

Dipartimento di Impresa e Management

Corso di Laurea in Economia e Direzione delle Imprese

Cattedra di Economia delle Aziende di Credito

Indice, Riassunto e Bibliografia dell'elaborato:

**“Fondiarria-Sai: Crisi e Salvataggio
di un grande gruppo assicurativo”**

RELATORE

Prof. Matteo Arpe

CANDIDATO

Federico Galeffi

CORRELATORE

Prof. Antonio Blandini

Sommario

Introduzione.....	V
PARTE I: LA CRISI	1
1. Le cause Esterne: il Settore	2
1.1. Introduzione	2
1.2. I canali di trasmissione	4
1.3. La Gestione Patrimoniale-Finanziaria.....	6
1.3.1. Il Contesto Internazionale.....	7
1.3.2. Il Mercato Italiano.....	10
1.3.3. Analisi degli Impatti	11
1.4. Asset-Liability Management	15
1.4.1. Tassi Risk-free	16
1.4.2. Il Mercato Italiano.....	19
1.4.3. Elevata Volatilità	21
1.5. La Gestione Tecnico-Assicurativa	24
1.5.1. Rami Vita	24
1.5.2. Rami Danni	26
2. Le cause Interne	31
2.1. Introduzione	31
2.2. Storia dell'Imprenditore e del Gruppo	33
2.3. Struttura societaria e Catena partecipativa	36
2.4. Indebitamento Finanziario	46
2.4.1. Fondiaria-Sai	47
2.4.2. Premafin	49
2.4.3. Sinergia e Im.Co.	51
2.5. Politica dei Dividendi	52
2.6. Sottoriservazione	57

2.6.1.	Riserve Tecniche e Conto Economico	58
2.6.2.	Le dimensioni del fenomeno.....	62
2.7.	Operazioni con parti correlate	67
2.7.1.	Operazioni Immobiliari con parti correlate.....	75
2.7.2.	L'operazione Atahotels.....	77
2.7.3.	I contratti di consulenza e i compensi alle società della famiglia.....	79
2.7.4.	Conclusioni	80
2.8.	<i>Investment mix</i> e Attività Diversificate	81
2.8.1.	Le partecipazioni strategiche.....	84
2.8.2.	L'investimento in <i>Real Estate</i>	87
2.8.3.	Le attività diversificate.....	88
2.9.	Governance e Management	89
2.9.1.	Le carenze del governo societario	90
2.9.2.	Le politiche di remunerazione.....	92
PARTE II: IL SALVATAGGIO		95
3.	Il Salvataggio.....	96
3.1.	Il quadro teorico	96
3.1.1.	Margini di Solvibilità e poteri dell'ISVAP.....	98
3.1.2.	Ricapitalizzazione e Salvataggio	99
3.1.3.	Ristrutturazione operativa e Ristrutturazione finanziaria.....	102
3.1.4.	La ristrutturazione finanziaria: <i>Stakeholder</i> e Vincoli	103
3.2.	Gli <i>Stakeholder</i>	106
3.2.1.	L'Azionista di Maggioranza.....	106
3.2.2.	Gli Azionisti di Minoranza e di Risparmio	108
3.2.3.	Gli istituti di Credito	110
3.2.4.	Gli altri Stakeholder.....	113
3.2.5.	Le autorità di Vigilanza	114
3.2.6.	I potenziali Acquirenti	115
3.3.	I Vincoli	116

3.3.1.	Vincoli regolamentari: autorizzazioni ISVAP	116
3.3.2.	Vincoli regolamentari: la disciplina dell'OPA obbligatoria	118
3.3.3.	Vincoli regolamentari: la normativa Antitrust	123
3.3.4.	Vincoli finanziari: le condizioni di mercato	127
3.3.5.	Vincoli negoziali: il potere contrattuale delle parti	128
4.	Le Offerte di Salvataggio	130
4.1.	Introduzione	130
4.2.	Il piano Unipol	131
4.2.1.	La descrizione del piano	131
4.2.2.	Test di efficacia	135
4.2.3.	Impatto sugli <i>stakeholder</i> : la Famiglia Ligresti	141
4.2.4.	Impatto sugli <i>stakeholder</i> : il ceto bancario	143
4.2.5.	Impatto sugli <i>stakeholder</i> : gli azionisti di minoranza	144
4.2.6.	Impatto sugli altri <i>stakeholder</i>	146
4.2.7.	Analisi di fattibilità: mercato, banche e <i>Authority</i>	146
4.2.8.	Analisi di fattibilità: l'esenzione dall'obbligo di OPA	149
4.2.9.	Analisi di fattibilità: l'istruttoria AGCM	151
4.3.	L'offerta di Sator e Palladio su Premafin	157
4.3.1.	La descrizione del piano	157
4.3.2.	Test di efficacia	159
4.3.3.	Impatto sugli <i>stakeholder</i> : gli azionisti di Premafin	161
4.3.4.	Impatto sugli <i>stakeholder</i> : il ceto bancario	161
4.3.5.	Impatto sugli <i>stakeholder</i> : gli azionisti di minoranza	162
4.3.6.	Impatto sugli altri <i>stakeholder</i>	164
4.3.7.	Analisi di fattibilità	164
4.4.	L'offerta di Sator e Palladio su FonSai	167
4.4.1.	La descrizione del piano	167
4.4.2.	Test di efficacia	168
4.4.3.	Impatto sugli <i>stakeholder</i> : azionisti e creditori di Premafin	168
4.4.4.	Impatto sugli azionisti di minoranza e sugli altri <i>stakeholder</i>	170

4.4.5. Analisi di fattibilità.....	170
4.5. Comparazioni e conclusioni.....	173
5. La ristrutturazione Operativa	177
5.1. Introduzione	177
5.2. Il piano industriale	179
5.2.1. La <i>Governance</i> e la Struttura Societaria	179
5.2.2. La Struttura Finanziaria.....	181
5.2.3. La ristrutturazione dell'attivo: le dismissioni	182
5.2.4. La ristrutturazione dell'attivo: la gestione degli investimenti.....	185
5.2.5. La Gestione Tecnico-Assicurativa	189
Conclusioni.....	193
Bibliografia	199

Riassunto

L'elaborato affronta la tematica della crisi e del salvataggio del gruppo Fondiaria-Sai, con l'obiettivo di fornire una visione ed un'interpretazione il più possibile complete ed organiche delle vicende che hanno portato il gruppo all'attenzione degli investitori e del mercato a partire dalla fine del 2011.

La scelta dell'argomento è legata alla possibilità di associare all'analisi di una vicenda di estrema attualità lo studio di tematiche più generali degne di approfondimento. **Obiettivi**

La prima è l'indagine degli effetti della crisi finanziaria sul settore delle assicurazioni. La tematica, diffusamente esaminata con riferimento al settore bancario, più raramente è stata oggetto di autonomi approfondimenti, in particolare aventi ad oggetto il mercato italiano.

La seconda è lo studio di come la presenza di gravi debolezze nella *governance* e nella struttura societaria, alcune delle quali rappresentanti l'aspetto deterioro del capitalismo familiare e di relazione italiano, possano portare una società quotata ad una condizione di dissesto finanziario.

La terza è l'analisi di come il ruolo di regia assunto dai creditori nel risanamento di imprese con strutture finanziarie sbilanciate possa danneggiare le altre categorie di *stakeholder* attraverso un'iniqua distribuzione degli oneri del salvataggio, e di come in questi casi l'eventuale presenza di offerte concorrenti e l'intervento degli organismi di vigilanza possano operare al fine di ripristinare la parità di trattamento fra tutte le categorie di soggetti interessati.

L'elaborato è suddiviso in due parti. La prima esamina le cause della crisi del gruppo, mentre la seconda affronta la tematica del salvataggio dello stesso. **Struttura**

La struttura della prima parte ricalca la distinzione fra cause interne ed esterne della crisi. Le prime, affrontate nel Capitolo 1, sono costituite dall'insieme dei fattori macroeconomici e strutturali che hanno avuto un impatto sul settore delle assicurazioni negli ultimi anni, fra cui i principali sono: **Le cause esterne della crisi**

- tassi di crescita negativi dell'economia,
- *performance* negativa dei mercati azionari ed obbligazionari,
- peggioramento del merito di credito del debito sovrano e conseguente incremento dei premi per il rischio,

- perdurare dei tassi *risk-free* a livelli prossimi allo zero,
- elevata volatilità sui mercati finanziari.

La trattazione prosegue con la disamina degli effetti di queste variabili sulle principali aree della gestione delle imprese assicurative: la gestione degli investimenti (gestione patrimoniale-finanziaria), l'*asset-liability management* e la gestione tecnico-assicurativa.

L'area che più delle altre ha risentito del mutato contesto ambientale è la gestione patrimoniale-finanziaria, sulla quale si sono abbattuti l'abbassamento dei tassi di politica monetaria e la contemporanea impennata dei premi per il rischio. In ogni caso, ad un confronto con le altre categorie di operatori del settore finanziario, le assicurazioni hanno mostrato una maggiore resistenza, in particolare per via della loro natura di investitori di lungo periodo.

**Gestione degli
Investimenti**

La gestione integrata dell'attivo e del passivo ha invece risentito in particolare del prolungato perdurare dei tassi *risk-free* a livelli molto bassi e della volatilità che ha caratterizzato i mercati. Questi fenomeni sono stati avvertiti con maggiore intensità nel ramo vita, caratterizzato da un'elevata diffusione di polizze con rendimento minimo garantito, che nel mercato italiano pesano per il 70% delle masse gestite.

**Asset-Liability
Management**

Per quanto riguarda la gestione tecnico-assicurativa non è stato possibile individuare una tendenza univoca. Nei rami vita si è assistito da un lato ad un crollo della raccolta delle polizze *unit* ed *index linked*, in cui il rischio è a carico dell'assicurato, dall'altro ad una domanda in crescita per le polizze rivalutabili con rendimento minimo garantito. Nei rami danni, viceversa, l'evoluzione della raccolta e della redditività tecnica sono apparse meno correlate al contesto economico generale, e piuttosto guidate dalle specificità del mercato nazionale e dalla fase del ciclo assicurativo.

**Gestione tecnico-
assicurativa**

Tuttavia il deterioramento del contesto economico e finanziario non è in grado, da solo, di spiegare lo stato di dissesto del gruppo. Le vere radici della crisi sono piuttosto individuabili in una lunga serie di debolezze interne, caratterizzate da un denominatore comune localizzato ai più alti livelli societari. Si tratta delle azioni dettate dall'intenzione dell'azionista di riferimento di massimizzare i benefici privati del controllo con il minimo utilizzo di risorse finanziarie.

**Le cause interne
della crisi**

La minimizzazione dei costi del controllo e la messa in sicurezza degli assetti proprietari è stata perseguita per mezzo di una struttura societaria piramidale e poco trasparente, con il ricorso sistematico alla leva debitoria ed azionaria e con un utilizzo improprio delle partecipazioni incrociate, delle azioni proprie e delle azioni di risparmio. Grazie a questi accorgimenti la Famiglia Ligresti ha potuto godere del 37,3% dei voti in assemblea ordinaria pur detenendo solamente il 26,6% del capitale sociale di FonSai. Il massimo livello di articolazione ed opacità è stato però raggiunto nella parte alta della catena partecipativa. In particolare il possesso del 20% circa delle azioni di Premafin è stato dissimulato dalla Famiglia Ligresti attraverso l'utilizzo di *trust* residenti in paradisi fiscali, con i quali sono anche state poste in essere operazioni di compravendita di azioni della *holding* finalizzate a mantenere artificialmente alto il prezzo del titolo.

La leva azionaria

Un altro meccanismo attraverso cui è stata perseguita la minimizzazione dei costi del controllo è la leva finanziaria. L'esposizione complessiva del gruppo verso gli istituti di credito ammonta ad € 2,1 Miliardi, cifra che aumenta ad oltre € 2,4 Miliardi se si considerano anche le società a monte di Premafin. In particolare Fondiaria-Sai e Milano sono esposte verso Mediobanca per complessivi € 1,05 Miliardi di prestiti subordinati, la cui esistenza non è tanto giustificata da esigenze finanziarie, quanto piuttosto dalla necessità di colmare la carenza di mezzi propri rispetto alle esigenze regolamentari.

La leva finanziaria

La struttura finanziaria di Premafin è invece caratterizzata da debiti finanziari per € 368 Milioni, a fronte di un attivo in cui la partecipazione in FonSai pesa per oltre l'85% del valore. Questa configurazione espone la *holding* al rischio di tensioni finanziarie, dal momento che il servizio del debito costituisce un costo fisso e certo, mentre i dividendi distribuiti dalla controllata, oltre a rappresentare l'unica fonte di ricavo, sono una grandezza variabile ed aleatoria.

FonSai

Premafin

Il fabbisogno finanziario della *holding* ha avuto l'effetto collaterale di far insorgere incentivi distorti a veicolare ricchezza verso i piani alti della struttura del gruppo con strumenti più o meno ortodossi: il primo è la distribuzione di dividendi in misura superiore agli utili realmente conseguiti, il secondo il compimento di transazioni infragruppo. Queste politiche però hanno avuto l'effetto di depauperare la consistenza patrimoniale di FonSai e Milano Assicurazioni, cagionando gravi danni alle minoranze azionarie ed agli altri *stakeholder* e facendo sorgere i presupposti per uno stato di dissesto.

Incentivi distorti

Fra il 2002 ed il 2009 Fondiaria ha distribuito ai propri azionisti un totale di € 942 Milioni di dividendi, di cui € 688 Milioni pagati ai detentori di azioni ordinarie ed € 254 Milioni ai detentori di azioni risparmio, con un *payout* medio del 56% fino al 2007 e superiore al 160% nel 2008 e nel 2009, esercizi in cui la società ha distribuito dividendi in misura superiore al risultato economico attingendo alle riserve straordinarie rami danni. **Dividendi**

Tuttavia la distribuzione di utili non costituisce di per sé un fattore di crisi; la criticità è piuttosto rappresentata dal fatto che il pagamento dei dividendi è avvenuto sulla base di evidenze contabili inquinate dalla sottostima delle riserve sinistri. La sottoriservazione ha però il limite di rinviare al futuro la contabilizzazione del reale importo degli oneri per sinistri. Di conseguenza, a partire dal 2009 la società si è trovata a dover rivalutare le riserve per quasi € 1,8 Miliardi relativamente ai soli sinistri delle gestioni precedenti. Il fenomeno è confermato dall'evoluzione del *reserve ratio*, cresciuto negli ultimi quattro anni dal 155% a quasi il 180%, e dal contemporaneo deterioramento della redditività tecnica, con il *combined ratio* che è passato dal 96% a quasi il 110%. **Sottoriservazione**

Se la distribuzione di dividendi costituisce la modalità più evidente attraverso cui il soggetto economico ha trasferito ricchezza verso le società poste al vertice della catena partecipativa, gran parte dei trasferimenti è però avvenuta attraverso il compimento di transazioni commerciali e finanziarie infragruppo, la maggior parte delle quali caratterizzate da una significativa e sistematica sproporzione fra prestazioni e controprestazioni a svantaggio di FonSai e Milano. La dimensione complessiva del fenomeno è suggerita dal saldo netto fra costi e ricavi nel periodo 2008-2010, che è stato negativo per € 300 Milioni. Le uniche transazioni che hanno generato proventi netti sono quelle per servizi assicurativi, con un saldo positivo pari ad € 45 Milioni. Al contrario le attività immobiliari, le consulenze e gli emolumenti per cariche sociali hanno generato saldi netti negativi rispettivamente pari ad € 175 Milioni, € 65 Milioni ed € 105 Milioni. **Operazioni con parti correlate**

L'analisi si è focalizzata in particolare sulle operazioni immobiliari, quasi tutte costituite da operazioni di sviluppo immobiliare aventi come controparte le società correlate Sinergia, Im.Co. o loro controllate. Lo studio delle operazioni ha permesso di evidenziare la presenza di una prassi comune, così articolata: **Operazioni immobiliari**

- la cessione a società correlate, da parte di FonSai o di una sua controllata, di terreni edificabili;

- il contestuale acquisto da parte di FonSai dei complessi immobiliari che le controparti correlate avrebbero realizzato sull'area precedentemente ceduta;
- la sistematica eccedenza dell'acconto versato da FonSai per l'acquisto del complesso da costruire rispetto al prezzo ricevuto per la cessione del terreno;
- il frequente apporto di modifiche ai contratti originari a seguito di variazioni progettuali, con una lievitazione dei costi ed uno slittamento della data di consegna dell'opera.

Un'analisi a parte è stata dedicata anche al trasferimento della società Atahotels da Sinergia a FonSai e Milano Assicurazioni. Con l'operazione le due società quotate hanno pagato € 30 Milioni una società in stato di profondo dissesto, la quale ha già richiesto, fra il 2009 ed il 2011 un esborso complessivo pari ad € 79 Milioni fra aumenti di capitale e copertura delle perdite.

**L'operazione
Atahotels**

Per quanto invece riguarda i contratti di consulenza, al solo ing. Salvatore Ligresti sono stati conferiti, fra il 2003 ed il 2010, incarichi per un controvalore complessivo pari ad oltre € 42 Milioni.

**I contratti di
consulenza**

Più in generale, tutte le operazioni presentano numerosi caratteri anomali, in particolare il fatto che non risultano mai essere state svolte attività di selezione della controparte contrattuale attraverso l'avvio di specifiche procedure competitive e che non risulta che siano stati vagliati prezzi alternativi a quelli proposti dalle parti correlate.

Un altro elemento di criticità che è stato analizzato è l'*investment mix* del gruppo, caratterizzato da una sovraesposizione ed una redditività insoddisfacente relativamente ai comparti azionario ed immobiliare. In particolare l'investimento in titoli azionari è risultato concentrato su poche partecipazioni strategiche in società quotate italiane, giustificate da una logica di *governance* piuttosto che finanziaria. Il comparto *real estate* invece, anche in conseguenza delle operazioni con parti correlate, risulta sovradimensionato e sottoperformante rispetto alle medie di settore. Infine il gruppo esercita, per il tramite di società controllate, anche attività diverse da quella assicurativa ed immobiliare, il cui risultato economico è stato, negli ultimi anni, sistematicamente e significativamente negativo.

**Investment mix
e attività
diversificate**

Infine, come accennato in precedenza, si è fornita una panoramica delle principali debolezze della *governance* e del *management* della compagnia. Il quadro che ne è emerso è una gestione monopolizzata degli azionisti di maggioranza, i quali hanno amministrato la società con modalità tipiche dell'impresa familiare. Tale negligenza e imprecisione hanno caratterizzato a cascata anche le funzioni poste a presidio del sistema di controllo interno, le quali, oltre ad aver operato senza potersi basare su adeguate procedure, hanno visto limitata la loro autonomia per via della loro collocazione all'interno dell'organigramma aziendale.

**Governance e
management**

Su questo aspetto è stato possibile sviluppare la seconda conclusione rilevante suggerita dal caso, cioè che anche in società di dimensioni rilevanti e con capitale diffuso l'inadeguatezza o l'opportunismo del soggetto economico, agevolate dall'insufficienza dei controlli endo ed esosocietari, sono in grado di trasmettersi fino ai livelli operativi dell'attività e di generare un significativo incremento delle probabilità di insorgenza di uno stato di crisi.

L'arrivo della crisi finanziaria ha in effetti fatto emergere tutte le criticità gestionali. Fra il 2009 ed il 2010 il gruppo ha registrato perdite consolidate pari ad oltre € 1,3 Miliardi, ed il margine di solvibilità è sceso sotto la soglia minima del 100%. I due aumenti di capitale di FonSai e Milano portati a termine a Luglio 2011 sono riusciti ad arginare la situazione solo temporaneamente, ed a Gennaio 2012, a seguito di un risultato consolidato nuovamente negativo per oltre € 1 Miliardo, il margine di solvibilità corretto del gruppo è sceso al 79%, spingendo l'ISVAP a richiedere alla società la presentazione immediata di un piano di risanamento. Il CdA della compagnia ha stimato in € 1,1 Miliardi il fabbisogno di capitale. Tuttavia è emersa subito l'incapacità dell'indebitata Premafin di prendere parte all'aumento; per questo motivo è iniziata la ricerca di un investitore terzo che sostituisse la *holding* e finanziasse la ricapitalizzazione di FonSai.

**Le perdite
e la crisi**

L'argomento è approfondito nella seconda parte dell'elaborato, dedicata all'analisi del salvataggio. La tematica è affrontata sulla base della distinzione logica e terminologica fra salvataggio e ristrutturazione. Il primo termine identifica le modalità attraverso cui provvedere nel breve periodo alla ricapitalizzazione della società, il secondo l'insieme delle azioni strategiche ed operative finalizzate a ripristinare stabilmente le sue condizioni di redditività. Della prima tematica si

**Struttura della
seconda parte**

occupano i capitoli 3 e 4, della seconda il capitolo 5 **Errore. L'origine riferimento non è stata trovata..**

Il primo passaggio per valutare e confrontare le offerte presentate sul gruppo è la costruzione di un modello logico interpretativo. Il modello associa l'operazione di salvataggio ad un problema di ottimizzazione vincolata. Elementi propedeutici alla soluzione del problema sono la definizione della funzione obiettivo e l'individuazione dei vincoli.

Il modello interpretativo

L'individuazione della funzione obiettivo è un problema soltanto in apparenza semplice, la cui soluzione passa in realtà per un censimento completo degli *stakeholder*, dei loro interessi e del loro potere contrattuale. Si tratta di un'attività necessaria in virtù del fatto che sulle società che versano in condizioni di difficoltà si concentrano gli interessi e le attese – spesso divergenti – di una varietà di soggetti, circostanza che rende estremamente difficile individuare una soluzione qualificabile come un *first best*. I principali attori che vengono individuati sono l'attuale azionista di maggioranza, gli azionisti di minoranza, i creditori e i promotori delle offerte di salvataggio.

Censimento degli stakeholder

L'obiettivo degli attuali azionisti di maggioranza è quello di costruire una strategia di *exit* che permetta di estrapolare quanto più valore possibile e che consenta di scongiurare il fallimento delle *holding*. Il loro potere contrattuale è fortemente limitato dalla totale dipendenza di Premafin dagli istituti di credito e dal pegno registrato sulle azioni FonSai.

Azionisti di maggioranza

L'interesse degli azionisti di minoranza è costituito a breve termine dal salvataggio del gruppo FonSai e a lungo termine dalla massimizzazione del valore azionario delle società del gruppo. Quanto al potere contrattuale, l'eccessiva polverizzazione del capitale sociale ha sempre impedito un'adeguata rappresentanza negli organi sociali. Di conseguenza il potere risulta basso, e la difesa degli interessi della categoria passa necessariamente attraverso gli strumenti di tutela indiretta previsti dall'ordinamento.

Azionisti di minoranza

Passando al ceto bancario, il suo esclusivo interesse è il regolare servizio del debito che, nel caso in esame, presuppone il risanamento di FonSai ed il salvataggio della controllante Premafin. Il potere contrattuale è elevato, in conseguenza non solo della presenza di consistenti posizioni debitorie a tutti i livelli della struttura societaria, ma anche del pegno di cui sono oggetto la totalità delle azioni FonSai detenute da Premafin e dalla difficoltà di portare a termine la

Ceto bancario

ricapitalizzazione senza la costituzione di consorzi di garanzia.

Il potere contrattuale dei promotori di offerte di salvataggio è elevato, ma inversamente proporzionale al numero ed alla diversità delle offerte. L'interesse dei potenziali investitori è quello di cogliere un'opportunità di investimento redditizia. **Offerenti**

Individuati gli interessi degli *stakeholder* la definizione del modello viene completata dall'individuazione dei vincoli. La loro analisi è rilevante in quanto permette di misurare il grado di fattibilità che caratterizza i diversi piani di salvataggio. I vincoli vengono distinti in vincoli regolamentari, economici e negoziali. **Analisi dei vincoli**

Il primo vincolo regolamentare è rappresentato dall'ottenimento da parte del soggetto che intende ricapitalizzare la società dell'autorizzazione dell'ISVAP a superare le soglie di partecipazione rilevanti. Nel caso in cui il piano di salvataggio preveda una fusione, l'ISVAP deve autorizzare anche quest'ultima. **ISVAP**

Il secondo vincolo normativo è costituito dalla disciplina dell'OPA obbligatoria. L'acquisizione del controllo del gruppo da parte di un investitore terzo può infatti far sorgere l'obbligo di lanciare un'OPA totalitaria successiva sulle azioni di una o più delle società del gruppo. Se l'operazione risponde ai requisiti previsti dal regolamento emittenti, la Consob può tuttavia esentare l'offerente dall'obbligo. **Disciplina OPA**

L'ultimo vincolo normativo rilevante ai fini del salvataggio di Fondiaria-Sai è la disciplina Antitrust, in particolare le disposizioni riguardanti le operazioni di concentrazione. Chiaramente sono soggetti a questo vincolo esclusivamente i piani promossi da operatori del settore assicurativo. **Antitrust**

Il principale vincolo finanziario che incombe sull'operazione di salvataggio è costituito dalle elevate dimensioni dell'impegno finanziario richiesto al mercato. **Vincolo finanziario**

Le difficili condizioni dei mercati azionari e la sfiducia delle minoranze azionarie rendono estremamente difficile portare a termine l'aumento di capitale da € 1,1 Miliardi senza l'appoggio degli istituti di credito. Di conseguenza in realtà il vincolo finanziario può essere letto come un vincolo negoziale. Più in generale ogni forma di opposizione da parte di soggetti dotati di un significativo potere contrattuale può essere classificata fra gli ostacoli al buon esito del piano di salvataggio. **Vincoli negoziali**

Nel capitolo 4 il modello viene applicato alla valutazione delle offerte di salvataggio presentate da Unipol Gruppo Finanziario e Sator-Palladio sul gruppo FonSai. Per ciascuna delle tre offerte viene seguita la seguente scaletta: **Le offerte**

- descrizione dell'offerta;
- test di efficacia;
- impatto sugli interessi economici degli *stakeholder*;
- analisi di fattibilità (posizionamento rispetto ai vincoli).

La prima offerta ad essere analizzata è quella presentata da Unipol. L'offerta è diretta a Premafin, ed il suo tratto distintivo è il fatto di prevedere, a valle della ricapitalizzazione di FonSai, la fusione fra quest'ultima, Milano Assicurazioni, Premafin e Unipol Assicurazioni. **Il piano Unipol**

Sotto il profilo dell'efficacia, nonostante l'elevato importo complessivo impegnato nell'operazione (€ 1,7 Miliardi), il piano è viziato da alcune criticità significative. In primo luogo la fusione con Premafin fa gravare su FonSai il peso dell'indebitamento della *holding*. In secondo luogo la *due diligence* sui conti di Unipol Assicurazioni ha evidenziato perdite potenziali per oltre € 1 Miliardo su prodotti strutturati, che fanno seriamente dubitare sulla solidità della società. Una terza insidia può derivare dalla partecipazione che il nuovo soggetto avrebbe in Unipol Banca. Infine, il piano prevede un accordo di manleva a protezione degli amministratori uscenti e la possibilità per l'azionista di maggioranza di esercitare il recesso. Questi benefici economici riservati alla Famiglia Ligresti costituiscono un onere aggiuntivo sui conti della nuova società. **Test di efficacia**

Il piano avvantaggia significativamente sia gli azionisti di maggioranza uscenti, cui viene riconosciuto, oltre ai già citati benefici privati, un significativo premio di controllo, che il ceto bancario. A beneficiare della fusione sono in particolare i creditori di Premafin, che vedono convertite le proprie esposizioni in crediti e azioni della nuova società. A soffrire la maggior parte dei sacrifici sono invece le minoranze azionarie e gli azionisti di risparmio, chiamati a fare la loro parte nell'aumento di capitale, ma danneggiati, oltre che dalla fusione con la *holding* e dai benefici privati concessi alla famiglia Ligresti, anche dal mancato riconoscimento del premio di controllo e dalla determinazione di rapporti di concambio penalizzanti e fortemente diluitivi. **Impatto sugli stakeholder**

Muovendo all'analisi di fattibilità, il piano gode del sostegno del ceto bancario, che si è impegnato a garantire gli aumenti di capitale ed a sottoscrivere un accordo di ristrutturazione del debito di Premafin. Al contrario, sotto il profilo dei vincoli regolamentari, il piano è sottoposto ad un complesso iter autorizzativo.

**Analisi di
fattibilità**

Per quanto riguarda l'obbligo di OPA, la Consob ha concesso l'esenzione con riguardo alla sola FonSai. L'esenzione su Premafin è invece condizionata alla rimozione degli accordi di manleva e del diritto di recesso, mentre ancora non è stata data risposta con riguardo a Milano Assicurazioni ed all'OPA post-fusione.

**Obbligo
di OPA**

Ugualmente complessi sono i profili Antitrust dell'operazione. Un primo elemento critico è relativo ai legami di natura creditoria, azionaria e personale che, a valle della fusione, si verrebbero a creare fra Mediobanca e la nuova società, considerato il fatto che Mediobanca esercita anche un controllo di fatto sul Gruppo Generali. Il secondo aspetto critico è invece relativo al rischio che l'integrazione possa dare vita ad un operatore il quale verrebbe a ricoprire, in molti rami d'attività, una posizione di dominanza che rischia di avere effetti restrittivi sulla concorrenza.

Antitrust

La prima offerta di Sator e Palladio è rivolta a Premafin, ed il suo tratto distintivo è quello di non prevedere alcuna fusione se non, in un momento successivo, fra FonSai e Milano.

**La prima offerta
Sator-Palladio**

Sotto il profilo dell'efficacia l'offerta mette a disposizione una cifra pari ad € 1,1 Miliardi, con il pregio di porre la somma al servizio della sola FonSai, senza essere soggetta ad elementi di incertezza provenienti da società terze, senza gravare FonSai del debito della *holding* e senza prevedere benefici privati alla Famiglia Ligresti.

**Test di
efficacia**

Per quanto riguarda il bilanciamento di costi e benefici dell'operazione, all'azionista di maggioranza, sebbene non venga garantito alcun beneficio privato, vengono tuttavia riconosciuti il premio per il trasferimento del pacchetto di controllo e la possibilità di preservare una partecipazione in Premafin. Agli istituti di credito, sebbene sia negata la possibilità di sostituire il proprio debitore con una società più solida, viene in ogni caso proposto un piano di ristrutturazione credibile. Ad avvantaggiarsi del piano sarebbero in particolar modo le minoranze azionarie che, per quanto non beneficiarie del premio di controllo, vedrebbero scongiurata l'ipotesi di una dannosa fusione.

**Impatto sugli
stakeholder**

Per quanto riguarda la fattibilità, nonostante l'assenza dei vincoli Antitrust, il piano si è scontrato con l'accordo di esclusiva fra Premafin e UGF e con la ferma

opposizione dei principali esponenti del ceto bancario. Di conseguenza gli organi amministrativi di Premafin non hanno avuto la possibilità esaminare l'offerta, che è scaduta senza trovare risposta.

La seconda offerta promossa da Sator e Palladio ha la caratteristica di essere rivolta direttamente a FonSai, lasciando Premafin fuori dal perimetro dell'operazione.

La seconda offerta Sator-Palladio

Per risolvere gli inconvenienti legati ai vincoli finanziari e ed all'opposizione delle banche che avevano penalizzato l'offerta su Premafin, l'importo dell'aumento di capitale FonSai è limitato ad € 800 Milioni, di cui però soltanto circa € 370 Milioni verrebbero richiesti al mercato. Anche in questo caso, come per la prima offerta dei due fondi, non vi sarebbero tutti gli inconvenienti legati alla fusione con Premafin o con soggetti terzi, di conseguenza la somma sarebbe all'esclusivo servizio di Fondiaria-Sai.

Test di efficacia

Passando al bilanciamento di oneri e benefici fra le parti, si tratta dell'offerta meglio in grado di garantire la parità di trattamento fra tutti gli azionisti di FonSai, grazie al riconoscimento di un significativo premio di controllo in capo all'intera società. A fare maggiormente le spese di questo ribilanciamento sarebbero gli azionisti di maggioranza e i creditori di Premafin. Per i primi infatti si profila l'escussione delle azioni FonSai detenute da Premafin e concesse in pegno alle banche; per le seconde si profila la prospettiva di un *debt for equity swap* forzato, a valle del quale si ritroverebbero seconde azioniste della società assicuratrice.

Impatto sugli stakeholder

Venendo infine allo studio di fattibilità, emerge che sebbene il piano riesca a minimizzare l'importo richiesto al mercato, arginando così il potere contrattuale dei creditori, la circostanza che questi ultimi potrebbero trovarsi a diventare azionisti di FonSai fa sorgere il rischio che riescano a far valere le proprie ragioni in assemblea ostacolando il completamento del piano. Inoltre, sotto il profilo regolamentare, sebbene gli investitori abbiano dato la propria disponibilità a modificare i termini dell'offerta su indicazione delle Autorità di Vigilanza, c'è il rischio che l'ISVAP non ritenga sufficiente l'ammontare del proposto aumento di capitale.

Analisi di fattibilità

Il capitolo 5 getta uno sguardo sul futuro del gruppo successivamente all'operazione di salvataggio con un'analisi della tematica della ristrutturazione operativa. Partendo dalle criticità interne ed esterne individuate nella prima parte dell'opera, per ogni area aziendale vengono proposte delle azioni correttive

La ristrutturazione operativa

finalizzate alla rimozione delle debolezze ed al ritorno ad una redditività sostenibile. Le principali aree di intervento proposte riguardano la *governance* ed il *management*, la struttura finanziaria, la ristrutturazione dell'attivo e la gestione tecnico-assicurativa. In particolare, per quanto riguarda la ristrutturazione dell'attivo, oltre ad una revisione dell'*investment mix*, si analizzano i principali criteri sulla base dei quali valutare la possibilità di porre in essere un piano di dismissioni.

Venendo infine alle evidenze complessive restituite dalla seconda parte dell'elaborato, emerge che, nel risanamento di gruppi piramidali con strutture finanziarie sbilanciate, l'incontrastato potere negoziale dei creditori rischia di produrre soluzioni inique ed inefficienti, le cui conseguenze possono essere scongiurate soltanto dalla presenza di offerte alternative e dall'azione delle autorità di vigilanza. Queste soluzioni trovano i rispettivi presupposti teorici in due opposte categorie interpretative: mercato e stato. Infatti la presentazione di offerte concorrenti costituisce un rimedio interno al mercato del controllo societario, e trova il suo presupposto teorico nella teoria dei mercati efficienti, secondo cui è il mercato stesso a correggere le situazioni di sub-ottimalità. L'intervento delle autorità di vigilanza, al contrario, presuppone l'incapacità del mercato di generare autonomamente soluzioni efficienti o eque, e fonda su questo presupposto la necessità di porre dei vincoli alla libera interazione degli agenti introducendo regole ed autorità di controllo.

Tuttavia, a prescindere dall'opposto fondamento teorico, nel mondo reale queste due forze operano in maniera concomitante. Ciò che resta da verificare è il loro livello di efficacia. Tuttavia, dato che al momento della consegna dell'elaborato l'esito della vicenda è ancora incerto, in merito a questo aspetto possono essere effettuate solamente alcune considerazioni provvisorie.

La presentazione di offerte alternative rispetto a quella sponsorizzata dal ceto bancario può sortire effetti positivi in due modi: scongiurando il verificarsi della soluzione inefficiente oppure, indirettamente, riducendo il potere contrattuale dei creditori e dei promotori delle offerte esistenti. Sotto il primo profilo nulla è ancora possibile affermare, se non che l'offerta Sator-Palladio fornirebbe un trattamento sicuramente migliore a tutti gli azionisti, senza favorirne solo una parte. Sotto il secondo profilo, al contrario, è già possibile fornire una prima conclusione, ovvero che la discesa in campo di altri investitori non legati al ceto bancario

**Considerazioni
conclusive**

**Offerte alternative
e Vigilanza**

**Efficacia diretta
e indiretta**

costituisce, assieme all'intervento dei *regulator*, un elemento in grado di esercitare pressioni competitive sull'offerta esistente, ponendo i presupposti per il suo miglioramento.

Infatti il concorso dell'azione della vigilanza e dell'interventismo della cordata Sator-Palladio ha consentito, ad oggi, di rimuovere alcune delle più gravi criticità del piano Unipol. Il primo effetto benefico, da attribuirsi probabilmente alla *moral suasion* dell'ISVAP ed alla capacità dell'offerta concorrente di mettere in evidenza le criticità del piano UGF, è stata la decisione di incrementare l'importo del prestito convertendo, con una riduzione della porzione dell'indebitamento di Premafin fatto ricadere nel passivo della nuova entità.

Convertendo

Il secondo intervento significativo è stato invece posto in essere dalla Consob, che, oltre a garantire una corretta informazione al mercato disponendo la pubblicazione dei principali documenti relativi al piano, ha condizionato l'esenzione OPA su Premafin alla rimozione dei benefici privati per la famiglia Ligresti.

Rimozione di manleva e recesso

Il terzo intervento è invece ad opera dell'Antitrust, che ha sospeso l'esecuzione di alcune delle operazioni propedeutiche alla fusione, avviando un'istruttoria sul caso.

Antitrust

Allo stato dell'arte non sono ancora state rese note al pubblico le rimanenti determinazioni delle autorità, in particolare l'esenzione dall'obbligo di OPA su Milano Assicurazioni, le condizioni imposte dall'AGCM per autorizzare la fusione e l'autorizzazione finale dell'ISVAP.

Autorizzazioni mancanti

In ogni caso molte criticità restano ancora prive di risposte adeguate, e l'incompletezza del quadro informativo non permette una valutazione complessiva dell'intervento delle Autorità.

L'opinione di chi scrive è che l'azione dell'ISVAP, della Consob e dell'AGCM rischia in ogni caso di sortire solo una parziale efficacia, dovendo affrontare il difficile *tradeoff* fra le opposte esigenze di equità e solidità. Dal momento che un eccesso di tutela rischia di rendere l'operazione di salvataggio eccessivamente costosa, e quindi di scoraggiare l'intervento degli investitori, è possibile che le Autorità non esercitino nel pieno i propri poteri nel timore di facilitare il commissariamento della compagnia. Una simile condotta significherebbe riconoscere un eccessivo potere negoziale ai creditori del gruppo, determinando il successo dell'offerta meno equa; per questo motivo, specialmente alla luce dell'esistenza di valide offerte alternative, ci si augura non prenda il sopravvento.

Limiti della Vigilanza

Il potere negoziale del ceto bancario, che pure ha il pieno diritto di vedersi garantiti i propri interessi, non deve tuttavia prevaricare i diritti delle minoranze azionarie, già duramente colpiti negli anni dalle politiche dell'azionista di maggioranza. Alla luce di questa riflessione, fermo restando il ruolo fondamentale delle Autorità, l'accettazione dell'offerta Sator-Palladio sembra, a parere di chi scrive, un compromesso in grado di bilanciare equamente gli interessi delle due categorie. Su tale aspetto, tuttavia, soltanto l'esito definitivo della vicenda sarà in grado di porre la parola fine.

**Il giusto
compromesso**

Bibliografia

ANNUNZIATA, FILIPPO – “*La disciplina del Mercato Mobiliare*” – Torino: Giappichelli, 2010

ASSOCIAZIONE NAZIONALE FRA LE IMPRESE ASSICURATRICI (ANIA) – “*L’assicurazione Italiana*” in “*Pubblicazioni*”, anni vari [online] – ANIA, anni vari – Disponibili all’indirizzo:

http://www.ania.it/PUBBLICAZIONI/LxAssicurazione_Italiana.html

ASSOCIAZIONE NAZIONALE FRA LE IMPRESE ASSICURATRICI (ANIA) – “*Premi del lavoro diretto italiano*” in “*Statistiche*”, anni vari [online] – ANIA, anni vari – Disponibili all’indirizzo:

http://www.ania.it/opencms/opencms/ECONOMIA_E_FINANZA/STATISTICHE/Statistiche.html

ASSONIME (ASSOCIAZIONE FRA LE SOCIETÀ ITALIANE PER AZIONI) – “*Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina delle società quotate (Anno 2010)*” in “*Note e Studi*” [online] – Assonime, 2011 – Disponibile all’indirizzo: <http://www.assonime.it/AssonimeWeb2/elenco.jsp?idTipologia=374>

ASSONIME (ASSOCIAZIONE FRA LE SOCIETÀ ITALIANE PER AZIONI) – “*La Corporate Governance in Italia: autodisciplina e operazioni con parti correlate (Anno 2011)*” in “*Note e Studi*” [online] – Assonime, 2012 – Disponibile all’indirizzo: <http://www.assonime.it/AssonimeWeb2/elenco.jsp?idTipologia=374>

AUTORITÀ GARANTE DELLA CONCORRENZA E DEL MERCATO (AGCM) – “*Comunicato Stampa*” del 3/5/2012 [online] – Disponibile all’indirizzo:

<http://www.agcm.it/stampa/news/5983-ugf-premafin-premafin-potra-svolgere-lassemblea-per-laumento-di-capitale-e-le-parti-potranno-definire-i-concambi-ma-non-potranno-procedere-alle-fasi-di-sottoscrizione-e-alle-attivita-di-condivisione-del-piano-industriale.html>

AUTORITÀ GARANTE DELLA CONCORRENZA E DEL MERCATO (AGCM) – “*Provvedimento 23503*” in “*Bollettino n. 15/2012*” del 30/4/2012, pag. 16 [online] – AGCM, 2012 – Disponibile all’indirizzo: <http://www.agcm.it/bollettino-settimanale/5977-bollettino-152012.html>

- BORSA ITALIANA SPA** – Dati su “*Dividendi*” società varie, anni vari [online] –
Disponibili all’indirizzo: <http://www.borsaitaliana.it/>
- CAPPIELLO, ANTONELLA** – “*Economia e gestione delle Imprese Assicurative*”.
Milano: Franco Angeli, 2008
- CHIAPPETTA, FRANCESCO** – “*Diritto del Governo Societario: la Corporate Governance delle società quotate*” – Padova: CEDAM, 2010
- COLLIS, DAVID J; MONTGOMERY, CYNTHIA A.** – “*Competing on resources*” - In
“*Harvard Business Review*” No. 4/2008, pag. 140-150 – Harvard Business
Publishing, 2008
- COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA (CONSOB)** – “*Risposta a
quesito relativo alla sussistenza di obblighi di OPA in connessione con
l’operazione di integrazione Di Unipol Assicurazioni SpA con le società
Preamafin Finanziaria SpA – Holding di Partecipazioni, Fondiaria Sai SpA e
Milano Assicurazioni SpA richiesta ai sensi dell’art. 114, comma 5 del D Lgs.
N. 58/98 (TUF)*”, in “*Raccomandata A/R*” del 24/5/2012 inviata a UGF [online]
– disponibile all’indirizzo:
<http://www.unipol.it/media/pagine/Comunicato.aspx?CID=520>
- COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA (CONSOB)** – Informazioni sulle
società quotate, fra cui “*Azionariato*”, “*Capitale Sociale*”, “*Organi Sociali*”,
“*Partecipazioni Rilevanti*”, “*Estratti dei Patti*” in “*Emittenti – Società Quotate*”,
Società Varie [online] – Disponibili all’indirizzo:
http://www.consob.it/main/emittenti/societa_quotate/index.html
- CORNELL, BRADFORD; LIU QIAO** – “*The parent company puzzle: when is the whole
worth less than one of the parts?*” in “*Journal of Corporate Finance*” No.
7/2001, pag. 341-366 – The American Finance Association, 2001
- DESIDERIO, LUIGI** – “*Tem e Problemi di diritto delle assicurazioni*” – Milano: Giuffrè,
2010
- DONATI, ANTIGONO; VOLPE PUTZOLU, GIOVANNA** – “*Manuale di Diritto delle
Assicurazioni*” – Milano: Giuffrè, 2009

FLOREANI, ALBERTO – *“Economia delle Imprese di Assicurazione”*. Bologna: il Mulino, 2011

FONDIARIA-SAI SPA – *“Bilanci di Esercizio”* e *“Bilanci Consolidati”*, anni vari [online] – Disponibili all’indirizzo:
<http://www.fondiarria-sai.it/> (Sezione Investor Relations - Bilanci e Relazioni)

FONDIARIA-SAI SPA – *“Comunicati Stampa”*, 2012 [online] – Disponibili all’indirizzo:
<http://www.fondiarria-sai.it/> (Sezione “Ufficio Stampa”)

FREEMAN, EDWARD R. – *“Strategic Management: a Stakeholder approach”* – Boston: Pitman, 1984

IMPAVIDO, GREGORIO; TOWER, IAN – *“How the Financial Crisis Affects Pensions and Insurance and why the Impacts Matter”* – In *“IMF Working Papers”*, No. 09/2151 – International Monetary Fund, 2009

ISVAP – *“Bilanci Consolidati – Stato Patrimoniale”* e *“Bilanci Consolidati – Conto Economico”*, in *“Pubblicazioni e Statistiche”* anni dal 2005 al 2010 [online] – ISVAP, anni vari – Disponibili all’indirizzo:
http://www.isvap.it/isvap/impresе_jsp/PageStatisticheSearch.jsp?nomeSezione=PUBBLICAZIONI_E_STATISTICHE

ISVAP – *“Relazione sull’attività svolta nell’anno 2010”* in *“Pubblicazioni e Statistiche”*, 2011 [online] – ISVAP, 2010 – Disponibile all’indirizzo:
http://www.isvap.it/isvap/impresе_jsp/PageRelazioniSearch.jsp?nomeSezione=PUBBLICAZIONI_E_STATISTICHE&ObjId=99655

KOBAYASHI, TAKAO; YAMADA, HIROYUKI – *“Publicly listed Parent/Subsidiary Pairs: benchmarking to TOPIX and Market Distortion”*, in *“Working Paper – University of Tokyo”*. Tokyo: 2011

LORENZO DILENA – *“Unipol-FonSai, ecco tutti i numeri che non tornano”* – in *“Linkiesta”* del 13 Giugno 2012 [online] – Disponibile all’indirizzo:
<http://www.linkiesta.it/unipol-fonsai-valutazioni-advisor-Goldman-Lazard>

LUCKMANN, JENS; GOODHIND, PAUL; BURBRIDGE, LANCE – “*Non-life Insurance: Toolbox for stock analysis*” – In “*Reports & Guides*” No. 7/5/2010 – Redburn Partners, 2010

MANGINI, VITO; OLIVIERI, GUSTAVO – “*Diritto Antitrust*” – Torino: Giappichelli, 2012

MARINO, BENITO; SPADACINI, MARCO; D’AMBROSIO, ANTONINO – “*Integrazione alla Relazione del Collegio Sindacale all’assemblea dei soci sui risultati del bilancio Fondiaria-Sai SpA chiuso al 31 Dicembre 2011 e sull’attività svolta.*” del 20/04/2012 [online] – Disponibile all’indirizzo:
http://www.fondiaria_sai.it/fondiaria_sai/fs/showpdf.do?name=/root/Area%20Corporate/it/02%20FonSai/c%20Investor/2011/Integrazione%20relazione%20al%20bilancio.pdf&version=1.3

MARINO, BENITO; SPADACINI, MARCO; D’AMBROSIO, ANTONINO – “*Relazione del Collegio Sindacale di Fondiaria-Sai SpA ex. Art. 2408 comma 2 C.C.*” del 19/03/2012 [online] – Disponibile all’indirizzo:
http://www.gruppofondiarisai.it/fondiaria_sai/fs/showpdf.do?name=/root/Area%20Corporate/it/02%20FonSai/d%20Azionisti/Assemblea/2012/Relazione%20Collegio%20Sindacale%20denuncia%20Amber.pdf&version=1.2

MILANO ASSICURAZIONI SPA – “*Bilanci di Esercizio*” e “*Bilanci Consolidati*”, anni vari [online] – Disponibili all’indirizzo:
www.milass.it/ (Sezione Investor Relations - Bilanci e Relazioni)

MILGROM, PAUL; ROBERTS, JOHN – “*Economia, organizzazione e management*” – Bologna: il Mulino, 2010

MODIGLIANI, FRANCO; MILLER, MERTON H. – “*The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*” – In “*The American Economic Review*” Vol. 48, No. 3. (Giugno 1958), pp. 261-297, American Economic Association, 1958

OECD – “*The impact of the Financial Crisis on the Insurance Sector and Policy Responses*” – In “*Policy issues in Insurance*”, No. 13 – OECD Publishing, 2011

OECD – Banca dati “*Insurance Statistics*” – In “*OECD.StatExtracts*” [online] – Disponibile all’indirizzo: <http://stats.oecd.org>

- PALLADIO FINANZIARIA SPA** – “*Comunicati Stampa*”, 2012 [online] – Disponibili all’indirizzo: <http://www.palladiofinanziaria.it/it/press-releases>
- PORTER, MICHAEL** – “*The five Competitive Forces that shape Strategy*” – In “*Harvard Business Review*” No. 1/2008, pag. 78-93 – Harvard Business Publishing, 2008
- PREMAFIN FINANZIARIA HOLDING DI PARTECIPAZIONI SPA** – “*Bilanci di Esercizio*” e “*Bilanci Consolidati*”, anni vari [online] – Disponibili all’indirizzo: <http://www.premafin.it/> (Sezione “Investor relator”)
- PREMAFIN FINANZIARIA HOLDING DI PARTECIPAZIONI SPA** – “*Comunicati Stampa*”, 2012 [online] – Disponibili all’indirizzo: <http://www.premafin.it/> (Sezione “Investor relator”)
- REBOA, MARCO** – “*Le Dismissioni di unità aziendali nei processi di ristrutturazione*”. Milano: EGEA, 1996
- SATOR SPA** – “*Comunicati Stampa*”, 2012 [online] – Disponibili all’indirizzo: http://www.satorgroup.com/Comunicati_Stampa_SPEF/index.html
- SCHICH, SEBASTIAN** – “*Insurance Companies and the Financial Crisis*” – In “*OECD Journal: Financial Markets Trends*” No. 02/2009 – OECD, 2009
- UNIPOL GRUPPO FINANZIARIO SPA** – “*Comunicati Stampa*”, 2012 [online] – Disponibili all’indirizzo: <http://www.unipol.it/Media/Pagine/ArchivioComunicati.aspx>
- VICARI, ANDREA** – “*Gli Azionisti nella fusione di società*” – Milano: Giuffrè, 2004
- WESTON, FRED J.; SIU, JUAN A.; JOHNSON, BRIAN A** – “*Takeovers, restructuring and corporate governance*” - Upper Saddle River, New Jersey: Prentice Hall, 2001
- YAHOO FINANCE** – “*Historical Prices*”, società varie, anni vari. Disponibili all’indirizzo: <http://finance.yahoo.com/>
- ZATTONI, ALESSANDRO** – “*Assetti proprietari e Corporate Governance*” – Milano: EGEA, 2006

La bibliografia include esclusivamente le opere citate o richiamate nel testo. Oltre a questi materiali sono state consultate numerose altre fonti, fra cui manuali, monografie, stampa specializzata e banche dati. Per ulteriori approfondimenti è possibile contattare l'autore.