MPS, Mediobanca e Generali: l’operazione Intesa Sanpaolo spiegata passo per passo

MPS, Mediobanca e Generali sono al centro della complessa partita finanziaria aperta dall’OPAS di Intesa Sanpaolo su Monte dei Paschi di Siena. Il nodo centrale è il 13,32% di Generali che MPS controlla attraverso Mediobanca. Cosa succede a questa partecipazione se prevale Intesa Sanpaolo e cosa cambia, invece, se passa la strategia alternativa di MPS con le offerte su Banco BPM e Banca Generali?

*Questa analisi ricostruisce **l’operazione Intesa Sanpaolo-MPS passo per passo**: dall’acquisizione di Mediobanca da parte di MPS all’OPAS di Intesa Sanpaolo, fino alle offerte **MPS su Banco BPM e Banca Generali**, al dividendo straordinario e ai possibili nuovi assetti di MPS, Mediobanca e Generali.*

***Non si contendono una banca. Si contendono il 13,32% di Generali che MPS possiede attraverso Mediobanca.** I due contendenti propongono per quella partecipazione due destini opposti: Intesa la assorbe interamente in un solo soggetto vigilato, mentre Lovaglio punta a distribuirne una parte agli azionisti di MPS. Ogni passaggio di questa analisi serve a spiegare come si arriva a questo bivio e perché la decisione finisce nelle mani di due famiglie che sono azioniste sia di chi vende sia di ciò che viene venduto.*

01 – NOVEMBRE 2024 / SETTEMBRE 2025

MPS, Mediobanca e Generali: come nasce l’attuale assetto

Come MPS è diventata il primo azionista di Generali attraverso Mediobanca

Nel novembre 2024 il Tesoro colloca sul mercato il 15 per cento del Monte con un **book building accelerato**. Delfin e il gruppo Caltagirone rilevano circa il 3,5 per cento ciascuno, per poi salire nei mesi seguenti.

Nel gennaio 2025 il Monte lancia un'**offerta di scambio** ostile su Mediobanca. A settembre integra il corrispettivo con 0,90 euro in contanti per **azione** e, a fine mese, raggiunge l'86,3 per cento di Piazzetta Cuccia. Dentro Mediobanca c'era il 13,32 per cento di Assicurazioni Generali: è così che una banca senese diventa il primo azionista singolo del maggiore **gruppo assicurativo** italiano. L'allora **amministratore delegato** di Mediobanca presenta alla **Consob** una serie di esposti sostenendo che i due grandi **soci** del Monte agissero di concerto.

Nel settembre 2025 la divisione vigilanza emittenti conclude che, sulla base degli elementi disponibili, non emergono indizi sufficienti a dimostrarlo. Resta aperto un fascicolo della Procura di Milano per aggiotaggio e ostacolo alla vigilanza; vale la presunzione d'innocenza.

02 – 8 GIUGNO 2026

Intesa Sanpaolo-MPS: come funziona l'OPAS da 30,6 miliardi

L'offerta di Intesa Sanpaolo su MPS e gli obiettivi dell'operazione

Intesa Sanpaolo lancia un'offerta pubblica di acquisto e scambio sul Monte del valore di 30,6 miliardi. Il corrispettivo è 1,6 azioni Intesa più 1 euro in contanti per

ogni azione MPS: 10,091 euro per azione ai prezzi del 5 giugno, con un premio del 12,5 per cento sulla chiusura e del 17,4 sulla media a tre mesi. L’obiettivo dichiarato non è la rete senese in quanto tale. È Mediobanca, la quota in Generali e metà degli sportelli, con l’altra metà destinata a Unipol.

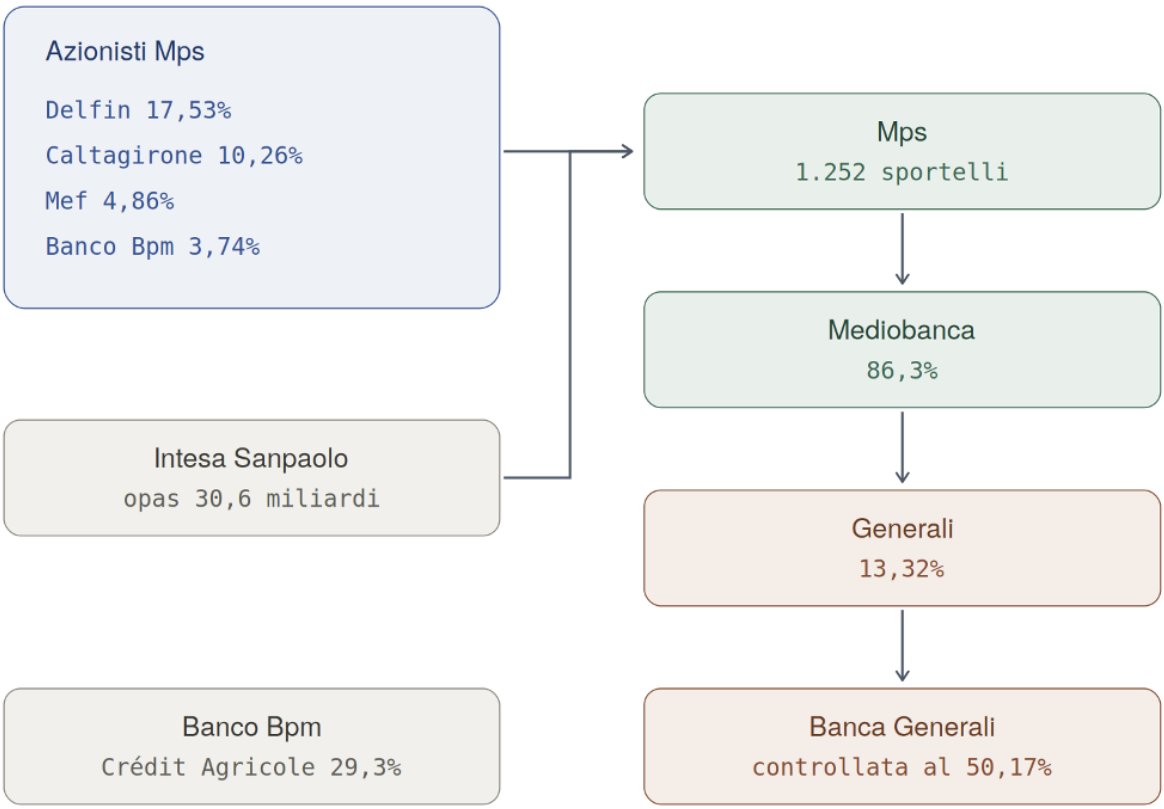
Da qui si ricava anche la dimensione del capitale in gioco: 30,6 miliardi divisi per 10,091 euro danno circa 3,03 miliardi di azioni Mps in circolazione. È il numero che serve per capire il dividendo del punto 05.

03 — ASSETTO ATTUALE

MPS, Mediobanca e Generali: l’assetto societario prima delle offerte

La catena di partecipazioni da MPS a Generali

La catena è verticale e lineare. Chi compra il Monte compra tutto quello che sta sotto.



Assetto societario prima delle offerte di scambio

04 — IL VINCOLO

Passivity rule nell’OPAS Intesa-MPS: perché decide l’assemblea

Il ruolo degli azionisti MPS nella strategia di difesa

Dal momento in cui l’offerta di Intesa è annunciata, il Monte è sotto **passivity rule**: il consiglio non può adottare da solo misure che ne ostacolino il conseguimento. Può però proporle all’**assemblea straordinaria**, che le autorizza con i due terzi del capitale rappresentato. È per questo che il 20 agosto il consiglio ha soltanto deliberato le due offerte, e che l’assemblea è convocata per il 29 ottobre. Ed è per questo che i grandi azionisti non sono spettatori: senza di loro i due terzi non esistono.

05 – 20 AGOSTO 2026

MPS-Banco BPM e MPS-Banca Generali: le due offerte di scambio

La strategia alternativa di MPS all'offerta di Intesa Sanpaolo

Il consiglio approva a maggioranza – nove voti secondo le ricostruzioni di stampa, quattro astensioni fra i consiglieri di minoranza – due offerte pubbliche di scambio volontarie e parallele, pagate interamente in azioni Mps di nuova emissione. Nessun esborso di cassa.

MPS-Banco BPM e MPS-Banca Generali: le offerte a confronto

Voce	Banco Bpm	Banca Generali
Controvalore	25,35 mld	8,72 mld
Azioni Mps per azione	1,567	6,958
Valore ai prezzi del 19/8	16,729 €	74,284 €
Premio	nessuno	10%
Soglia minima	50% + 1	50% + 1
Soglia rinunciabile	sì	no

I due **aumenti di capitale** sono separati e scindibili: si liberano con il conferimento delle azioni effettivamente portate in adesione. Le offerte non sono condizionate l'una all'altra, quindi è possibile autorizzarle entrambe e ritrovarsi con una sola acquisizione. Il fatto che sul Banco Bpm non ci sia premio e su Banca Generali ci sia il 10 per cento non è un dettaglio tecnico: dice a chi il Monte deve davvero chiedere il permesso. Il primo socio del Banco è Crédit Agricole con il 29,3 per cento; il socio di controllo di Banca Generali è Generali con il 50,17, e su quel fronte la

soglia è dichiarata irrinunciabile.

06 — IL DIVIDENDO

Dividendo straordinario MPS: come funziona la distribuzione di azioni Generali

Quanto vale il dividendo straordinario MPS

Per convincere i propri soci ad autorizzare l'operazione, il Monte promette un dividendo straordinario. È la parte che conviene guardare da vicino, perché non è denaro nel senso ordinario: tre quarti sono azioni di un'altra società quotata.

Composizione del dividendo MPS tra contanti e azioni Generali

Componente	Per azione	Totale	Natura
Contanti	0,302 €	≈ 1,0 mld	cassa del Monte
Azioni Generali	0,906 €	≈ 3,0 mld	4,5% del Leone
Totale	**1,208 €**	**≈ 4,0 mld**	

Il 4,5 per cento distribuito è poco più di un terzo del 13,32 che Siena controlla via Mediobanca, pacchetto che ai corsi correnti vale circa 8,4 miliardi. Dopo la distribuzione al Monte resterebbe l'8,8 per cento di Generali.

Dividendo MPS: quanto ricevono Delfin, Caltagirone, MEF e gli altri azionisti

La distribuzione è pro quota. Non è giuridicamente condizionata al voto favorevole: spetta ai soci alla **record date** e dipende dal successo di almeno una delle due offerte.

Ma è promessa alla compagine dalla cui autorizzazione dipende l’intera difesa.

Azionista	Quota Mps	Contanti	In azioni Generali	Punti di Generali
Delfin	17,53%	175 mln	526 mln	0,79
Gruppo Caltagirone	10,26%	103 mln	308 mln	0,46
MEF	4,86%	49 mln	146 mln	0,22
Banco BPM	3,74%	37 mln	112 mln	0,17
Mercato e altri	63,61%	636 mln	1.908 mln	2,86
Totale	**100%**	**≈ 1.000 mln**	**≈ 3.000 mln**	**4,50**

L’effetto sostanziale è qui. Delfin possiede già circa il 10,15 per cento di Generali: aggiungendo 0,79 punti arriva a 10,94, cioè supera l’8,8 che resterebbe al Monte e diventa primo azionista di Trieste. Una partecipazione oggi detenuta indirettamente, attraverso una banca con un consiglio e una vigilanza, diventa proprietà diretta senza che a Generali sia stato pagato alcun premio e senza che i suoi soci siano stati interpellati.

07 — DILUIZIONE

Aumento di capitale MPS: come cambia il peso degli azionisti

La diluizione di Delfin e Caltagirone nel nuovo MPS

Pagare in azioni proprie significa emetterne molte. A piena adesione di entrambe le offerte, i soci attuali si ritrovano con poco più della metà di un gruppo che ne vale il doppio.

Provenienza	Quota	Nota

Ex soci MPS	50,1%	Delfin scende verso 8,8%, Caltagirone verso 5,1%
Ex soci Banco BPM	37,2%	fra cui Crédit Agricole intorno al 10,9%
Ex soci Banca Generali	12,7%	di cui Generali circa 6,4%

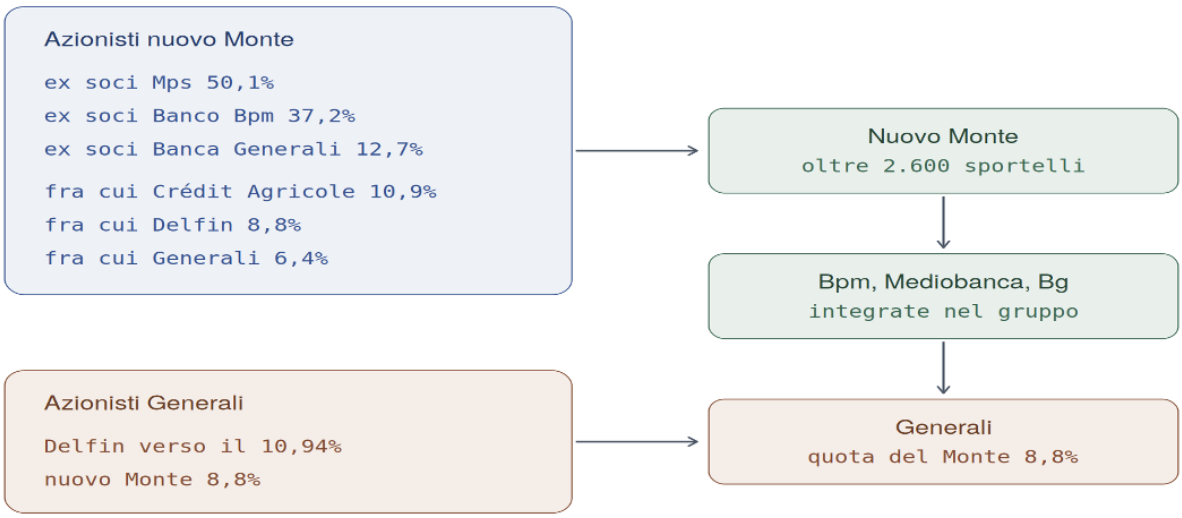
È la conversione che spiega il comportamento dei due grandi azionisti: perdono metà del proprio peso in una banca e guadagnano peso in un’assicurazione. Il loro voto del 29 ottobre dirà dove pensano che stia il premio.

08 — ESITO A

MPS e Generali: cosa succede se la strategia del Monte ha successo

Il nuovo assetto di MPS, Banco BPM, Banca Generali e Generali

La catena verticale diventa un anello: il nuovo Monte conserva l’8,8 per cento di Generali, e Generali entra a Siena con circa il 6,4. Due società quotate che si tengono a vicenda, con effetti su voto, capitale prudenziale e governo di entrambe.



Assetto a piena adesione di entrambe le offerte – l’offerta di Intesa decade

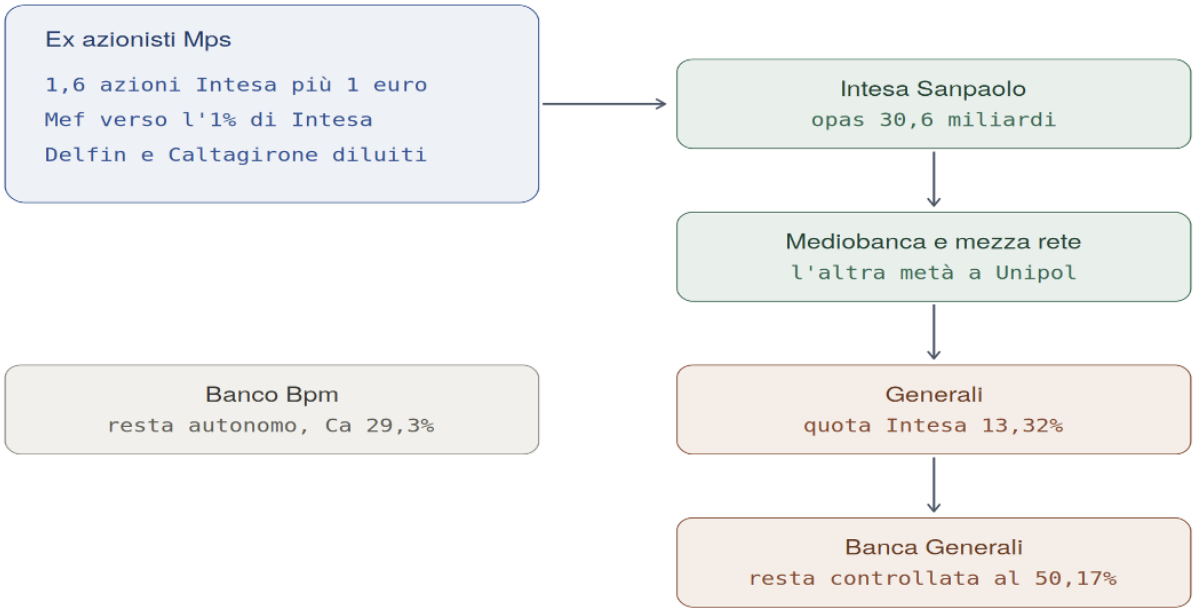
I due esiti si escludono per aritmetica, non per una regola. Se le offerte riescono, il Monte emette azioni nuove pari a quasi metà del gruppo combinato: il bersaglio su cui Intesa ha calibrato 1,6 azioni più un euro non esiste più, e l’offerta andrebbe ritirata o rifatta.

09 – ESITO B

Intesa Sanpaolo-MPS: cosa succede se l’OPAS ha successo

Gli effetti su Mediobanca, Generali, Banco BPM e Banca Generali

Il 13,32 per cento di Generali resta un blocco unico, dentro un solo soggetto vigilato, e a Trieste il libro soci non cambia. Banco Bpm resta autonomo con Crédit Agricole primo socio, Banca Generali resta controllata da Generali.



Assetto se l’opas di Intesa va a buon fine

10 — ECONOMIA DELL’OPERAZIONE

Intesa-MPS: sinergie, costi e valore economico dell’operazione

Le sinergie previste e i costi dell’integrazione

La cifra che circola è 2,6 miliardi annui ante imposte. Ma una parte era già stata annunciata per l’integrazione con Mediobanca, quindi, non è prodotta dalle due nuove acquisizioni.

Voce	Totale	Già Mediobanca	Incrementale
Sinergie annue ante imposte	2,6 mld	0,8 mld	1,8 mld
Oneri una tantum 2027-2029	2,5 mld	0,6 mld	1,9 mld

Le due nuove operazioni promettono quindi 1,8 miliardi di benefici ricorrenti a fronte di 1,9 miliardi di costi immediati. Il rapporto costi su ricavi del gruppo scenderebbe al 36 per cento dal 46 attuale. Nessun terzo indipendente ha validato queste stime sui concambi. La relazione dell’esperto sulle azioni conferite e il parere di congruità sul prezzo di emissione riguardano il conferimento e l’aumento, non l’equità del rapporto di cambio né la realizzabilità dell’ipotesi industriale.

11 — CALENDARIO

OPAS Intesa-MPS: calendario e date chiave dell’operazione

Le assemblee e le scadenze da monitorare

Data	Evento
10 set 2026	Assemblea Intesa sull’aumento a servizio dell’offerta
29 ott 2026	Assemblea straordinaria MPS: servono i due terzi del capitale rappresentato
metà feb 2027	Chiusura prevista delle due offerte del Monte

Sette settimane separano le due assemblee, e il vantaggio è di Intesa. Chi vota il 29 ottobre sono gli azionisti del Monte a quella data: se nel frattempo l’operazione milanese è avanzata, la compagine che deve autorizzare la difesa può già essere in parte schierata dall’altra parte. La difesa, per funzionare, non deve nemmeno vincere: le basta consumare il calendario. Per lo stesso motivo può perdere senza mai essere respinta. Alla vigilia il mercato prezzava ancora Intesa favorita: premio implicito nell’offerta salito all’1,5 per cento contro l’1,2 del 3 agosto, con MPS a meno 0,34, Banco BPM più 0,66, Banca Generali più 1,26 e Unipol meno 2,9.

12 — RISCHI

Intesa-MPS: i cinque principali rischi dell’operazione

Crédit Agricole e l’operazione MPS — Banco BPM

Con il 29,3 per cento del Banco Bpm, due settimane fa ha già fatto naufragare l’ipotesi di fusione con Siena, preferendo un’integrazione con le proprie attività italiane. Senza il suo assenso l’operazione più grande delle due non si chiude.

Il ruolo di Generali nell’offerta MPS-Banca Generali

Deve decidere se cedere il controllo di chi distribuisce le sue polizze in cambio di una minoranza a Siena. Poiché la soglia sull’offerta a Banca Generali è irrinunciabile, la decisione determinante è sua: può aderire oppure impedire che venga raggiunta.

Il voto degli azionisti MPS nell’assemblea straordinaria

Delfin e Caltagirone si sono già trovati su fronti opposti al rinnovo del consiglio di aprile. Nessuno dei due ha commentato il piano.

Autorizzazioni, Golden Power e rischi regolamentari

Il precedente di UniCredit su Banco Bpm ha mostrato che prescrizioni e contenzioso possono consumare il calendario di un’offerta senza che arrivi mai un divieto formale.

I possibili ostacoli Antitrust

Banca Generali è il principale distributore delle polizze del Leone e concorrente di Intesa Vita. Portarla dentro il perimetro appesantisce lo scrutinio per chiunque vinca.

13 — NOTE SU FONTI E STIME

MPS, Mediobanca e Generali: fonti, dati e metodologia dell’analisi

Dati ufficiali e stime elaborate nell’analisi

Sono dati di comunicati, documenti o rilevazioni ufficiali: i controvalori delle offerte, i rapporti di cambio e la loro valorizzazione ai prezzi del 19 agosto, la ripartizione 50,1–37,2–12,7, la composizione del dividendo per azione, il 4,5 per cento distribuito e l’8,8 residuo in Generali, il 6,4 di Generali nel nuovo Monte, le partecipazioni notificate in Mps, l’86,3 di Mediobanca, il 50,17 in Banca Generali, il 29,3 di Crédit Agricole nel Banco Bpm, le sinergie e gli oneri, il calendario.

Sono invece calcoli su quei dati, e vanno verificati prima di qualsiasi uso pubblico: il numero di azioni Mps in circolazione ricavato dal rapporto fra controvalore e prezzo dell’offerta Intesa; la ripartizione del dividendo per singolo azionista; il 10,9 per cento di Crédit Agricole e l’8,8 di Delfin nel gruppo combinato; la salita di Delfin al 10,94 di Generali, che parte da una quota corrente del 10,15 non verificata su fonte primaria.

Il dato sul gruppo Caltagirone è riportato al 10,26 per cento secondo la partecipazione notificata; la stessa fonte indica un 13,49 alla record date del dividendo del maggio 2026. Le due cifre non sono equivalenti e non vanno usate in modo intercambiabile.

Domande frequenti sull’operazione MPS, Mediobanca, Generali e Intesa Sanpaolo

Perché Generali è centrale

nell’operazione tra Intesa Sanpaolo e MPS?

Generali è uno degli asset centrali dell’operazione perché MPS, attraverso la partecipazione detenuta in Mediobanca, controlla indirettamente il 13,32% di Assicurazioni Generali. L’esito dell’OPAS di Intesa Sanpaolo o della strategia alternativa di MPS può quindi determinare un diverso assetto di questa partecipazione.

Quanto vale l’OPAS di Intesa Sanpaolo su MPS?

L’offerta pubblica di acquisto e scambio lanciata da Intesa Sanpaolo su MPS ha un valore indicato di 30,6 miliardi di euro. Il corrispettivo previsto è pari a 1,6 azioni Intesa Sanpaolo più 1 euro in contanti per ogni azione MPS.

Qual è il rapporto tra MPS, Mediobanca e Generali?

MPS ha acquisito l’86,3% di Mediobanca, che a sua volta detiene il 13,32% di Assicurazioni Generali. È attraverso questa catena di partecipazioni che MPS è diventata indirettamente il primo azionista singolo di Generali.

Cosa prevedono le offerte MPS su Banco BPM e Banca Generali?

La strategia alternativa di MPS prevede due offerte pubbliche di scambio volontarie e parallele, pagate attraverso azioni MPS di nuova emissione: una su Banco BPM, con un controvalore indicato di 25,35 miliardi, e una su Banca Generali, del valore di 8,72 miliardi. Le due offerte sono separate e non condizionate l’una al successo dell’altra.

Come funziona il dividendo straordinario MPS?

Il dividendo straordinario previsto ammonta complessivamente a circa 4 miliardi di euro: circa 1 miliardo in contanti e circa 3 miliardi attraverso azioni Generali, equivalenti al 4,5% del capitale del gruppo assicurativo. Dopo la distribuzione, a MPS resterebbe indirettamente una quota dell'8,8% di Generali.

Cosa succede a Generali se prevale la strategia di MPS?

A piena adesione delle offerte, il nuovo gruppo MPS conserverebbe una partecipazione dell'8,8% in Generali, mentre Generali entrerebbe nel capitale di MPS con una quota di circa il 6,4%. Si creerebbe quindi una partecipazione reciproca tra i due gruppi.

Cosa succede a Generali se ha successo l'OPAS di Intesa Sanpaolo su MPS?

Nello scenario descritto nell'analisi, il 13,32% di Generali resterebbe un blocco unitario all'interno del perimetro controllato da Intesa Sanpaolo. Banco BPM rimarrebbe autonomo e Banca Generali continuerebbe a essere controllata da Generali.

Paolo Costanzo (Senior Partner CA Group)