI DELL'AFFAIRE

- Nasce un gruppo di dimensione europea con una forte concentrazione del business sull'Italia. Si crea un centro di potere bancario, assicurativo e finanziario, di potere *tout court*, senza rivali. Mediobanca incassa e si concentra sulla sua attività di banca specializzata senza più partecipazioni in portafoglio. Potrebbe allargare la sua dimensione e grado di internazionalizzazione se Unicredit decidesse di aumentare la sua quota e affidarle le sue attività di *corporate* e *investment banking*. A quel punto i poli sarebbero 2: da una parte Intesa con Generali in pancia, fortissima in Italia, con le fondazioni a presidiarne l'azionariato, e dall'altra Unicredit più o meno legata a Mediobanca, più *public company* e più internazionale.

# IL RUOLO DELLA POLITICA

- Intanto il senatore triestino del PD, **Francesco Russo**, ha presentato un'interrogazione parlamentare sottoscritta da un centinaio di senatori di tutte le forze politiche di maggioranza e opposizione.
- ▣ si chiede al Governo *«quali iniziative intenda intraprendere per preservare l'italianità del terzo gruppo economico italiano nonché quarta compagnia di assicurazioni a livello mondiale»* e *«per tutelare l'occupazione dei dipendenti italiani del gruppo»*, anche viste le *«odierne considerazioni provenienti da fonti finanziarie che ipotizzano un possibile “spezzatino” della compagnia»*.



# IL RUOLO DELLA POLITICA

25

- Per Russo *«la politica ha il dovere di mettere in campo tutti gli strumenti a propria disposizione per far sì che quest'operazione, in qualunque modo si concluda, porti maggiore ricchezza per tutto il sistema paese Italia e, al contempo, non metta a repentaglio i posti di lavoro di migliaia di cittadini»*.
- Una mossa che costringerà il ministro dell'Economia Pier Carlo Padoan ad esprimere una posizione, dopo il «No comment» finora espresso: si tratta di *«un'operazione di mercato»*, ha precisato il ministro.
- Nessuno crede che il Governo resterà alla finestra in questa partita; l'obiettivo è evitare che la vicenda scateni una bagarre politica prima di aver compreso a fondo le intenzioni di tutti i protagonisti (veri o presunti) e gli spazi di azione.

# IL RUOLO DI CDP E IL PLACET DI BERLUSCONI

26

- In proposito voci insistenti vorrebbero un possibile impegno di Cassa Depositi e Prestiti al fianco di Intesa San Paolo nell'operazione:
  - ▣ se confermata, dimostrerebbe come il Governo si sta muovendo per preservare un *asset* strategico per l'Italia.
- «*Generali come Mediaset è una grande impresa italiana che credo sia bene rimanga in mani italiane*» ha anche affermato Silvio Berlusconi in un'intervista al Foglio.

# UN'ASSE ITALO-TEDESCA CONTRO I FRANCESI

- Intesa è chiamata ad agire in fretta sia per evitare che il titolo Generali cresca ancora molto in Borsa, il che renderebbe più costosa l'operazione, sia per non farsi spiazzare dalle mosse dei potenziali concorrenti, in particolare Mediobanca (socio di riferimento di Generali col 13,03% e per nulla intenzionato a farsi da parte), Unicredit (a sua volta primo azionista di Mediobanca con il 9%) e Axa, che finora ha smentito un interesse diretto su Generali, ma resta tra i nomi più accreditati nel risiko che si apre tra le assicurazioni europee.

# UN'ASSE ITALO-TEDESCA CONTRO I FRANCESI

28

- E poi c'è Allianz, leader europeo del settore, che nella partita sarebbe partner di Intesa, avendo un interesse forte verso gli *asset* internazionali di Generali.
- Anche se i ruoli dei vari *player* non sono ancora del tutto definiti e, soprattutto, si prestano a cambi di rotta improvvisi, secondo convenienza.
- Senza dimenticare il peso che possono giocare gli altri grandi soci di Generali, dal vice presidente Francesco Gaetano Caltagirone a Leonardo Del Vecchio. Mentre anche in Ferak, la holding che racchiude le partecipazioni dei soci veneti, la situazione è in evoluzione, con la famiglia Amenduni in ascesa.