

SCENARI

## Il «mercato» delle Compagnie alla ricerca di nuovi capitali

In un contesto di abbondante liquidità anche le società di assicurazione divengono contendibili, a prescindere dalla loro dimensione. E il clima si fa movimentato

di CLAUDIO CACCIAMANI

**N**el film «I vitelloni» Alberto Sordi, prima, chiama i lavoratori in strada e, poi, li saluta con il gesto dell'ombrello accompagnato dalla celeberrima pernacchia. Tale era il comportamento degli azionisti di compagnie di assicurazione. Cassettisti per antonomasia, investivano in azioni assicurative confidando che i manager stesse lavorando per loro, facendo aumentare il valore del loro investimento, seppure non in modo eclatante di anno in anno e con una remunerazione non elevata, ma comunque costante.

**Tale scenario è mutato decisamente circa quindici anni fa: forte discontinuità nella gestione degli investimenti delle compagnie,** variazioni e utilizzi di riserve e operazioni sul capitale proprio, non ultima la restituzione di somme agli azionisti al fine non solo di soddisfarli, ma, soprattutto, di ridurre il denominatore del rendimento unitario dell'equity in un mercato che non consentiva aumenti del reddito al numeratore. Negli ultimi anni, ma soprattutto nei mesi appena trascorsi, si fa



**Claudio Cacciamani**  
Professore ordinario di Economia degli intermediari finanziari all'università degli studi di Parma

insistente la richiesta di aumenti di capitale delle maggiori compagnie europee. La tendenza trova le sue motivazioni non solo e non tanto nelle prescrizioni di Solvency II, quanto, anche, in ragioni differenti. Aziendalmente, gli aumenti di capitale sono giustificati in logica sia «aggressiva» sia «difensiva». La prima è relativa a investimenti, magari anche con rischio superiore a quello medio finora sopportato dall'impresa, ad acquisizioni e a conquista di nuovi mercati o paesi. In ottica difensiva, gli aumenti di capitale mirano a rimodulare la struttura del pas-

sivo, privilegiando il capitale proprio a quello di terzi al fine di incrementare la capitalizzazione dell'azienda e renderla meno esposta agli attacchi di terzi interessati a rilevarne il controllo. Nello specifico caso delle maggiori compagnie di assicurazione sembra che gli aumenti di capitale siano giustificati soprattutto da logiche difensive. Infatti, da un lato, si sta assistendo a dismissioni di asset ritenuti non più strategici, ma in passato oggetto di attenzione e investimento, magari in una logica imitativa, dall'altro, contro l'ortodossia della tradizionale tecnica assicurativa, alcune compagnie di assicurazione, sempre allo scopo di aumentare il rendimento medio del capitale proprio, si sono indebitate. Il costo dei mezzi di terzi, in uno scenario di tassi estremamente bassi, se non negativi, è diventato negli ultimi anni insostenibile. Ne deriva che in un contesto di abbondante liquidità anche le compagnie divengono contendibili, a prescindere dalla loro dimensione. D'altro canto, per gli azionisti diventa rilevante un duplice elemento. In primo luogo, essi devono avere reale contezza

delle reali finalità degli aumenti di capitale a cui sono o saranno chiamati. Anche la logica difensiva potrebbe essere degna di attenzione se potesse consentire un ampio respiro alle strategie aziendali, impossibile in ipotesi di ricambio di azionisti e di management. In secondo luogo, occorre che gli aumenti di capitale non siano diluitivi per gli azionisti attuali, magari fedeli alla compagnia anche nei periodi peggiori di performance e di remunerazione del capitale. Strategie difensive che mirano a mantenere lo status quo senza alcuna possibilità di creare valore vanno stigmatizzate da parte degli shareholders e stakeholders e, per quanto possibile, evitate da parte del management.

**Nel film «Un Americano a Roma»** Alberto Sordi tenta di cibarsi contro la sua «natura romana» di alimenti statunitensi, salvo non resistere, poi, agli spaghetti e al vino rosso. Allo stesso modo, per le compagnie di assicurazione la richiesta di nuovo capitale agli azionisti può essere figlia di strategie contrarie ai dettati dell'ortodossia della tecnica assicurativa. Risulta essenziale per gli azionisti che i loro versamenti siano utilizzati in ottica attiva, non difensiva, evitando di fare subire a essi la medesima sorte degli spaghetti di Santi Bailer, alias Nando, alias «Un Americano a Roma». ■

»

*Le operazioni possono essere fatte sia in chiave «aggressiva» che «difensiva»*