

**Intervento del Direttore Generale e Group CFO
Dott. Alberto Minali**

Signori Azionisti,

buongiorno a tutti. Spetta a me, anche quest'anno, l'onore di presentarvi il bilancio di Assicurazioni Generali e, prima di farlo, consentitemi un cenno di ringraziamento al Consiglio di Amministrazione per la grande fiducia che mi ha riconosciuto nominandomi Direttore Generale e consentendomi di affiancare Philippe Donnet nel nuovo percorso delle Generali dei prossimi anni. Come potete apprezzare dal tono della mia voce, sono molto onorato ed emozionato nel ricoprire questo ruolo, specie ricordando che sono entrato in Generali il 1° maggio 1991, facendo una lunga gavetta. Ricordo che l'allora Amministratore Delegato mi disse: "non si preoccupi, alla fine arriverà". Ed in effetti è stato proprio così.

Risultati chiave 2015

Passando ai numeri, vorrei oggi darvi contezza di quanto abbiamo fatto in quest'ultimo anno di attività, sottolineando che la posizione del nostro Gruppo è molto solida, nonostante non abbiamo ricevuto dal mercato finanziario, in particolare da quello azionario, le soddisfazioni che riteniamo di meritare.

Il risultato operativo cresce del 6% ed è forte, nonostante tutti i mercati in cui operiamo siano effettivamente molto competitivi. Come diceva il Dott. Donnet, non è richiesto solo un elevato grado di innovazione ma anche grande capacità e velocità nell'innovare, per restare al passo del mercato e servire al meglio la clientela.

Il risultato operativo misurato sul capitale, cosiddetto *operating return on equity*, si presenta eccellente, attestandosi al 14%; vi anticipo che nei prossimi anni questo indicatore rappresenterà una delle sfide più difficili perché, mano a mano che il Gruppo genera capitali internamente, sarà sempre più difficile remunerarli in mercati evidentemente complessi.

Il risultato netto cresce del 21% e sottolineo che tale valore è libero da componenti straordinarie, a differenza di quanto avvenuto per il bilancio 2014, derivando unicamente dalla capacità operativa e reddituale del Gruppo.

Risultato operativo per segmento

Se si osserva come il risultato operativo è suddiviso nelle varie componenti, anche nel raffronto rispetto al 2014, è possibile apprezzare che il contributo del business Vita appare quasi nullo in termini differenziali: all'interno del differenziale negativo, pari a 12 milioni di euro è però presente una forte dinamica.

Il risultato tecnico è molto solido, in incremento del 7%, ma quasi completamente compensato dai volumi delle spese di acquisizione che abbiamo dovuto sostenere per finanziare la nuova produzione. Si tratta, in un certo senso, di uno scambio nel tempo: abbiamo finanziato la nuova produzione Vita ritenendo che presenti dei margini molto interessanti per liberare il proprio valore nei prossimi bilanci.

Per quanto riguarda il business Danni, si registra un contributo interessante, in incremento di 156 milioni di euro rispetto al 2014, e tale risultato deriva unicamente dalla nostra buona capacità sottoscrittiva, dunque non solo delle generazioni di business precedenti, ma anche da quella corrente. Nonostante sia stato complicato operare in mercati ove la pressione competitiva ed il taglio dei prezzi sono stati pesanti, siamo riusciti a mantenere

un *combined ratio* del 93% senza modificare la politica di riservazione: le riserve sinistri a livello di Gruppo sono sempre più capienti anche per affrontare, diciamo, mari tempestosi in futuro.

Il contributo della holding è stato positivo; abbiamo registrato un incremento dei costi per la Capogruppo a Trieste, avendo rafforzato le nostre strutture nel 2015. Abbiamo rafforzato anche gli uffici regionali che rappresentano la *longa manus* della Direzione Centrale nei continenti in cui operiamo. Registriamo un impatto positivo, per la prima volta, nel conto economico settoriale della holding avendo richiesto a tutte le compagnie del Gruppo di pagare una sorta di royalty alla Capogruppo per l'utilizzo del marchio Generali. Ci sono diverse ragioni che giustificano questa scelta: il marchio è un attivo immateriale estremamente importante, soprattutto nel business assicurativo ed il nostro è un marchio prestigioso che non può essere concesso gratuitamente. Abbiamo poi voluto evitare eventuali profili di rischio fiscale collegati all'utilizzo del marchio, anche alla luce della normativa sul *transfer price* che richiede, alle compagnie che utilizzano asset, di pagarne il costo.

Dal risultato operativo al risultato netto

A prima vista, potrebbe trarsi la conclusione che il Gruppo perda molto valore nel passaggio dal risultato operativo, pari a 4.785 milioni di euro, a quello netto, pari a 2.030 milioni di euro. In realtà non si tratta di una perdita di valore, ma di un'erosione derivante dall'operare del Gruppo in mercati oggi particolarmente complessi.

I risultati degli investimenti considerano sia le plusvalenze realizzate nel corso del 2015 per sostenere la redditività finanziaria dei nostri prodotti, che le svalutazioni registrate a bilancio in ossequio ai criteri applicati: si tratta di una voce che per definizione esisterà sempre, essendo in un certo qual modo poco controllabile dal management, dipendendo dall'andamento dei mercati finanziari.

La seconda voce, negativa per 764 milioni di euro, include perlopiù il costo del debito, pari a 684 milioni di euro, ossia il costo degli interessi passivi che il Gruppo ha dovuto pagare nel 2015 per lo stock complessivo del debito, pari a circa 12 miliardi di euro. Il costo medio del debito si attesta attorno al 5,6%, con una scadenza media pari a quasi 7 anni; nel corso degli ultimi 3 anni il debito è stato trasformato anche in elemento di capitale, con lo spostamento dalle componenti cosiddette senior a quelle subordinate.

L'ultima voce che vorrei ricordare è quella relativa alle altre spese non operative nette, pari a 712 milioni in negativo, che considera anche alcuni importanti programmi di ristrutturazione già avviati in Italia, in Germania e da attivare, in futuro, in altri territori ove opera il Gruppo: tali programmi necessitano di oneri che vengono registrati a bilancio in questa voce.

Viene infine registrato il pagamento delle imposte: l'aliquota media fiscale si attesta tra il 33% ed il 35% essendo determinata in base alla tipologia degli attivi venduti, a quella della base imponibile ed al tipo di reddito conseguito. In definitiva, circa un terzo del nostro valore viene liquidato alle casse dello Stato.

In considerazione degli elementi rappresentati, si registra un risultato netto pari a 2.030 milioni di euro.

Vita: indicatori finanziari principali

I premi lordi del Gruppo nel business Vita sono in crescita del 6,2% e sottolineo che abbiamo fatto uno sforzo per orientare la produzione verso le polizze *unit linked* che assorbono meno capitale e sono molto redditizie. A livello esemplificativo, le polizze cosiddette tradizionali, a minimo garantito, rendono il 9%, mentre una polizza *unit linked* presenta un tasso di rendimento del 27%, una polizza *protection* del 54% e questo dipende dall'allocazione e dall'assorbimento di capitale dei diversi prodotti. Il nostro obiettivo, di concerto con il Group CEO ed il team tecnico, è di riorientare il Gruppo verso prodotti sì di soddisfazione per la clientela, ma che assorbano meno capitale possibile e

producano la massima redditività per gli Azionisti nel corso degli anni. Abbiamo dunque limitato la produzione del business tradizionale con tassi minimi garantiti, puntando molto di più sul business *united linked e protection*.

Ritengo poi che il valore della raccolta netta rappresenti un ottimo segnale sullo stato di salute delle reti agenziali, da alimentare con prodotti innovativi. Tale valore è in forte crescita in Italia, in Francia ed in molti altri territori del Gruppo: riponiamo però attenzione a non inflazionare troppo la raccolta netta, visti i collegati limiti di capitale e di cassa. Siamo dunque molto attenti a pilotare lo sviluppo del business Vita verso prodotti a minore intensità di capitale e a minor consumo di cassa, per favorire la futura redditività del Gruppo e quindi la remunerazione degli Azionisti.

Il risultato operativo Vita, misurato in punti base degli investimenti, si attesta sul valore di 74: come ricordava l'Amministratore Delegato, operiamo in mercati difficili e potremmo essere tentati di utilizzare le plusvalenze latenti per produrre rendimenti; in tal modo andremmo però a deteriorare i futuri utili del Gruppo. Ritengo importante reinvestire velocemente questa cassa, specie in un mercato in cui il tasso di reinvestimento, che nel 2014 si attestava al 3,2%, è stato pari, nel 2015, al 2,5%, perdendo dunque circa settanta punti base.

Il team degli investimenti è orientato alla ricerca di opportunità per il reinvestimento della cassa, in funzione del mantenimento della redditività. Sottolineo che non abbiamo aumentato troppo la rischiosità del portafoglio o la durata media finanziaria degli investimenti che si attesta a circa 10 anni; abbiamo cercato di mantenere allineata la struttura delle passività con quella degli investimenti, sapendo che in tal modo si riduce il profilo di rischio per l'investitore. Si tratta di una congiuntura complicata per la gestione degli investimenti, ma dobbiamo evitare la tentazione di utilizzare le considerevoli plusvalenze latenti accumulate negli ultimi anni, e pari a circa il 9% del valore di mercato degli attivi latenti, per non depauperare la futura redditività del Gruppo.

Il valore della nuova produzione è in contrazione del 13%, ma si tratta di un effetto di calcolo, che avviene su base trimestrale, considerato che il secondo trimestre dello scorso anno è stato particolarmente negativo. Il valore reale della nuova produzione Vita è comunque positivo e si tratta di una buona premessa per la futura redditività del Gruppo.

Danni: indicatori finanziari principali

La crescita dei premi del business Danni è abbastanza disomogenea: in alcuni mercati si sono registrate forti contrazioni (Italia e Francia, ad esempio) in altri mercati (specie in Germania e nei paesi dell'Europa Centro-Orientale) siamo riusciti a migliorare, ma in tutti i territori abbiamo difeso la tenuta del portafoglio, il numero dei contratti, cercando di migliorare il servizio ai clienti.

Come noto, a livello strategico, Generali non partecipa a competizioni tariffarie nei mercati; viceversa, Generali è orientata al miglioramento del servizio alla clientela sia all'atto della configurazione dei prodotti sia nel pagamento dei sinistri.

Il *combined ratio* del Gruppo si attesta al 93,1%, senza che sia stata modificata la prudente politica di riservazione finora seguita e tale dato include anche l'importante impatto derivante dalle catastrofi naturali, pari all'1,6%: in particolare, ricorderete la tromba d'aria a Dolo ed in Costa Azzurra. Da tale punto di vista si è rivelata molto efficace la politica riassicurativa del Gruppo che ha consentito di scaricare importanti quote di sinistri, sia derivanti dalle catastrofi naturali che da quelle cosiddette *man made*, e cioè legate all'azione umana. Grazie a tali elementi il risultato operativo Danni si avvicina ai 2 miliardi di euro. Considerato che il business di Gruppo è ascritto per il 70% al segmento Vita e per il 30% a quello Danni osservo che, mentre sul primo produciamo un risultato operativo pari a quasi 3 miliardi di euro, sul secondo il risultato è pari a circa 2 miliardi di euro. È quindi intuitiva l'importanza del business Danni per la futura redditività del Gruppo e su tale aspetto punterò assieme al Dott. Donnet per difendere i margini ed il *combined ratio* futuro.

Segmento Holding e altre attività

La holding accoglie il contributo di Banca Generali, un formidabile distributore di prodotti di risparmio gestito ma anche e soprattutto di prodotti Vita per la rete italiana. Siamo ancora scossi dalla recente notizia della perdita del Dott. Piermario Motta che ci ha lasciati improvvisamente, ma abbiamo un *management team* di qualità, il Dott. Mossa in particolare, che assieme agli altri colleghi e colleghe ne sta raccogliendo il testimone, dunque Banca Generali continuerà la sua corsa di efficienza per il Gruppo.

Dividendo totale versato dai territori

Quanto vi ho appena rappresentato è la visione operativa del Gruppo, ora passiamo ad un approfondimento sulla cassa, dalla quale proverrà il dividendo che vi proponiamo e pagheremo fra poche settimane.

Abbiamo voluto presentare, per la prima volta a questa Assemblea, l'elenco delle più importanti società del Gruppo con il risultato operativo netto e l'ammontare dei dividendi distribuiti, con il relativo rapporto. Tale valore ci permette di affermare che nel Gruppo esiste una capacità reddituale ancora inespressa in termini di dividendi: con una buona pianificazione finanziaria e stimolando l'innovazione potremmo trasformare tale capacità reddituale in futuri dividendi. Questa è la sfida del piano industriale, approvato lo scorso anno, che io ed il Dott. Donnet abbiamo raccolto.

Generazione di cassa operativa netta

È poi molto interessante la visione della Capogruppo, che riceve dalle diverse entità periferiche i flussi di dividendi, oltre ad un contributo molto importante derivante dalla riassicurazione svolta a livello centrale. La Capogruppo paga i costi del debito, gli oneri della holding; l'importo di cassa operativa netta, pari a 1,6 miliardi di euro, rappresenta un dividendo tecnicamente distribuibile. L'importo poi effettivamente distribuito ammonta a 1,1 miliardi di euro, con un *coverage ratio* (ossia il rapporto tra la cassa che arriva alla Capogruppo di Trieste e la cassa che viene distribuita agli azionisti) pari 1,5x. Se tale rapporto è superiore al valore unitario esiste una ragionevole possibilità di incrementare i futuri dividendi in maniera significativa.

Patrimonio netto e Solvency II: View Modello Interno

Il patrimonio netto di Gruppo è cresciuto dell'1,5% nel corso del 2015: la visione migliore del capitale è tuttavia offerta dal modello interno Solvency 2. Ricordo infatti che nel marzo del 2016 abbiamo ottenuto, dall'IVASS e dal *college of supervisors*, l'approvazione del modello interno Solvency 2, a conclusione di un iter avviatosi nel 2014.

Tale modello è fondamentale nella visione del business di Gruppo, consentendo di approfondirne le maggiori fonti di rischio. Si tratta dunque di un modello estremamente importante per definire l'allocazione del capitale. Secondo tale ottica, il capitale disponibile si attesta, a tutto il 2015, al 202% del capitale richiesto: è fondamentale che tale valore resti al di sopra sopra dei livelli soglia definiti dal Consiglio di Amministrazione: se si attestasse attorno al 160%, il Consiglio richiederebbe di mettere in atto politiche di *de-risking*, mentre se arrivasse attorno al 130% la posizione di capitale della società sarebbe sostanzialmente compromessa.

Il 70% del nostro capitale di rischio è legato a rischi di natura finanziaria, in particolare al rischio di credito ed al rischio tasso di interesse: dobbiamo dunque essere particolarmente attenti alla gestione degli investimenti, visti gli impatti che la volatilità di mercato può produrre sulla nostra posizione di capitale.

Il capitale di rischio è allocato nel Gruppo in maniera coerente rispetto ai posizionamenti competitivi: il 40% in Italia, il 22% in Germania, il 18% in Francia.

È importante poi sottolineare la dinamicità del modello: a tal proposito, abbiamo calcolato l'impatto sulla posizione di capitale in funzione di eventi di mercato imprevedibili. Se la curva

dei tassi dovesse salire di 50 bps guadagneremmo 4 punti di capitale; viceversa, se la curva dei tassi scendesse di 50 bps, perderemmo 8 punti di capitale. Se lo spread dei BTP si allargasse di 100 bps, perderemmo capitale. Questo modello indica dunque dove si trovano le fonti di rischio e come dobbiamo organizzare la nostra politica finanziaria per produrre un rendimento agli Azionisti evitando rischi non remunerati.

Sottolineo poi che ogni anno il Gruppo, per il business sottoscritto, genera capitale, parte del quale viene distribuito agli Azionisti come dividendo: per ogni unità di dividendo vengono generate circa 3 unità di capitale. Questo fattore ci consente di proporre un dividendo pari a 72 centesimi, coerente con la nostra posizione di cassa e coerente con la nostra posizione di capitale, nonostante le difficoltà dei mercati.

Status dell'approvazione regolamentare

Ricordo che il citato valore del *Solvency 2 ratio* al 202% risulta dall'applicazione integrale del modello interno Generali; il *ratio* approvato dal regolatore si attesta ora sul valore del 175%. Si tratta di due visioni per ora diverse, ma l'ambizione del management è che arrivino a coincidere nei prossimi anni. Nel frattempo dovrebbe essere infatti approvato il progressivo ampliamento del perimetro del modello, con l'inclusione del business Vita francese, di quello di alcuni paesi europei, completando poi l'attività sul rischio operativo.

Definita la nuova People Strategy di Gruppo

Il vero capitale del Gruppo è però quello umano, sul quale abbiamo lavorato molto nel corso del 2014 e del 2015. Si tratta di un capitale che non risulta a bilancio, ma è il vero protagonista di tutto il lavoro svolto.

In particolare, abbiamo lavorato molto su due aspetti: la dimensione del coinvolgimento del team e lo sviluppo dei talenti. Credo che abbiamo l'obbligo, quasi morale, di creare talenti per il futuro, formando le persone che un giorno ci sostituiranno nelle diverse responsabilità manageriali.

Per raggiungere tali obiettivi abbiamo valutato la qualità del nostro capitale umano, investigando pure l'opinione delle persone rispetto al management: abbiamo lanciato un'indagine, in forma anonima, sul clima aziendale, con il coinvolgimento di 70.000 colleghi in 42 paesi e 170 società. Abbiamo raccolto 34.000 commenti: quasi un collega su due si è espresso sul proprio lavoro ed abbiamo quindi iniziato una serie di attività finalizzate al miglioramento dei processi, per aumentare il coinvolgimento ed individuare le future leve manageriali.

Riteniamo che il Gruppo sia già ora dotato di tanti talenti, ma viste le difficoltà presenti sui mercati dobbiamo migliorare continuamente. Come potete poi osservare l'85% delle persone è fiero di lavorare per il Gruppo: ben l'86% delle persone crede fortemente nei propri obiettivi questo ci riempie di orgoglio. Dobbiamo fare in maniera che questa positività si traduca nell'attività operativa quotidiana, soprattutto nel servizio ai clienti.

Sembra un presentazione del tutto positiva, ma se guardiamo alla performance del titolo Generali osserviamo che non abbiamo performato bene. Non siamo contenti perché crediamo che il mercato non ci stia dando il riscontro che meritiamo. Abbiamo sotto-performato rispetto agli altri assicuratori e rispetto all'indice di borsa: questo aspetto è del tutto insoddisfacente.

Osserviamo tuttavia favorevolmente che pochi analisti finanziari emettono raccomandazioni di vendita rispetto al nostro titolo ed ogni raccomandazione di vendita è compensata da almeno tre raccomandazioni di acquisto.

Abbiamo un target price attorno ai 16,50 euro, dunque ci attendiamo un 20% di potenziale aumento della quotazione attuale nel corso dei prossimi mesi: a tal fine dobbiamo lavorare molto non solo con la Comunicazione ma soprattutto con i fatti per far intendere al mercato il valore latente presente in Generali ed attrarre nuovi investitori.

In buona sostanza, non siamo contenti di tale risultato, lo possiamo dire con estrema trasparenza di fronte a voi Azionisti. Ciononostante l'attività di comunicazione finanziaria ha raggiunto 664 investitori nel corso del 2015, contattandoli in numerosi mercati, frequentando molte società, sia di analisi sia di investimento.

Si tratta certamente di una situazione collegata al momento dei mercati finanziari: siamo molto esposti al Vita ed il livello basso dei tassi d'interessi ci penalizza, ma forse c'è qualcosa di più e di meglio, che dovremo fare, per aumentare la performance. È la risposta che io ed il Dott. Donnet ci siamo dati: ancora non abbiamo trovato la soluzione, ma la troveremo con i fatti nei prossimi anni cercando di lavorare intensamente con la stessa passione con cui abbiamo lavorato finora e cercando di fare capire al mercato che esiste un valore ora inespresso in Generali.

Vi ringrazio per l'attenzione.