

Dipartimento di Impresa e Management

Corso di Laurea in Economia e Direzione delle Imprese

Cattedra di Economia delle Aziende di Credito

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

RELATORE

Prof. Matteo Arpe

CANDIDATO

Federico Galeffi

CORRELATORE

Prof. Antonio Blandini

Anno Accademico 2011/2012

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

Introduzione

L'obiettivo dell'elaborato è quello di fornire una visione ed un'interpretazione il più possibile complete ed organiche delle vicende che hanno portato il gruppo Fondiaria-Sai all'attenzione degli investitori e del mercato a partire dalla fine del 2011. Lo stato di crisi del gruppo, segnalato dalla perdita consolidata di oltre un miliardo di Euro, ha causato l'intervento dell'ISVAP, che con una nota ha richiesto alla società di predisporre tutte le azioni necessarie a riportare il margine di solvibilità – sceso al 78% – ad un livello di sicurezza.

L'argomento è di particolare interesse per almeno tre motivi. In primo luogo in quanto dà la possibilità di indagare gli 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.

In secondo luogo il tema fornisce il pretesto per mostrare come la presenza di gravi debolezze nella *governance* e nella struttura societaria, alcune delle quali rappresentanti l'aspetto deteriore del capitalismo familiare e di relazione italiano, possano portare una società quotata ad una condizione di dissesto finanziario.

Infine l'analisi dell'operazione di salvataggio permette di evidenziare il ruolo centrale dei creditori nel risanamento di imprese con strutture finanziarie sbilanciate. Tale ruolo, derivante dall'elevato potere contrattuale del ceto bancario, può determinare uno sbilanciamento degli oneri del salvataggio a danno delle altre categorie di *stakeholder*, in particolare le minoranze azionarie. In questi casi, ai fini del ripristino della parità di trattamento, particolare rilevanza assumono l'eventuale presenza di offerte concorrenti e la condotta degli organismi di vigilanza.

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, proponendo un modello logico per la valutazione delle offerte avanzate dagli investitori.

La struttura della prima parte ricalca la distinzione fra cause interne ed esterne della crisi. Le cause esterne, 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. Dopo una breve introduzione (§ 1.1), il secondo paragrafo identifica i canali di trasmissione delle variabili macro ai bilanci delle assicurazioni. I successivi (§

1.3, 1.4 e 1.5) identificano gli effetti del mutato scenario macroeconomico sulle diverse aree della gestione. Il paragrafo 1.3 si concentra sull'area patrimoniale-finanziaria, mettendo in evidenza le conseguenze sui portafogli azionari ed obbligazionari delle turbolenze sui mercati finanziari. Il paragrafo 1.4 analizza le criticità della gestione integrata di attivo e passivo in prolungati periodi di bassi tassi di interesse ed elevata volatilità. Infine il paragrafo 1.5 si concentra sull'impatto della recessione sulla gestione tecnico-assicurativa, focalizzandosi sui rami danni (in particolare l'RC Auto) e proponendo una lettura differenziata dell'andamento di premi e sinistri.

Tuttavia il deterioramento del contesto economico e finanziario non è in grado, da solo, di spiegare lo stato di dissesto del gruppo. Di conseguenza il capitolo 2 è interamente dedicato alle cause interne della crisi, ovvero l'insieme delle debolezze organizzative e gestionali su cui si è inserita – con effetti moltiplicativi – la crisi finanziaria. Dopo un'introduzione generale e storica sul gruppo, i paragrafi dal 2.3 al 2.9 forniscono una carrellata delle criticità più rilevanti.

La descrizione della struttura societaria del gruppo (§ 2.3) fa emergere le vulnerabilità causate dalla sua eccessiva articolazione e complessità.

Il paragrafo successivo (§ 2.4) analizza la struttura finanziaria delle società del gruppo, mostrando in particolare l'utilizzo del capitale di terzi al fine di minimizzare i costi del controllo societario. L'eccesso di leva finanziaria non è però privo di rischi: il paragrafo 2.5 ricostruisce infatti la correlazione fra il fabbisogno di liquidità nelle *holding* della Famiglia Ligresti e la distribuzione di dividendi da parte di FonSai. In particolare si sottolinea come la necessità di far confluire risorse finanziarie al vertice della catena partecipativa possa far sorgere incentivi distorti a porre in essere manipolazioni contabili.

Questa tematica viene poi approfondita nel paragrafo 2.6, in cui si spiegano e si misurano le dimensioni e le conseguenze delle politiche di sottoriservazione finalizzate alla massimizzazione degli utili correnti.

Nel paragrafo successivo (§ 2.7) si fornisce una panoramica delle operazioni con parti correlate fra le società del gruppo. In particolare si espongono le modalità attraverso le quali queste transazioni hanno consentito un indebito trasferimento di risorse dalle società quotate alle *holding* dell'azionista di controllo.

Il paragrafo 2.8 prende in analisi le anomalie che caratterizzano l'*investment mix* e le attività diversificate del gruppo, con particolare riguardo alle partecipazioni azionarie strategiche ed al portafoglio immobiliare.

L'ultimo paragrafo (§ 2.9) affronta infine la tematica della *governance* e del

management della compagnia, in cui viene identificata la matrice profonda delle altre cause della crisi.

La seconda parte dell'elaborato si focalizza sul salvataggio, proponendo un insieme coordinato di azioni finalizzate al risanamento del gruppo.

Il paragrafo 3.1 pone una prima distinzione logica fra salvataggio e ristrutturazione, identificando con il primo termine le modalità attraverso cui provvedere nel breve periodo alla ricapitalizzazione della società, con il secondo l'insieme delle azioni strategiche ed operative finalizzate a ripristinare stabilmente le sue condizioni di redditività. Della prima tematica si occupano i capitoli 3 e 4, della seconda il capitolo 5. 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.

Del primo aspetto si occupa il paragrafo 3.2, che, dopo aver identificato le categorie di *stakeholder* rilevanti, i loro interessi ed il loro potere contrattuale, si sofferma sulle divergenze di interessi fra le varie categorie, illustrando come la soddisfazione di un gruppo di *stakeholder* quasi sempre debba avvenire a scapito un altro.

La tematica dei vincoli è invece descritta nel paragrafo 3.3, che passa in rassegna tutti i fattori interni ed esterni al gruppo che possono ostacolare o modificare le modalità di realizzazione delle operazioni di salvataggio. L'analisi dei vincoli è rilevante in quanto permette di individuare i requisiti minimi di fattibilità di cui dovrebbe essere dotato un piano di risanamento. I primi tre paragrafi (3.3.1, 3.3.2 e 3.3.3) analizzano i vincoli regolamentari posti dalla disciplina ISVAP, OPA ed Antitrust; i successivi (§ 3.3.4 e 3.3.5) identificano i principali vincoli finanziari e negoziali.

Il capitolo 4 utilizza il modello per proporre una valutazione delle offerte di salvataggio presentate da Unipol Gruppo Finanziario e Sator-Palladio sul gruppo FonSai. Dopo la descrizione, per ogni offerta si fornisce una valutazione d'impatto sugli interessi degli *stakeholder* ed un'analisi di fattibilità basata sui vincoli rilevanti. Il paragrafo 4.2 descrive il piano Unipol, i successivi (4.3 e 4.4) le due offerte presentate dalla cordata Sator-Palladio in un primo momento su Premafin e poi su FonSai. Il paragrafo conclusivo (4.5) chiude con un'analisi comparativa dei tre piani.

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 finalizzate alla rimozione delle debolezze ed al ritorno ad una redditività sostenibile. Le principali aree di intervento proposte riguardano la *governance* ed il *management* (§ 5.2.1), la struttura finanziaria (§ 5.2.2), la ristrutturazione dell'attivo (§ 5.2.3 e 5.2.4) e la gestione tecnico-assicurativa (§ 5.2.5).

A valle di questa sintetica ricognizione del contenuto dell'elaborato si rendono necessarie due ulteriori premesse.

La prima riguarda il coinvolgimento del Dott. Arpe nella vicenda affrontata. A tal proposito è doveroso precisare che l'elaborato, per prevenire l'insorgere di ogni conflitto di interesse, è basato esclusivamente su informazioni di pubblico dominio autonomamente reperite dall'autore. Una simile osservazione occorre fare anche sulle conclusioni, anch'esse frutto esclusivo della visione personale del candidato.

La seconda precisazione è invece relativa al grado di aggiornamento dell'elaborato. Nel momento in cui la consegna dell'opera ne cristallizza il contenuto definitivo, le vicende relative al salvataggio sono ancora soggette ad un significativo grado di incertezza. Di conseguenza occorre considerare che la trattazione e le conclusioni sono basate soltanto sugli eventi precedenti la consegna; al contrario le evoluzioni e gli sviluppi futuri sono esclusivamente oggetto di ipotesi.

PARTE I

LA CRISI

1. Le cause Esterne: il Settore

1.1.Introduzione

Il presente capitolo ha ad oggetto le cause esogene della crisi del gruppo Fondiaria-Sai, ovvero l'insieme dei fattori macroeconomici e strutturali che hanno esercitato un impatto sul settore assicurativo nel suo complesso, coinvolgendo anche l'impresa in esame. Purtroppo non sempre è agevole isolare l'effetto di variabili interne ed esterne, dal momento che le criticità provenienti dall'ambiente esterno sono intervenute nel quadro di una società il cui equilibrio economico, patrimoniale e finanziario appariva già indebolito per via di motivi di origine interna, sebbene la società, almeno fino al 2008, continuasse a generare utili. La trattazione separata delle cause interne ed esterne appare tuttavia funzionale a migliorare l'ordine e la chiarezza espositiva, e deve necessariamente partire da una panoramica sul contesto macroeconomico e gli effetti sul settore.

La **crisi finanziaria** originatasi nel 2007 nel settore dei mutui *subprime* negli Stati Uniti ha profondamente modificato il contesto macroeconomico globale, con effetti rilevanti anche sul settore assicurativo. Nel corso del 2008, dopo il fallimento ed il salvataggio di numerose istituzioni finanziarie negli Stati Uniti, la crisi si è trasmessa al settore reale dell'economia. Fra il 2008 ed il 2009 la crescita economica è stata negativa nella quasi totalità dei paesi industrializzati. Il prodotto interno lordo dell'Unione Europea è cresciuto dello 0,5% nel 2008, mentre il 2009 è stato segnato da una crescita negativa del 4,3% (negli Stati Uniti -0,4% e -3,5% rispettivamente)¹. Le banche centrali delle principali aree valutarie hanno adottato politiche monetarie fortemente espansive, riducendo drasticamente il costo del denaro. L'ondata recessiva ha causato un peggioramento del merito di credito delle imprese e delle istituzioni finanziarie, che si è riflettuto, nonostante i tassi di interesse ai minimi storici, in una decisa perdita di valore delle attività finanziarie rappresentative di capitale nonché dei titoli di debito, in uno scenario di accresciuta volatilità ed incertezza sui mercati. Il 2010, se da un lato è stato caratterizzato da un miglioramento, seppur debole e disomogeneo, dell'attività economica nei principali paesi industrializzati, con un parziale recupero di valore delle attività finanziarie, ha segnato l'inizio di una nuova

¹ Fonte: OECD (<http://stats.oecd.org>)

fase della crisi, ad oggi ancora in atto, originatasi dalle difficoltà di bilancio dei paesi periferici dell'eurozona. Questa nuova ondata di incertezza ha portato a ribassi sui mercati finanziari ed ha costretto numerosi paesi a consistenti manovre di bilancio, i cui effetti recessivi porteranno ad un nuovo rallentamento dell'attività economica nel 2012. Le perdite di valore sui mercati finanziari non sono state circoscritte ai titoli del debito pubblico dei paesi in difficoltà, ma hanno nuovamente interessato il valore del capitale di rischio delle istituzioni finanziarie, le quali detengono in portafoglio titoli di stato in abbondanza.

L'esposizione delle imprese di assicurazione agli strumenti finanziari "tossici" da cui è originata la crisi appare, specialmente in Europa, estremamente limitata. In generale le imprese attive nei tradizionali rami danni e vita, in virtù del loro ruolo di investitori con un orizzonte di medio-lungo periodo ed un approccio generalmente conservativo e prudente, hanno piuttosto contribuito a stabilizzare i mercati finanziari (OECD, 2011). Tuttavia la crisi ha avuto un impatto visibile sui loro bilanci, in particolar modo attraverso i portafogli titoli (Schich, 2010). I canali attraverso i quali il contesto ha messo in difficoltà le imprese del settore sono però innumerevoli, e non si limitano alla gestione patrimoniale-finanziaria. Per poterli analizzare è necessario prima individuare le tendenze, in particolar modo quelle finanziarie, cui le imprese di assicurazione sono risultate maggiormente esposte:

- brusco calo dei tassi di interesse risk-free;
- elevata volatilità sui mercati finanziari;
- performance negativa del comparto *equity*;
- peggioramento del merito di credito del debito sovrano e conseguente incremento dei premi per il rischio;
- tassi di crescita negativi dell'economia.

Oltre ai fenomeni direttamente correlati alla crisi economico-finanziaria, altre circostanze, sempre di carattere ambientale, completano il quadro del settore: i progetti di nuove e pervasive regole per il mercato assicurativo e la sempre maggiore penetrazione dei canali distributivi alternativi². Per quanto riguarda in particolare la regolamentazione, due sono i progetti in corso di approvazione nel contesto europeo: il primo riguarda i nuovi – e più stringenti – requisiti patrimoniali (*Solvency II*), mentre il

² La diffusione delle nuove tecnologie e la sempre maggiore propensione agli acquisti *online* hanno favorito la diffusione di imprese *internet-based*, che stanno spiazzando i tradizionali canali distributivi con crescente intensità.

secondo (il nuovo IFRS 4: “*insurance contracts*”) rivoluzionerà la contabilizzazione dei contratti assicurativi, modificando l'attuale sistema di calcolo e appostazione delle riserve tecniche verso criteri basati sui valori di mercato.

Ciascuno di questi fenomeni ha influenzato il settore a livello sia di gestione tecnico-assicurativa che patrimoniale-finanziaria. Le dimensioni dell'impatto, di natura sia operativa sia di bilancio, variano a seconda delle specificità dei mercati nazionali e delle caratteristiche delle singole imprese, in particolare dei rami in cui queste sono attive, nonché in base alle loro capacità di fare leva sulle proprie risorse e competenze per anticipare e neutralizzare il cambiamento.

L'attenzione del capitolo, alla luce degli obiettivi dell'elaborato, si concentra sul contesto italiano: dopo una spiegazione del funzionamento del canale di trasmissione della variabile economico-finanziaria all'economia delle assicurazioni si misura l'impatto aggregato a livello di settore nel nostro paese.

1.2.1 canali di trasmissione

L'esposizione delle imprese di assicurazione all'evoluzione del quadro macroeconomico ed alle condizioni dei mercati finanziari è più facilmente comprensibile se si considerano le peculiarità del loro processo produttivo.

L'attività di assicurazione ha ad oggetto la sistematica assunzione e gestione dei rischi acquisiti verso il pagamento di un corrispettivo monetario (premio) da parte dell'assicurato (Cappiello, 2008). La corretta misurazione dei rischi assunti e la conseguente fissazione di un premio di tariffa adeguato è di fondamentale importanza ai fini dell'equilibrio economico e della copertura dei costi. Questi ultimi sono riconducibili in larga parte al pagamento degli oneri per sinistri, ma originano anche dalla gestione dei canali distributivi e dal sostenimento di costi di struttura. Questa è, in estrema sintesi, la dinamica della **gestione tecnico-assicurativa**.

L'effetto della crisi finanziaria e della recessione sui **rami danni** è stato ambivalente. Infatti in molti rami la raccolta di premi e l'andamento dei sinistri sono scarsamente correlati con l'andamento dell'economia, in quanto legati alle peculiarità dei rami stessi.³

³ In alcuni rami il rallentamento dell'attività economica potrebbe però aver ridotto l'incidenza dei sinistri (Impavido e Tower, 2009), mentre in altri potrebbe aver aumentato il numero delle frodi (Schich, 2010).

Per quanto riguarda i **rami vita**, invece, l'elevato contenuto finanziario di molti prodotti ha fatto sì che la raccolta sia stata più visibilmente influenzata dalla riduzione della capacità di risparmio delle famiglie, nonché dalla *performance* dei mercati finanziari e delle forme alternative di impiego del risparmio.

Il ciclo produttivo delle imprese di assicurazione non si esaurisce però con la gestione tecnico-assicurativa. La riscossione anticipata dei premi rispetto al pagamento dei sinistri genera sostanziali disponibilità liquide⁴, le quali vengono sistematicamente investite sui mercati finanziari e, in misura minore, in immobili. Questa attività di investimento, la **gestione patrimoniale-finanziaria**, è l'area che maggiormente ha sofferto l'andamento dei mercati.

Gli investimenti tipici delle imprese del settore, quali le azioni e le obbligazioni societarie e governative, in particolare i titoli dei paesi periferici dell'Unione Europea, hanno sofferto consistenti minusvalenze da valutazione e da realizzo. In alcuni casi le perdite in conto capitale sono state parzialmente compensate da un flusso più consistente in conto interessi, ma questo è avvenuto quasi sempre in coincidenza di un accresciuto rischio di credito (Schich, 2010).

Infine particolari criticità sono emerse dalla gestione integrata delle attività e delle passività ("**asset-liability management**"), che ha risentito sia del prolungato perdurare dei tassi *risk-free* a livelli molto bassi sia 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.⁵ L'elevata volatilità dei mercati ha inoltre reso estremamente costosa l'attività di *hedging* legata a queste polizze, per via dell'elevato costo delle c.d. opzioni *put* "implicite".⁶

Identificati sinteticamente i principali canali di trasmissione, è possibile adesso analizzarli individualmente con l'obiettivo di misurare gli effetti a livello di settore.

⁴ Questa caratteristica è nota come inversione del ciclo finanziario.

⁵ Le polizze in oggetto appartengono al ramo I (polizze rivalutabili), e sono le più diffuse sul mercato italiano (Floreni, 2011). I bassi tassi di mercato rendono particolarmente difficile onorare le garanzie di rendimento specialmente quando devono essere rispettate anno per anno e non soltanto a scadenza.

⁶ Il principale strumento attraverso cui è possibile coprire un portafoglio di attività finanziarie da perdite di valore oltre una certa soglia (garanzie sul capitale a scadenza) è l'acquisto di opzioni *put* sui titoli o sul portafoglio sottostante oppure, in alternativa, la creazione di opzioni *put* sintetiche con titoli *risk-free* e il sottostante stesso. Quando la volatilità del sottostante è elevata sia la relativa opzione *put* sia la strategia di replicazione della stessa diventano particolarmente costose (cfr. § 1.4).

1.3. La Gestione Patrimoniale-Finanziaria

L'investimento sistematico in titoli azionari ed obbligazionari, in particolare in titoli di stato, è stato uno dei principali canali di trasmissione della crisi finanziaria ai bilanci delle assicurazioni. Se questo è stato vero a livello di settore, particolari considerazioni merita il gruppo FonSai, la cui politica di investimento l'ha esposta al fenomeno più di altre imprese.⁷

La caratteristica che rende le imprese di assicurazione investitori istituzionali attivi sui mercati azionari ed obbligazionari è la già citata inversione del ciclo finanziario rispetto alle imprese industriali, dovuta al fatto che la riscossione dei premi precede il pagamento dei sinistri. Il surplus finanziario che si genera è però almeno in parte vincolato per via degli impegni futuri e aleatori che la sottoscrizione delle polizze fa sorgere nei confronti degli assicurati. Tali impegni sono la ragione degli accantonamenti al passivo dello stato patrimoniale nelle apposite riserve tecniche, le quali vengono poi investite sul mercato dei capitali. (Cappiello, 2008). Per questo motivo l'attività di investimento delle imprese di assicurazione è tipicamente *liability-driven*, nel senso che la scelta delle attività finanziarie e reali a copertura delle riserve tecniche deve essere coerente, in particolare sotto il profilo della liquidità, con la tipologia ed il mix di contratti assicurativi che hanno generato le riserve stesse (Floreani, 2011).⁸ Di conseguenza, a seconda della composizione del portafoglio polizze e della sua distribuzione fra i rami vita e danni dovrebbero essere privilegiati investimenti con gradi rispettivamente inferiori o superiori di liquidità.

I titoli azionari, a condizione che si rispettino principi di diversificazione geografica e settoriale, rappresentano un'*asset class* adeguata alle imprese di assicurazione, ben adattandosi all'orizzonte di investimento di lungo periodo e fornendo una buona protezione contro l'inflazione inattesa (Cappiello, 2008).⁹ Per quanto riguarda le

⁷ La tematica delle attività finanziarie detenute dal gruppo FonSai costituisce una causa endogena di crisi, pertanto sarà approfondita nel § 2.8.

⁸ Sotto questo profilo la *Duration* delle riserve del ramo vita è pluriennale, mentre il ramo danni è caratterizzato da una durata più breve del ciclo produttivo, che genera disponibilità finanziarie per un periodo di tempo inferiore. La *duration* delle riserve premi, che accolgono la quota parte dei premi relativi a polizze già incassate ma la cui copertura si estende anche nell'arco dell'esercizio successivo, è solitamente inferiore all'anno, dal momento che la maggioranza dei contratti ha durata annuale. Maggiore è invece la *duration* delle riserve sinistri, che accolgono gli accantonamenti effettuati a fronte di sinistri denunciati ma non ancora liquidati, liquidati ma non ancora pagati oppure già avvenuti ma non ancora denunciati (sinistri "*IBNR*") (Cappiello, 2008).

⁹ L'inflazione inattesa può generare uno scostamento fra le spese effettive per sinistri e la loro previsione utilizzata al momento della determinazione del premio. Si tratta pertanto di un fenomeno potenzialmente pericoloso specialmente nei rami danni. Fenomeni di inflazione tendono però anche a rivalutare il fatturato delle imprese, migliorandone il risultato economico in termini nominali. Per questo motivo i titoli azionari dovrebbero fornire una buona protezione contro l'inflazione inattesa.

obbligazioni, invece, l'ampia possibilità di scelta in termini di emittente, scadenze, profilo di rischio-rendimento, valuta e modalità di determinazione del rendimento consentono alle assicurazioni una notevole flessibilità nella gestione integrata dell'attivo e del passivo.

1.3.1. Il Contesto Internazionale

In media, nei paesi OCSE, le obbligazioni sovrane e societarie pesano per circa il 60% degli investimenti, costituendo la porzione più significativa dell'attivo. La seconda voce più importante sono gli investimenti azionari, con un peso compreso fra il 10% ed il 20%, ridottosi però negli ultimi anni, fino a raggiungere il 12% nel 2010 (cfr. Figura 1.1). Tale fenomeno, se da un lato è il risultato di un ribilanciamento reale per effetto di scelte consapevoli delle imprese del settore, è soprattutto dovuto alla pessima performance dei mercati azionari dal 2007 in poi. Infatti gli investimenti azionari sono stati uno dei principali canali di trasmissione della crisi al bilancio delle assicurazioni (OECD, 2011).

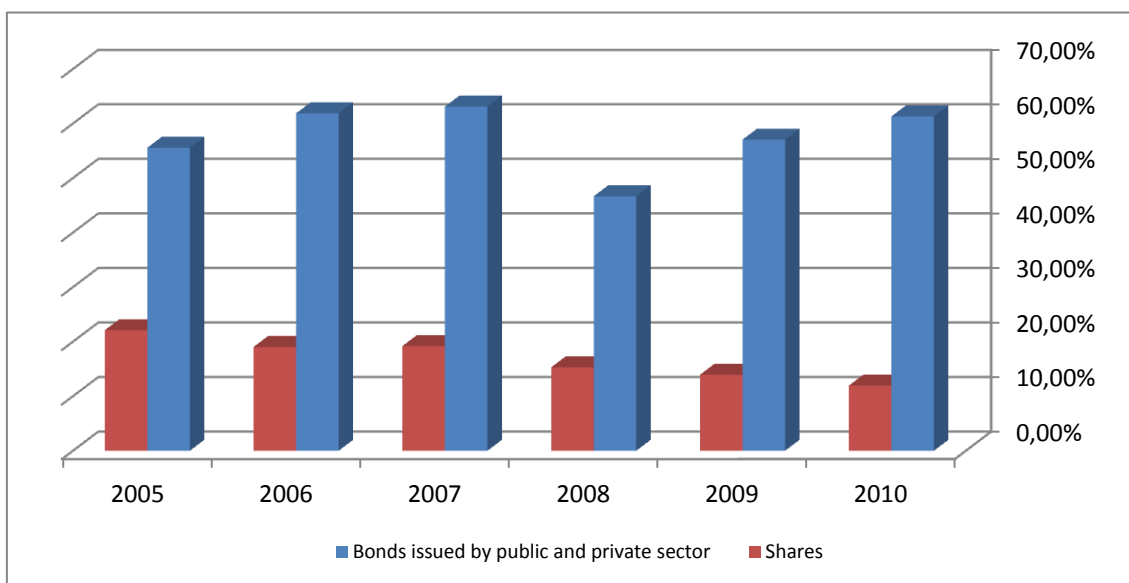


Figura 1.1: peso relativo dell'investimento in azioni ed obbligazioni sul totale degli investimenti delle imprese di assicurazione in 27 paesi OCSE.

Fonte: rielaborazione dell'autore su dati OCSE (<http://stats.oecd.org/Index.aspx>)

L'analisi di indici rappresentativi dei listini statunitensi ed europei fa emergere chiaramente che i **mercati azionari** hanno perso quasi il 60% per proprio valore rispetto ai massimi del 2007, toccando il minimo nei primi mesi del 2009. Dopo questa data la ripresa dei corsi azionari è stata soltanto parziale ed ha caratterizzato

prevalentemente gli Stati Uniti, mentre i listini europei hanno risentito negativamente della crisi dei debiti sovrani (Cfr. Figura 1.2).¹⁰

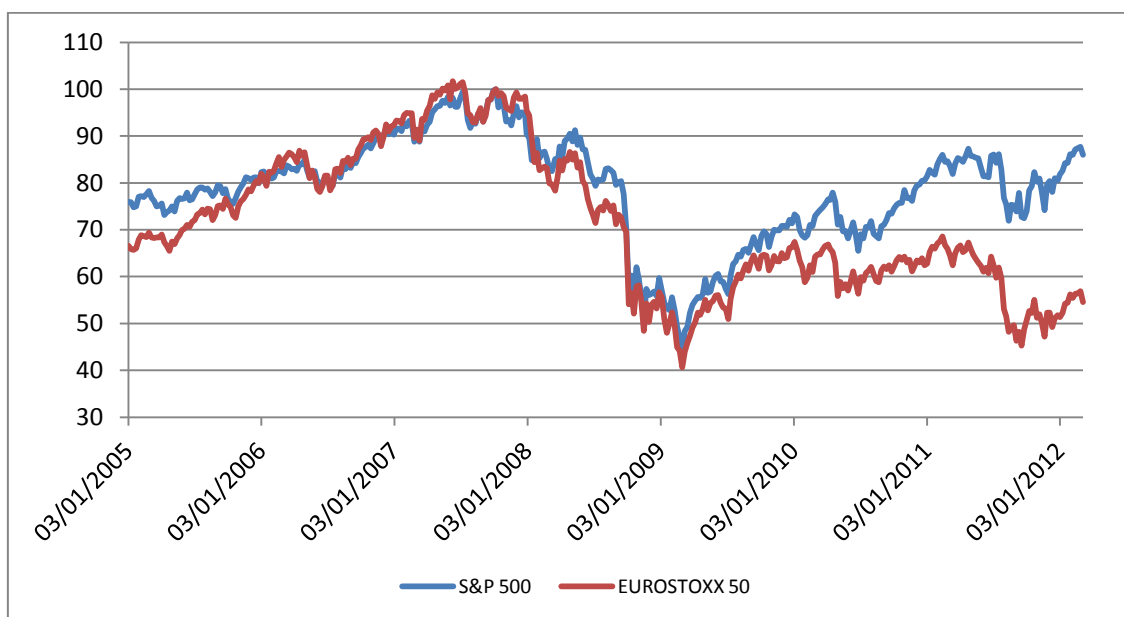


Figura 1.2: Andamento degli indici azionari S&P 500 ed EUROSTOXX 50 da Gennaio 2005 a Marzo 2012. Gli indici sono stati riparametrati con base 100 nelle giornate di massimo a Ottobre 2007. **Fonte:** rielaborazione dell'autore su serie storiche Yahoo Finance (<http://finance.yahoo.com/>)

I titoli di debito, sebbene l'aumento del loro peso relativamente al totale degli investimenti sembri suggerire un tentativo di proteggersi dalla volatilità dei mercati azionari, sono stati a loro volta un elemento di vulnerabilità nei bilanci delle imprese di assicurazione (OECD, 2011).

A partire dalla fine del 2008 il valore delle obbligazioni societarie, nonostante i tassi di politica monetaria a livelli prossimi allo zero, ha subito la pressione dell'ampliarsi degli *spread* creditizi (cfr. Figura 1.3). Responsabili del fenomeno sono stati il calo della domanda di beni e servizi e le difficili condizioni di accesso al credito, che hanno peggiorato il merito creditizio dei grandi gruppi con obbligazioni quotate (OECD, 2011). Verso la fine del 2010, proprio quando le tensioni sul segmento *corporate* si stavano allentando, i mercati hanno iniziato a risentire del deterioramento dei bilanci pubblici dei paesi periferici dell'Unione Europea. Infatti, a seguito della crisi finanziaria, i conti dei principali paesi industrializzati hanno risentito sia del costo del salvataggio delle istituzioni finanziarie sia delle minori entrate fiscali a seguito del rallentamento

¹⁰ La crisi dei debiti sovrani ha avuto ripercussioni particolarmente negative specialmente sui conti delle istituzioni finanziarie, che hanno un peso specifico consistente in molti listini europei (ANIA, 2011a). L'aumento dei rendimenti richiesti sui mercati secondari ha portato ad un deprezzamento dei titoli sovrani da esse detenuti in bilancio, riducendo il loro NAV, e di conseguenza i corsi azionari.

dell'attività economica. In particolare, nei paesi c.d. “periferici”, già caratterizzati da una spesa pubblica e da un sistema fiscale inefficiente, oppure da pregressi stock di debito pubblico non sostenibili, i rendimenti dei titoli di stato hanno subito un'impennata (cfr. Figura 1.4), generando consistenti perdite in conto capitale.

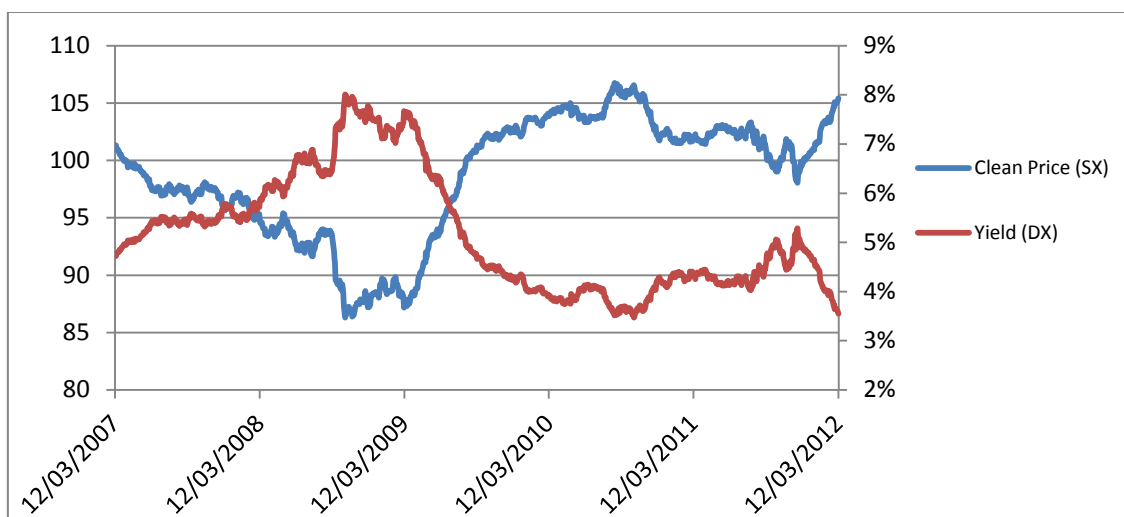


Figura 1.3: Indici di rendimento e prezzo delle obbligazioni corporate europee (*“Barclays Pan-European Aggregate Corporate” clean price e redemption yield*)
Fonte: Thomson Reuters DataStream.

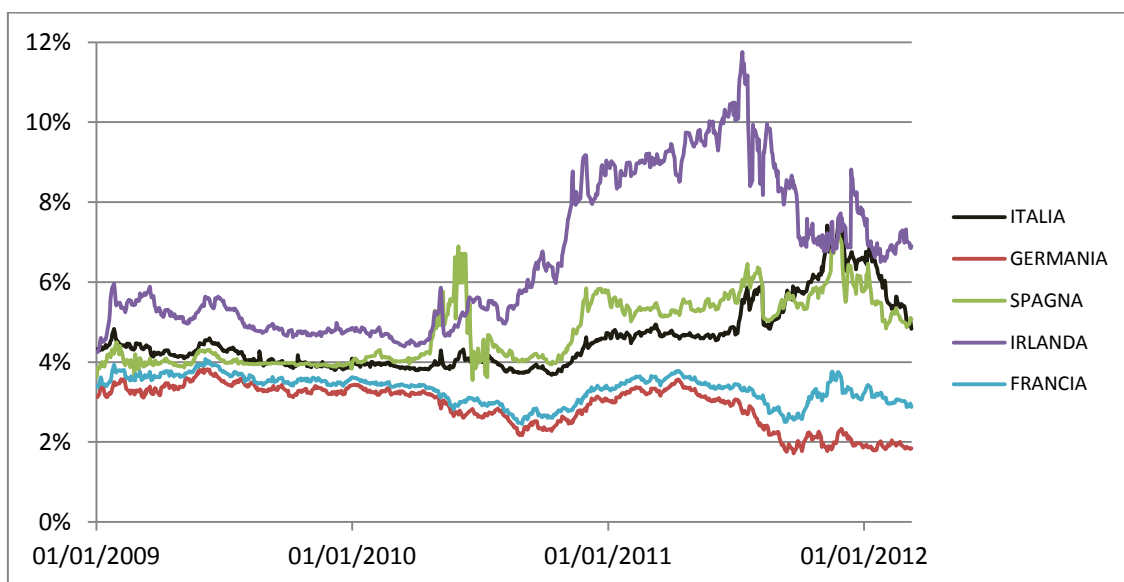


Figura 1.4: Rendimenti dei titoli di stato con scadenza decennale in alcuni paesi europei.
Fonte: Thomson Reuters DataStream.

1.3.2. Il Mercato Italiano

Il Mercato Italiano appare in linea con i dati OCSE per quanto riguarda il peso specifico delle varie *asset class* nei bilanci delle assicurazioni (cfr. Figura 1.5 e Figura 1.6).

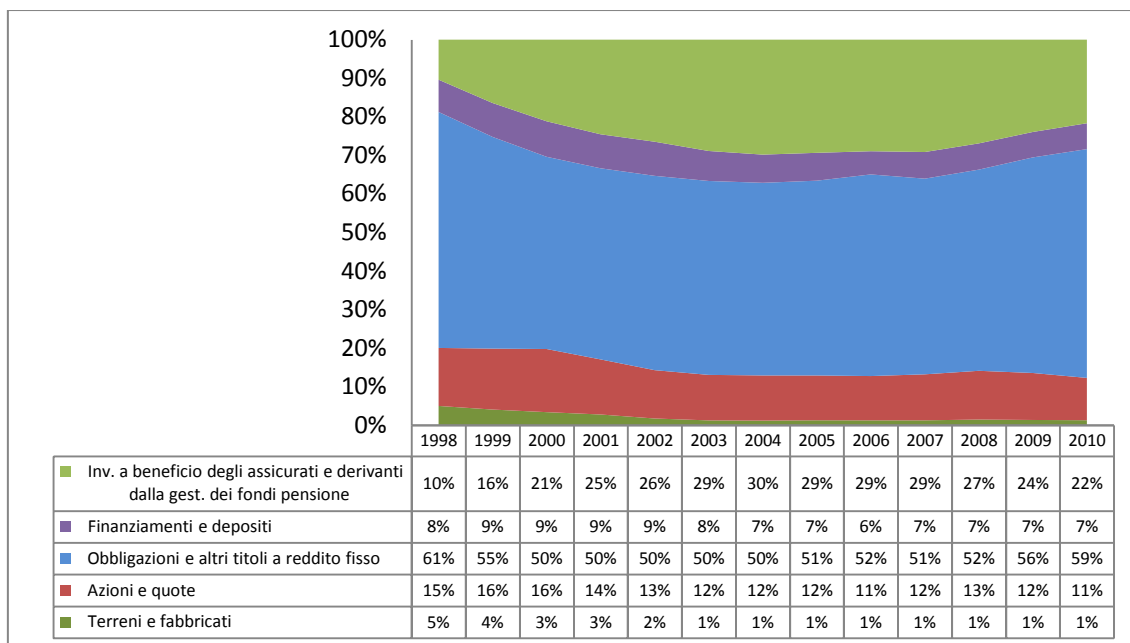


Figura 1.5: investimenti delle assicurazioni italiane (vita e danni) - composizione

Fonte: ANIA (http://www.ania.it/PUBBLICAZIONI/LxAssicurazione_Italiana.html)

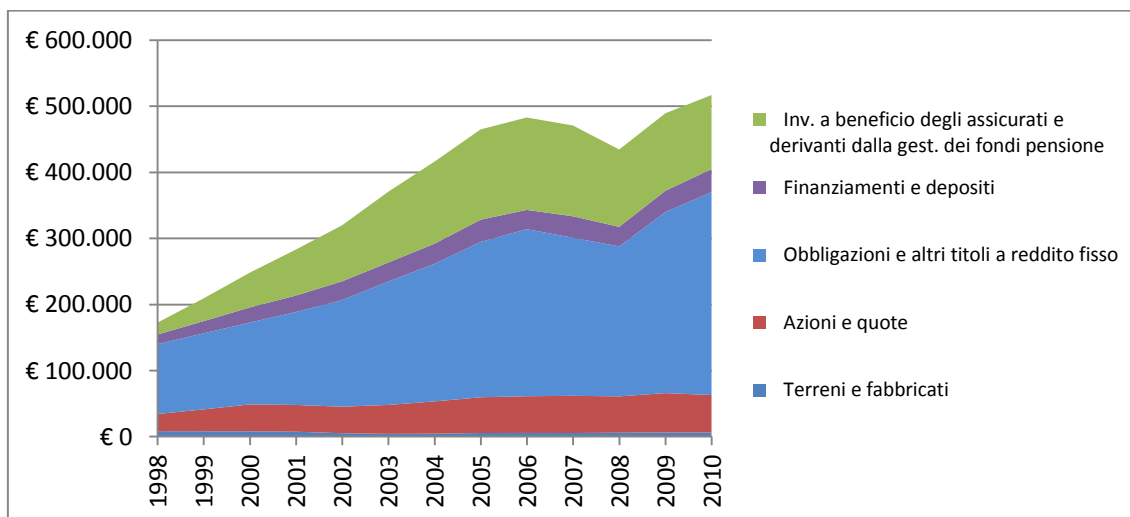


Figura 1.6: investimenti delle assicurazioni italiane (vita e danni) – valori assoluti (dati in € milioni)

Fonte: ANIA (http://www.ania.it/PUBBLICAZIONI/LxAssicurazione_Italiana.html)

Fra le tendenze in atto negli ultimi anni, da rilevare in particolare il ridimensionamento dell'investimento in immobili e l'incremento degli investimenti in

titoli obbligazionari a spese delle altre *asset class*. L'investimento in azioni è rimasto stabile in valore assoluto, ma è diminuito in termini percentuali a fronte della crescita del volume complessivo degli investimenti. Infine gli "investimenti a beneficio degli assicurati e derivanti dalla gestione dei fondi pensione", costituiti in larga parte dagli investimenti effettuati nell'ambito delle polizze *unit-linked* e *index-linked*, hanno sofferto della crisi più degli altri rami.¹¹

All'interno del portafoglio obbligazionario un peso rilevante hanno i titoli di stato, in particolar modo quelli italiani. Secondo elaborazioni ANIA nel 2010 i titoli di stato rappresentavano da soli circa il 50% degli investimenti totali del solo comparto vita, e costituivano uno stock di circa 200 miliardi nei bilanci delle assicurazioni. Nei tre principali gruppi assicurativi italiani i titoli di stato pesano sistematicamente per più della metà del portafoglio obbligazionario (cfr. Tabella 1.1).

	Obbligazioni	
	Corporate	Stato
Fondiar-Sai	23,70%	76,30%
Generali	44,10%	55,90%
Unipol Gruppo Finanziario	44,00%	56,00%

Tabella 1.1: composizione per emittente del portafoglio obbligazionario dei primi tre gruppi assicurativi in Italia (2010).
Fonte: bilanci delle società.

1.3.3. Analisi degli Impatti

Misurare a livello nazionale il contributo individuale delle singole *asset class* al risultato della gestione patrimoniale-finanziaria non è semplice. Tale misurazione è in primo luogo ostacolata dall'insufficiente livello di scalabilità delle statistiche, in cui non è possibile isolare dal risultato complessivo dell'attività di investimento le minusvalenze da realizzo e le perdite da valutazione relative alle singole *asset class*.

Altrettanto d'ostacolo è la coesistenza di due diversi set di principi contabili, che ostacola la misurazione, a livello non solo aggregato ma anche di singola impresa. Attualmente in Italia vige un regime "a doppio binario" in base al quale:

- tutte le società che esercitano l'attività assicurativa, quotate e non, sono tenute alla redazione del bilancio consolidato conformemente ai principi IFRS/IAS;
- tutte le società che esercitano l'attività assicurativa, quotate e non, sono tenute alla

¹¹ Queste polizze appartengono al ramo III del comprato vita, e il loro collocamento ha risentito particolarmente delle turbolenze sui mercati finanziari per via del fatto che utili e perdite sugli investimenti sono interamente goduti o sopportati dall'assicurato.

redazione del bilancio individuale conformemente ai principi contabili nazionali.¹²

Dal momento che la maggior parte delle imprese assicurative italiane sono organizzate secondo il modello di gruppo assicurativo, ne consegue che molte di esse redigono sia il bilancio individuale sia il consolidato, applicando criteri di valutazione diversi nei due documenti. Tale differenza emerge soprattutto nei criteri di valutazione delle attività finanziarie.

I principi contabili nazionali, improntati al criterio del costo storico, dispongono che le attività finanziarie possano essere alternativamente classificate nella categoria dei beni ad utilizzo durevole o in quella dei beni ad utilizzo non durevole. La differenza è sostanziale, in quanto nel primo caso il valore di carico corrisponde al costo storico, e viene rettificato solo nel caso di perdite durevoli di valore, mentre nel secondo il valore di carico del titolo recepisce anno per anno il valore di mercato. Storicamente le imprese di assicurazione hanno sempre preferito classificare le azioni nella prima categoria, mentre i titoli obbligazionari trovano una distribuzione equilibrata all'interno dei due portafogli, con la conseguenza che, a seguito della crisi finanziaria, nei bilanci d'esercizio di numerose società potrebbero annidarsi minusvalenze latenti per via della discrezionalità, seppur limitata, lasciata all'impresa nel determinare i criteri per valutare se la perdita di valore sia durevole o meno.

I principi contabili internazionali, basati sul criterio del *fair value*, permettono la classificazione dei titoli di capitale alternativamente nel portafoglio "*Held for Trading*" (HFT) o nel portafoglio "*Available for Sale*" (AFS). In entrambi i casi le azioni sono contabilizzate per un valore pari al loro *fair value*. Per i titoli HFT le variazioni rispetto al valore di carico dell'esercizio precedente vengono registrate direttamente a conto economico, contribuendo così al risultato di esercizio. Nel secondo caso invece l'eventuale utile o perdita da valutazione viene imputato all'apposita riserva AFS nel passivo dello stato patrimoniale, e viene registrato a conto economico soltanto al momento dell'alienazione o in caso di *impairment*. Data la loro natura di investitori di lungo periodo, e il conseguente peso residuale dell'attività di trading su titoli azionari, le assicurazioni classificano la quasi totalità delle azioni nel portafoglio AFS.

Per quanto riguarda i titoli obbligazionari, oltre ai portafogli AFS ed HFT, qualora la società intenda detenere i titoli fino alla loro naturale scadenza e ritiene di avere la

¹² Tale regime normativo deriva dall'applicazione del D. Lgs. 38 del 2005. Va ricordato che, con la legge comunitaria 2007 (l. 25 Febbraio 2008, n. 34) il parlamento ha delegato il governo ad estendere l'applicazione dei principi IFRS/IAS anche ai bilanci individuali delle imprese di assicurazione. Ad oggi, tuttavia, la delega non è stata esercitata e vige ancora il sistema "a doppio binario".

capacità di farlo, può classificarli nel portafoglio “*Held to Maturity*”. La caratteristica di questo portafoglio è costituita dalla possibilità di valutare i titoli, salvo *impairment*, con il criterio del costo ammortizzato, e quindi di non inserire a bilancio utili e perdite da valutazione derivanti da oscillazioni del mercato. Tuttavia, per non sottostare ai vincoli che caratterizzano questo portafoglio, la quasi totalità dei titoli obbligazionari ed azionari viene allocata ai portafogli AFS ed HFT, mentre il portafoglio HTM ha un peso specifico medio inferiore al 2% nei bilanci delle assicurazioni italiane (Cfr. Tabella 1.2).

ATTIVITA'	2009	%	2010	%
4 INVESTIMENTI	677.343	83,3	719.425	86,3
4.1 Investimenti immobiliari	19.751	2,4	18.802	2,3
4.2 Partecipazioni in controllate, collegate e <i>joint venture</i>	3.663	0,5	3.939	0,5
4.3 Investimenti posseduti sino alla scadenza	9.954	1,2	10.190	1,2
4.4 Finanziamenti e crediti	113.037	13,9	110.521	13,3
4.5 Attività finanziarie disponibili per la vendita	336.952	41,4	365.657	43,9
4.6 Attività finanziarie a fair value rilevato a conto economico	193.987	23,8	210.316	25,2
TOTALE ATTIVITÀ	813.547	100,0	833.767	100,0

Tabella 1.2: bilancio consolidato aggregato delle assicurazioni italiane – valore e peso dei diversi portafogli di attività finanziarie. (dati in € milioni)

Fonte: ISVAP (<http://www.isvap.it/> - sezione statistiche)

Alla luce di quanto detto i principi contabili internazionali, specialmente per via del ridotto peso del portafoglio HTM, accolgono in larga parte valori di mercato, e appaiono quindi più idonei alla misurazione dell'impatto dell'andamento dei mercati sui bilanci delle assicurazioni. Tuttavia, come detto in precedenza, resta l'impossibilità di separare l'impatto dei titoli di capitale da quelli obbligazionari. La Tabella 1.3 riassume il risultato aggregato dell'attività di investimento delle assicurazioni italiane mettendo in evidenza alcuni saldi intermedi, e permettendo così alcune considerazioni.

In linea generale, fatta eccezione per il 2008, il risultato complessivo della gestione patrimoniale-finanziaria è stato positivo. Un contributo fondamentale in tal senso proviene dal flusso di interessi generato dai titoli obbligazionari (voce 1.5.1)¹³, consistente e stabile negli ultimi anni. Molto volatile, al contrario, il risultato del portafoglio HFT, che ha fortemente risentito nel 2008 dell'andamento negativo dei mercati, salvo poi beneficiare del rimbalzo positivo nel 2009. Tuttavia la maggior parte dei riflessi della situazione dei mercati finanziari in bilancio è confluita nel saldo dell'attività di valutazione degli “altri strumenti finanziari”, che accoglie gli *impairment* relativi al portafoglio AFS, che, da soli, pesano per il 40% delle attività (cfr. Tabella

¹³ Esclusi gli interessi sui titoli allocati nel portafoglio HFT, che vengono conteggiati insieme agli utili ed alle perdite da valutazione e da alienazione nella voce 1.3.

1.2). Tale saldo, che risulta pesantemente negativo per tutti gli anni a partire dal 2010, va letto congiuntamente alla variazione della voce “utili o perdite su attività finanziarie AFS”, la quale accoglie, sempre per i titoli AFS, le plusvalenze e le minusvalenze da valutazione diverse da quelle relative ad *impairment*. Le variazioni interannuali negative della riserva segnalano, in tutti gli esercizi escluso il 2009, la riduzione del *fair value* dei titoli appartenenti a detto portafoglio, che si aggiunge alle perdite durevoli accolte nel già citato saldo dell'attività di valutazione degli “altri strumenti finanziari”.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
1.4 Proventi derivanti da partecipazioni in controllate, collegate e joint venture	293	264	622	1.036	185	1.624
2.3 Oneri derivanti da partecipazioni in controllate, collegate e joint venture	187	50	37	591	211	104
Saldo partecipazioni in controllate, collegate e jv	106	214	585	445	-26	1.520
<i>yield</i>	7,2%	13,5%	16,4%	11,4%	-0,7%	38,6%
1.3 Proventi e oneri derivanti da strumenti finanziari a fair value rilevato a conto economico	9.340	5.778	1.753	-18.799	14.304	6.846
<i>yield</i>	4,5%	2,7%	0,8%	-10,4%	7,4%	3,3%
1.5 Proventi derivanti da altri strumenti finanziari e investimenti immobiliari	21.263	22.799	25.094	26.136	24.555	26.233
1.5.1 Interessi attivi	13.582	14.742	16.686	18.378	16.460	17.327
1.5.2 Altri proventi	2.894	3.077	3.407	3.695	2.789	2.903
1.5.3 Utili realizzati	4.632	4.827	5.438	3.729	5.073	5.705
1.5.4 Utili da valutazione	155	153	163	334	233	298
2.4 Oneri derivanti da altri strumenti finanziari e investimenti immobiliari	3.631	4.420	5.202	13.882	8.836	6.794
2.4.1 Interessi passivi	1409	1904	2163	2.786	2.105	2.048
2.4.2 Altri oneri	431	454	430	519	463	550
2.4.3 Perdite realizzate	1000	1422	1934	2.959	2.517	2.103
2.4.4 Perdite da valutazione	791	639	675	7.619	3.752	2.093
Saldo alienazione altri strumenti finanziari e investimenti immobiliari	3.632	3.405	3.504	770	2.556	3.602
Saldo valutazione altri strumenti finanziari e investimenti immobiliari	-636	-486	-512	-7.285	-3.519	-1.795
Saldo altri strumenti finanziari e investimenti immobiliari	17.632	18.379	19.892	12.254	15.719	19.439
<i>yield</i>	4,21%	4,25%	4,69%	2,77%	3,28%	3,85%
Risultato attività di Investimento	27.078	24.371	22.230	-6.100	29.997	27.805
Investimenti	625.934	644.506	642.775	627.228	677.343	719.425
<i>yield</i>	4,33%	3,78%	3,46%	-0,97%	4,43%	3,86%
(SP) 1.1.7 Utili o perdite su attività finanziarie AFS	5.988	4.930	1.901	-2.652	1.541	547
Variazione riserva AFS		-1.058	-3.029	-4.553	4.193	-994
Risultato complessivo attività di Investimento		23.313	19.201	-10.653	34.190	26.811
<i>yield corretto</i>		3,62%	2,99%	-1,70%	5,05%	3,73%

Tabella 1.3: saldi intermedi e risultato complessivo dell'attività di investimento delle assicurazioni italiane. (dati in € Milioni)

Fonte: rielaborazione dell'autore su statistiche ISVAP. (<http://www.isvap.it/> - sezione statistiche)

Nonostante le sottolineate difficoltà di valutazione, il quadro delineato conferma l'impatto dei mercati azionari e dei titoli del debito pubblico sul bilancio delle imprese di assicurazioni del nostro paese. Tuttavia emerge che le imprese del settore hanno dimostrato una certa stabilità dal punto di vista della gestione patrimoniale-finanziaria rispetto alle turbolenze che hanno caratterizzato i mercati. Infatti, mentre le componenti negative sono in larga parte attribuibili ad attività di valutazione, il risultato dell'attività di alienazione è rimasto sempre positivo, così come il saldo fra interessi attivi e passivi. Tale scomposizione del risultato conferma la capacità protettiva che la natura di investitori di lungo periodo conferisce alle imprese operanti nei tradizionali rami danni e vita rispetto alle turbolenze dei mercati finanziari (OECD, 2011).

Infatti nelle imprese in cui il business tecnico-assicurativo è solido il rischio di liquidità è praticamente assente; in questi casi le minusvalenze restano solo perdite da valutazione, in quanto le attività finanziarie possono rimanere in bilancio anche per diversi esercizi in attesa che le condizioni dei mercati migliorino (Cappiello, 2008). Lo stesso non può dirsi per le imprese la cui gestione operativa è meno solida. In questi casi errori nel *pricing* delle polizze o fenomeni di sottoriservazione generano fabbisogni inattesi di liquidità, che richiedono l'anticipato smobilizzo di attività finanziarie, portando spesso a minusvalenze.

Alla luce di quanto emerso appare sensato domandarsi se l'utilizzo dei principi contabili internazionali sia veramente in grado, almeno per le imprese in salute, di far emergere in maniera veritiera l'andamento della gestione patrimoniale-finanziaria, in particolare con riguardo ai titoli obbligazionari, o se non introduca un'eccessiva volatilità nei bilanci delle società assicurative. Se da un lato le esigenze di trasparenza nei confronti del mercato impongono l'utilizzo del *fair value*, il quale permette anche ai soggetti esterni di valutare anno per anno il valore del NAV, dall'altro non si può ignorare, alla luce delle particolari caratteristiche del settore, il fatto che le assicurazioni possono, in presenza di un buon business tecnico, neutralizzare l'andamento dei mercati trattenendo i titoli nel lungo periodo.

1.4.Asset-Liability Management

Nel paragrafo precedente si è descritto l'effetto della crisi finanziaria sugli asset delle imprese di assicurazione, ovvero gli investimenti che queste realizzano sul mercato dei capitali. In quella sede la tematica è stata affrontata senza esplorare le

problematiche relative alla gestione integrata di attivo e passivo, che meritano tuttavia un approfondimento, in quanto oggetto di pressioni a seguito della crisi finanziaria.

Come già delineato il passivo delle imprese di assicurazione è costituito dalle riserve tecniche e matematiche, che rappresentano l'insieme degli impegni futuri ed aleatori a beneficio degli assicurati sorti a carico dell'impresa a seguito della sottoscrizione delle polizze.

Il valore degli investimenti, caratterizzati da rischio di credito e di mercato, è sensibile all'andamento dei mercati finanziari. Il valore delle prestazioni, e quindi delle riserve, è invece sensibile alle variabili di mercato soltanto nei rami vita.¹⁴

Di conseguenza nei rami danni l'andamento dei mercati finanziari ha influenzato il risultato economico soltanto per mezzo degli investimenti, ma non ha avuto conseguenze dirette sui tassi di sinistrosità, e quindi sulle riserve tecniche (Impavido e Tower, 2009). Al contrario nei rami vita le variabili finanziarie hanno influenzato anche il valore delle prestazioni da riconoscere ai clienti, cosicché, in ragione del diverso grado di sensibilità di attività e passività alle variabili di mercato, sono sorti problemi di *Asset-Liability Management* (ALM). In particolare la riduzione dei tassi *risk-free*, in combinazione con la performance negativa e la volatilità dei mercati azionari ed obbligazionari, ha reso estremamente costoso garantire i rendimenti minimi previsti contrattualmente su alcune polizze ed ha causato un decremento del *Net Asset Value* (NAV) delle compagnie di assicurazione.

1.4.1. Tassi Risk-free

La principale criticità che ha investito l'ALM nei rami vita è stato il perdurare dei tassi di interesse *risk-free* a livelli molto bassi, che ha avuto conseguenze di natura sia patrimoniale sia gestionale. Dopo aver analizzato l'impatto patrimoniale in termini di NAV, verranno esaminati i risvolti gestionali legati alle polizze con garanzia di conservazione o rivalutazione del capitale. Al termine dell'analisi emergerà che i due aspetti sono collegati fra loro.

A **livello patrimoniale** le difficoltà hanno riguardato l'incremento di valore delle riserve matematiche, il cui calcolo avviene sulla base di due diversi *set* di ipotesi (Cappiello, 2008). Il primo *set*, in comune con il comparto danni, comprende tutte le

¹⁴ Come sarà illustrato più avanti, l'ammontare delle riserve tecniche dei rami danni viene determinato soltanto sulla base di ipotesi statistiche, dal momento che la durata dei contratti è solitamente annuale, mentre il calcolo delle riserve matematiche dei rami vita comporta, in aggiunta, il ricorso anche ad ipotesi finanziarie.

ipotesi statistiche necessarie a determinare le probabilità di accadimento degli eventi rilevanti ai fini delle prestazioni assicurative.¹⁵ Il secondo *set* è invece tipico ed esclusivo del comparto vita, e comprende le ipotesi finanziarie che, data la durata pluriennale dei contratti, sono necessarie per stimare il valore attuale delle prestazioni che, oltre ad essere aleatorie, si collocano temporalmente in un futuro lontano. La principale ipotesi finanziaria è la scelta del tasso di interesse, che è solitamente legato al livello dei tassi *risk-free*.¹⁶ Un abbassamento dei tassi produce quindi l'effetto di incrementare il valore attuale delle prestazioni, facendo crescere l'ammontare delle riserve tecniche (OECD, 2011).

In linea teorica l'aumento di valore delle riserve tecniche dovrebbe essere compensato da un incremento di pari ammontare del valore delle attività, a loro volta sensibili ai tassi *risk-free*. L'effetto netto sul valore di mercato dei mezzi propri (NAV) dovrebbe quindi essere nullo. Nella realtà questo fenomeno non si verifica per due ragioni.

In primo luogo, solo parte delle attività sono *rate-sensitive*.¹⁷ Inoltre, mentre le passività sono sensibili ai soli tassi privi di rischio, il valore delle attività *rate-sensitive* dipende da una varietà di tassi di mercato, certamente influenzati dai tassi *risk-free*, ma dipendenti in larga parte dai premi per il rischio dei singoli emittenti. Di conseguenza, anche in presenza di un abbassamento dei tassi *risk-free*, che comporta un apprezzamento delle passività, un aumento degli spread creditizi ed una cattiva performance dei mercati azionari (cfr. Figura 1.3 e Figura 1.4) tendono a far stagnare o ridurre il valore delle attività.

In secondo luogo occorre considerare che la *duration* delle riserve matematiche, che spesso accolgono impegni a lunghissimo termine, è solitamente maggiore rispetto alla *duration* degli investimenti, che invece tende ad essere inferiore, in parte per via della scarsa offerta di titoli a lunghissimo termine, in parte per l'inopportunità di concentrare eccessivamente il portafoglio investimenti sulle lunghe scadenze.¹⁸ La conseguenza di tali *mismatch* è che le riserve tendono ad essere più sensibili degli investimenti alle variazioni dei tassi di interesse, e che quindi un abbassamento della curva dei tassi ha un impatto generalmente negativo in termini di NAV.

¹⁵ Alcuni esempi di ipotesi statistiche tipiche dei rami vita possono essere i tassi di mortalità e morbidità.

¹⁶ In Italia l'ISVAP dispone che la determinazione del tasso debba essere improntata a criteri prudenziali, e che in ogni caso non ecceda il "tasso massimo garantibile", che viene periodicamente stabilito dall'ISVAP per decreto. Tale tasso viene calcolato sulla base del rendimento medio dei Btp decennali.

¹⁷ Solamente i titoli obbligazionari a tasso fisso sono pienamente *rate-sensitive*. Al contrario le obbligazioni a tasso variabile tendono a valere sempre il loro facciale, mentre i titoli azionari sono influenzati solo indirettamente dal livello dei tassi di interesse. Simili considerazioni possono essere fatte per gli immobili.

¹⁸ Tale fenomeno viene talvolta definito in letteratura "Trasformazione inversa delle scadenze" (Cappiello, 2008).

Passando a **livello gestionale e reddituale**, invece, soddisfare le garanzie di tutela del capitale ed i livelli di rendimento minimo contrattualmente previsti su molte polizze è diventato estremamente costoso in un contesto caratterizzato da bassi tassi *risk-free* ed un generale deterioramento del mercato dei capitali (Schich, 2010). Solo l'aumento dei premi per il rischio delle obbligazioni *corporate* e più recentemente dei titoli di stato ha parzialmente compensato il fenomeno, ma è chiaro che il miglioramento dei rendimenti è avvenuto a spese di un accresciuto rischio di credito.¹⁹

La radice del problema risiede nella modalità di ripartizione dei rischi e del risultato degli investimenti fra azionisti e detentori delle polizze, che dipende dalle condizioni contrattuali.

Negli ultimi anni il mercato assicurativo italiano è stato caratterizzato dalla crescente diffusione di polizze vita con prevalente finalità di investimento e previdenziale (Floreani, 2011), in particolare polizze rivalutabili (ramo I) e polizze c.d. "*linked*" (ramo III). Tali polizze presentano caratteristiche molto diverse in termini di partecipazione del cliente ai risultati degli investimenti.

Nelle **polizze rivalutabili** rischio e risultato degli investimenti sono generalmente ripartiti equamente fra assicuratore ed assicurato. I premi versati confluiscono infatti in uno specifico fondo, detto gestione separata, le cui attività non sono giuridicamente distinte dagli altri asset di proprietà dell'assicurazione. Solo una parte del rendimento del fondo viene retrocessa all'assicurato, in base ad aliquote prestabilite; al contrario le plusvalenze e le minusvalenze vengono riconosciute al cliente solo se effettivamente realizzate o sofferte. Tali polizze offrono quasi sempre una garanzia di restituzione del capitale assicurato e frequentemente anche un tasso minimo garantito di rivalutazione dello stesso. La garanzia di rendimento può essere riconosciuta alternativamente su base annua o a scadenza.

Quando il risultato della gestione separata non è sufficiente a soddisfare la garanzia minima di rendimento le perdite sono sopportate dagli azionisti: il cliente riceve comunque il rendimento minimo, ma i fondi necessari vengono dirottati dagli utili di altre linee di business a spese del risultato d'esercizio. Tale scenario si è presentato frequentemente negli ultimi anni per l'effetto combinato della riduzione dei tassi *risk-free*, della cattiva performance dei mercati azionari ed obbligazionari, nonché del livello imprudentemente alto delle garanzie concesse nel periodo di espansione del mercato nel tentativo di migliorare la raccolta. A seguito delle perdite sofferte sulle polizze di

¹⁹ Chiaramente tale incremento dei rendimenti nominali ha generato flussi di reddito effettivi solamente sui titoli di nuova emissione, mentre sui mercati secondari ha avuto impatto – negativo – solo a livello di prezzo.

tale ramo le compagnie stanno riducendo molto le garanzie sulle polizze di nuova emissione. Tale circostanza, se da un lato migliora la situazione in termini di ALM, rischia di avere ricadute negative in termini commerciali.

Le **polizze di tipo linked**, al contrario di quelle rivalutabili, non pongono generalmente problemi di ALM, in quanto il risultato dell'attività di investimento viene interamente attribuito al cliente. Nelle polizze *unit-linked* i premi vengono investiti in un fondo avente caratteristiche simili ai fondi comuni di investimento e con piena autonomia di gestione. La determinazione dell'ammontare delle prestazioni dipende esclusivamente dalla performance del fondo, salvo nei casi in cui venga garantita la restituzione del capitale. Nelle polizze *index-linked* l'ammontare delle prestazioni è invece legato all'andamento di un particolare paniere o portafoglio di attività finanziarie.

Dal momento che durante la crisi finanziaria i risultati negativi di queste polizze sono stati sofferti per intero dai clienti, le compagnie, sebbene esenti da problemi di ALM, hanno risentito dell'elevato tasso di recessi da parte dei clienti e del calo delle nuove sottoscrizioni, che hanno compromesso il reddito da commissioni.²⁰

Le riflessioni fatte dal punto di vista gestionale risultano coerenti con quelle in termini di NAV confrontando le due tipologie di polizze. In entrambi i casi, come sottolineato, il valore di mercato delle attività non è cresciuto o è diminuito a seguito degli effetti della crisi finanziaria. Nel caso delle polizze rivalutabili, la presenza di rendimenti minimi garantiti, in concorrenza con il calo dei tassi *risk-free*, ha aumentato però il valore di mercato delle passività facendo ricadere i costi sugli azionisti, che hanno sofferto una riduzione del NAV. Nel caso delle polizze *linked*, al contrario, gli impegni a favore dei clienti sono legati alla performance degli investimenti. Di conseguenza il valore di mercato delle riserve si è ridotto di pari passo con la riduzione di valore delle attività, senza un impatto marginale sul NAV.

1.4.2. Il Mercato Italiano

Il Mercato Italiano è caratterizzato, all'interno del comparto vita, da una netta prevalenza di polizze aventi finalità di risparmio piuttosto che di copertura dei rischi. Inoltre circa il 75% delle masse gestite prevede forme di garanzia relativamente al rimborso del capitale assicurato o alla rivalutazione dello stesso (cfr. Figura 1.7). Tale circostanza suggerisce che le assicurazioni italiane, in particolare quelle con attività

²⁰ Molti clienti hanno esercitato le opzioni di recesso nonostante tale scelta comportasse delle penalizzazioni in termine di rendimento.

prevalente nei rami vita, dovrebbero aver sofferto, in termini di ALM, le condizioni dei mercati finanziari degli ultimi anni.

In effetti, se si analizza la ripartizione del risultato tecnico complessivo dell'industria assicurativa italiana negli ultimi anni, emerge in modo abbastanza chiaro che il comparto vita ha sofferto più del comparto danni le turbolenze dei mercati finanziari (cfr. Tabella 1.4).

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Risultato tecnico rami danni	2.951	3.302	2.808	2.825	365	228	-399
Risultato tecnico rami vita	2.068	2.490	1.995	1.672	-2.948	3.242	-262
Risultato conti tecnici	5019	5792	4803	4497	-2583	3470	-661

Tabella 1.4: scomposizione del risultato complessivo del settore nei rami vita e danni (dati in € Milioni)
Fonte: statistiche ISVAP. (<http://www.isvap.it/> - sezione statistiche).

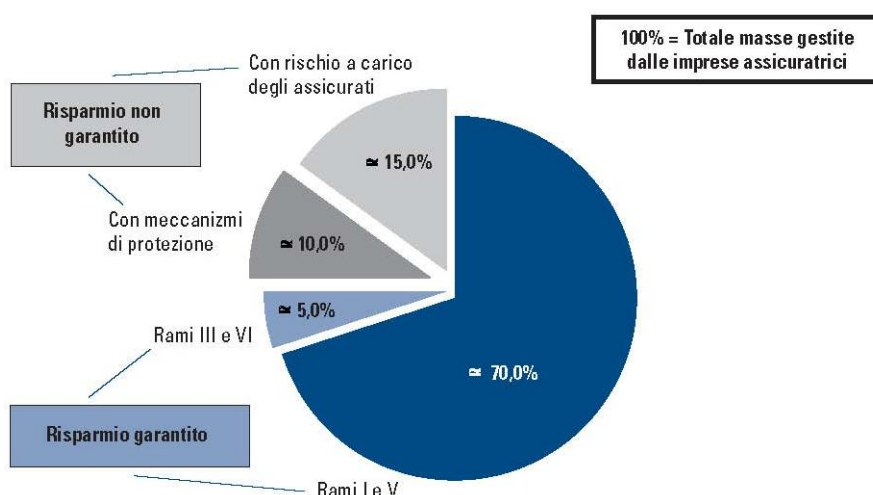


Figura 1.7: percentuale di risparmio garantito sul totale delle masse gestite nel comparto vita in Italia.
Fonte: elaborazioni ANIA su dati ISVAP (ANIA, 2011a)

Analizzando nel dettaglio il risultato dei singoli rami vita è poi possibile evidenziare chiaramente come le polizze rivalutabili (ramo I) siano le principali responsabili di tali perdite (cfr. Tabella 1.5).

Nelle polizze *linked* il rischio degli investimenti è a carico dell'assicurato, di conseguenza il risultato tecnico di ramo è rimasto positivo anche durante gli esercizi, quali il 2007 ed il 2008, in cui l'attività di investimento ha fatto registrare delle perdite. Nelle polizze rivalutabili, al contrario, negli esercizi in cui l'attività di investimento ha

fatto registrare risultati, per quanto positivi, inferiori al 3% delle riserve tecniche,²¹ il risultato complessivo di ramo è stato negativo, dal momento che i rendimenti realizzati sono stati interamente retrocessi agli assicurati, e i fondi rimanenti non sono stati in grado di coprire i costi. (Floreani, 2011).

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
RAMO I (rivalutabili)							
Raccolta netta	13.340	15.618	9.682	-1.829	1.685	35.767	32.150
Utile investimenti / Riserve tecniche	4,1%	3,9%	3,7%	3,8%	1,8%	4,5%	2,8%
Risultato del conto tecnico complessivo / Riserve tecniche	1,17%	0,87%	0,67%	0,53%	-1,30%	0,76%	-0,29%
RAMO III (<i>linked</i>)							
Raccolta netta	11.386	5.592	2.193	232	-4.598	-12.848	-9.285
Utile investimenti / Riserve tecniche	5,4%	7,0%	2,8%	-0,3%	-11,8%	11,3%	4,2%
Risultato del conto tecnico complessivo / Riserve tecniche	0,19%	0,59%	0,54%	0,48%	0,32%	0,86%	0,51%

Tabella 1.5: risultato degli investimenti e risultato tecnico complessivo dei rami vita I e III (dati in € Milioni)
Fonte: ISVAP. (<http://www.isvap.it/> - sezione statistiche).

Tuttavia, mentre il ramo I ha fatto registrare una dinamica positiva in termini di raccolta netta²², proprio in virtù della preferenza da parte degli investitori di prodotti in grado di garantire un rendimento minimo anche in condizioni di mercato avverso, i prodotti *linked* hanno scontato le pesanti perdite sopportate dagli assicurati facendo registrare una raccolta netta pesantemente negativa.

1.4.3. Elevata Volatilità

Un'altra ragione, forse meno evidente ma non per questo meno importante, che ha reso estremamente costoso l'adempimento delle garanzie di conservazione del capitale sui contratti vita è l'elevata volatilità che ha caratterizzato i mercati finanziari negli ultimi anni (cfr. Figura 1.8).

²¹ Le riserve tecniche costituiscono una approssimazione dell'ammontare delle masse gestite.

²² La raccolta netta misura la dinamica della raccolta di nuovi premi al netto delle prestazioni erogate, ovvero il differenziale fra i premi contabilizzati e il totale delle somme pagate agli assicurati (Floreani, 2011).

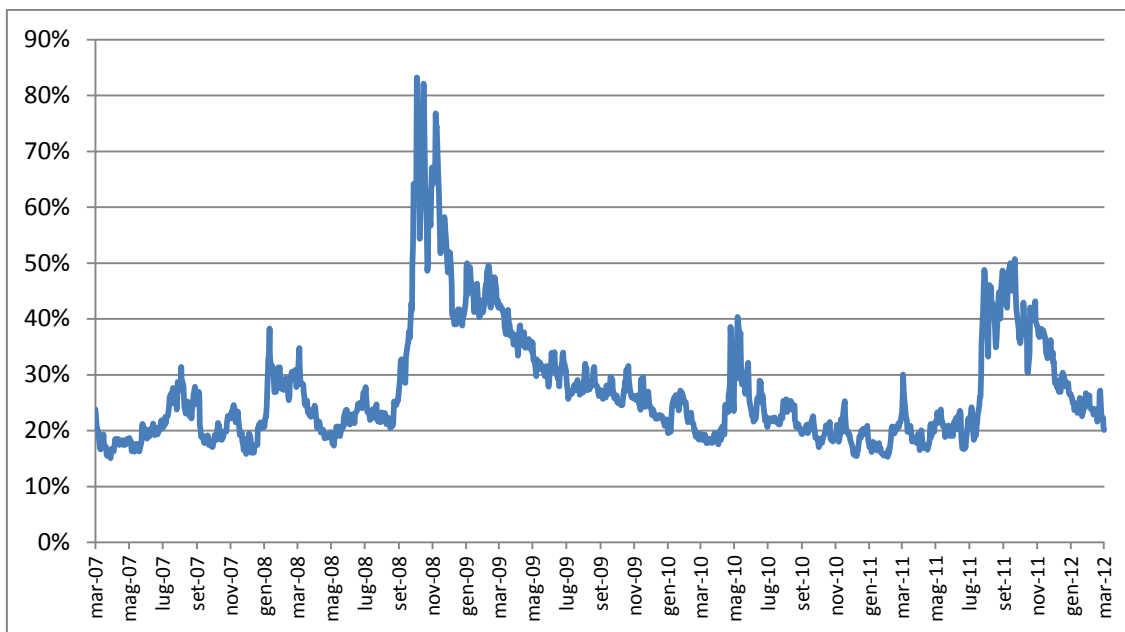


Figura 1.8: indice VMIB.

Fonte: Thomson Reuters DataStream.

Per comprendere il perché è utile rappresentare i contratti che prevedono garanzie come dei portafogli composti da un'attività finanziaria ed un'opzione *put* scritta sulla stessa con un prezzo di esercizio pari all'ammontare minimo che si intende garantire. Se l'attività finanziaria si apprezza l'opzione non viene esercitata e viene realizzato un profitto sul sottostante. Al contrario, se il valore del sottostante scende al di sotto del prezzo di esercizio, l'opzione viene esercitata ed il profitto su di essa compensa la perdita sofferta sul sottostante (cfr Figura 1.9).

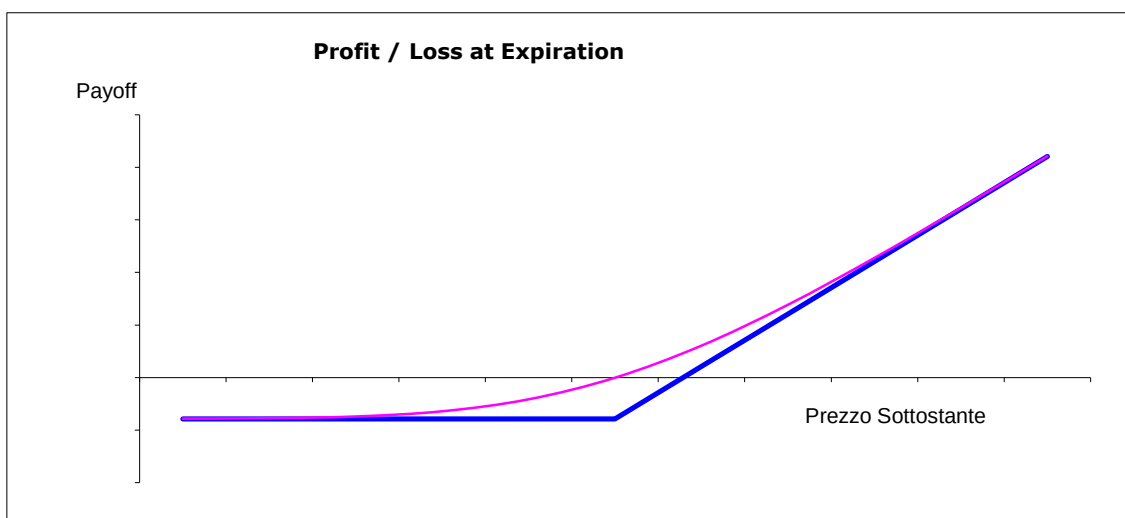


Figura 1.9: payoff di un portafoglio formato da un'attività finanziaria ed un'opzione *put* scritta su di essa.

Le polizze rivalutabili funzionano, dal punto di vista dell'assicurato, in maniera del tutto simile. I premi pagati vengono investiti sui mercati finanziari, ed il risultato dell'investimento viene ripartito fra l'assicurazione ed il cliente. Nel caso in cui il risultato degli investimenti si riveli inferiore a quanto garantito, la garanzia opera automaticamente come un'opzione *put*, e il titolare della polizza usufruisce del rendimento minimo previsto contrattualmente. Pertanto spesso ci si riferisce alle garanzie operanti su questi contratti come a delle opzioni *put* implicite.

Nel caso descritto il rischio sugli investimenti resta in capo all'assicurazione, che si comporta come il soggetto che ha scritto l'opzione. Tuttavia, specialmente alla luce della crescente diffusione dei contratti con rendimenti garantiti, le assicurazioni sono restie a trattenere questi rischi in bilancio, di conseguenza procedono a loro volta a trasferirli ad altri soggetti costruendo delle controcoperture per mezzo di contratti derivati o strategie di trading.

Una precisazione necessaria è che l'acquisto di una opzione *put* comporta il pagamento di un premio. Di conseguenza l'attività di *hedging* non è esente da costi. In particolare il prezzo delle opzioni finanziarie è direttamente proporzionale alla volatilità del sottostante su cui esse vengono scritte. Si può pertanto concludere che un incremento di volatilità sui mercati finanziari rende più costosa la copertura delle garanzie offerte ai clienti.

Tale affermazione non perde la propria validità se si rimuovono le ipotesi semplificatrici e la si applica alla realtà operativa delle assicurazioni. Come si è visto le imprese di assicurazione investono in una varietà di attività reali e finanziarie, costruendo portafogli complessi, per i quali non sono disponibili sul mercato opzioni *put*. Tuttavia il *payoff* di tali opzioni può essere replicato attraverso una strategia di "*delta hedging*" realizzata ribilanciando dinamicamente un portafoglio di attività finanziarie *risk-free* ed il sottostante. Tuttavia, per ragioni di non arbitraggio, il costo di tale strategia deve necessariamente eguagliare il prezzo dell'opzione che imita.²³ Di conseguenza anche il costo di tale strategia aumenta all'aumentare della volatilità del sottostante, rappresentato in questo caso dal portafoglio di attività finanziarie detenute dall'assicurazione.

²³ Cfr. Black e Scholes (1973)

1.5.La Gestione Tecnico-Assicurativa

Analizzare l'andamento della gestione tecnico-assicurativa ed identificare i fattori che ne hanno caratterizzato il risultato durante gli ultimi anni si sostanzia fondamentalmente nell'analisi degli effetti del rallentamento dell'attività economica e delle turbolenze sui mercati finanziari sulla dinamica di premi e sinistri.

A causa delle diverse finalità economiche assolte dai prodotti vita e danni, le variabili che guidano la dinamica di costi e ricavi nei due rami differiscono significativamente. In termini generali la domanda di prodotti assicurativi da parte di famiglie ed imprese, al pari di ogni bene o servizio, è influenzata dal reddito disponibile. Di conseguenza durante un periodo di recessione come quello che ha caratterizzato gli ultimi anni la domanda di prodotti assicurativi dovrebbe mostrare una dinamica negativa, mentre si dovrebbe assistere ad un incremento degli oneri per sinistri legati alle frodi (Schich, 2010). Tuttavia, come sottolineato, ogni ramo è caratterizzato da tendenze specifiche.

1.5.1. Rami Vita

Una delle caratteristiche distintive del comparto vita è la stretta interdipendenza fra gestione tecnico-assicurativa e gestione patrimoniale-finanziaria. Agli assicurati è infatti riconosciuto, in tutto o in parte, il risultato dell'investimento dei premi, che remunera soltanto in via residuale la struttura produttiva ed il capitale di rischio. Di conseguenza, sebbene parlare di gestione tecnico-assicurativa si riduca in sostanza all'analisi della dinamica di premi e sinistri, occorre sottolineare che non solo queste grandezze, ma il risultato tecnico di ramo nel suo complesso dipendono in larga parte dall'andamento della gestione degli investimenti.

Negli ultimi anni il mercato dei prodotti vita, specialmente in Italia, è stato caratterizzato dal progressivo prendere piede di prodotti con finalità previdenziali e di raccolta ed investimento del risparmio, i cui volumi sono cresciuti a danno dei prodotti di natura tradizionale, finalizzati alla copertura di rischi puri²⁴ (Floreani, 2011; cfr. Figura 1.10).

²⁴ Nei rami vita i rischi puri coperti sono quelli afferenti la vita umana, quali ad esempio la morte, l'invalidità o la malattia. In ogni caso anche i prodotti con finalità assicurative pure comprendono una componente di risparmio, data la durata pluriennale delle relative coperture assicurative.

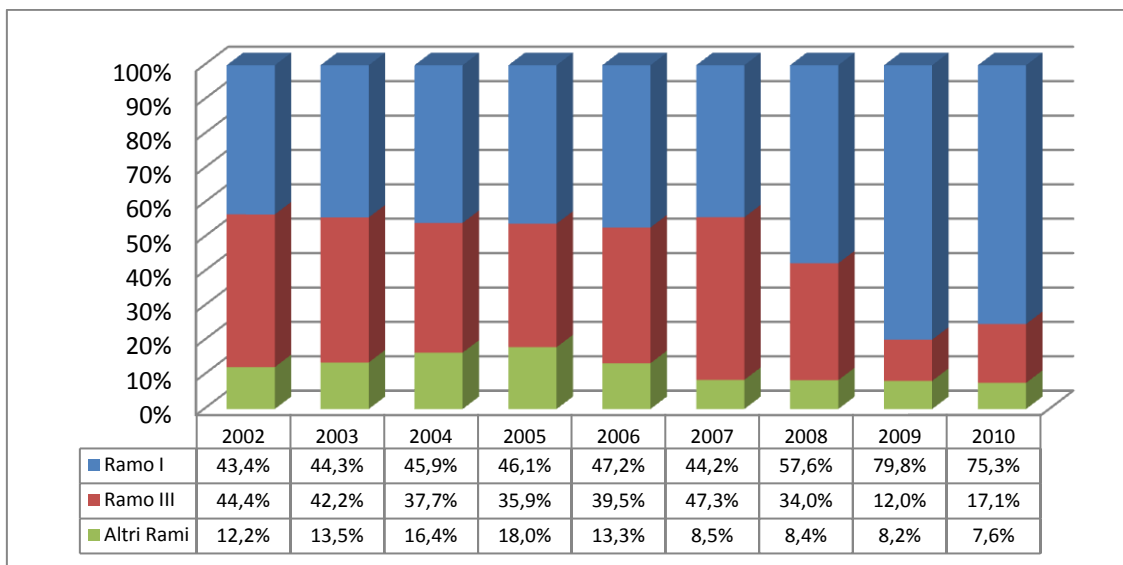


Figura 1.10: incidenza dei premi dei rami I e III sul totale premi del comparto vita
Fonte: ANIA (http://www.ania.it/PUBBLICAZIONI/LxAssicurazione_Italiana.html)

Tale cambiamento nella struttura del settore ha influito visibilmente sui *driver* della domanda, rendendoli assimilabili a quelli della domanda di investimenti finanziari, come la propensione al risparmio delle famiglie e le condizioni dei mercati finanziari. Sotto questo profilo il paragrafo 1.3 ha già messo in luce le turbolenze che hanno caratterizzato i mercati a partire dal 2008; tuttavia anche il rallentamento dell'attività economica, l'aumento della pressione fiscale e la conseguente riduzione del reddito disponibile hanno negativamente condizionato la domanda di attività finanziarie, con riflessi sulle polizze vita.

Alla luce delle considerazioni appena fatte la scelta fra le polizze vita ed altri valori mobiliari può essere definita ed analizzata alla stregua di una scelta di *asset allocation*, ai fini della quale rileva soprattutto il profilo rischio-rendimento delle diverse alternative. La crisi finanziaria e la cattiva performance di numerose *asset class* hanno reso i risparmiatori più avversi al rischio, il che ha avuto effetti benefici sulla domanda dei prodotti vita, in particolare quelli caratterizzati da bassi profili di rischio e dalla presenza di garanzie di conservazione o rivalutazione del capitale (Schich, 2010). Al contrario le polizze *index-linked* e *unit-linked*, in cui il rischio è a carico dell'assicurato, hanno sofferto le condizioni avverse dei mercati finanziari in termini sia di minore raccolta che di maggiori riscatti (OECD, 2011).

Il mercato italiano è risultato in linea con questa tendenza: se da un lato la raccolta del settore vita ha risentito nel suo complesso delle condizioni economiche, sono state in particolare le polizze *linked* del ramo III ad influenzarne negativamente il risultato. La

raccolta delle polizze rivalutabili (ramo I) ha invece conosciuto una crescita sostenuta e continua, in particolare in corrispondenza degli anni caratterizzati da un peggiore andamento dei mercati finanziari, e si è assestata solo nel corso del 2010 (cfr Tabella 1.6).²⁵

Totale Vita	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Premi contabilizzati	62.780	65.627	73.471	69.377	61.439	54.565	81.116	90.102
Variazione % annua premi	13,5%	4,5%	12,0%	-5,6%	-11,4%	-11,2%	48,7%	11,1%
Oneri relativi ai sinistri (-)	25.453	34.313	43.710	57.804	74.316	65.547	57.198	66.802
Raccolta netta	37.327	31.314	29.761	11.573	-12.877	-10.982	23.918	23.300
Ramo I								
Premi contabilizzati	27.788	30.101	33.871	32.746	27.166	31.430	64.741	67.834
Variazione % annua premi	15,8%	8,3%	12,5%	-3,3%	-17,0%	15,7%	106,0%	4,8%
Oneri relativi ai sinistri (-)	14.839	16.761	18.253	23.064	28.995	29.745	28.974	35.684
Raccolta netta	12.949	13.340	15.618	9.682	-1.829	1.685	35.767	32.150
Ramo III								
Premi contabilizzati	26.488	24.756	26.389	27.385	29.053	18.558	9.732	15.408
Variazione % annua premi	7,9%	-6,5%	6,6%	3,8%	6,1%	-36,1%	-47,6%	58,3%
Oneri relativi ai sinistri (-)	7.590	13.370	20.797	25.192	28.821	23.156	22.580	24.693
Raccolta netta	18.898	11.386	5.592	2.193	232	-4.598	-12.848	-9.285

Tabella 1.6: andamento di premi e sinistri del comparto vita e nei suoi principali rami (dati in € Milioni).
Fonte: ANIA (http://www.ania.it/PUBBLICAZIONI/LxAssicurazione_Italiana.html)

Di particolare interesse è anche l'evoluzione degli oneri per sinistri, la cui dinamica è indicativa non soltanto dei pagamenti contrattualmente previsti, ma anche dei riscatti, che segnalano un'uscita volontaria dal contratto da parte del cliente nonostante le penali disincentivanti solitamente previste (Floreani, 2011). Nei casi in cui i sinistri pagati eccedano i premi contabilizzati, come è avvenuto nel caso delle polizze *linked*, la raccolta netta è minore di zero, ovvero si ha una riduzione della massa gestita.

1.5.2. Rami Danni

L'analisi dell'andamento di premi e sinistri del comparto danni alla luce del contesto macroeconomico e finanziario richiede alcune precisazioni preliminari. In primo luogo, a differenza del ramo vita, nel ramo danni i premi dovrebbero, da soli, essere in grado

²⁵ La crescita delle polizze rivalutabili non si è limitata a cannibalizzare la domanda delle polizze *linked*, ma è avvenuta a spese delle forme alternative di impiego del risparmio (Schich, 2010). Come già evidenziato nel §1.3 alla dinamica positiva in termini di raccolta si è associato, nel ramo I, un cattivo risultato in termini reddituali, dovuto alle difficoltà di ALM sperimentate dalle assicurazioni nel fornire i rendimenti minimi garantiti.

di coprire i costi per sinistri e di remunerare la struttura produttiva e distributiva. Il risultato dell'attività di investimento che, per via del ciclo produttivo generalmente di durata annuale, avviene con un orizzonte strategico di durata più breve, è finalizzato invece prevalentemente a remunerare il capitale di rischio, o al più funge da cuscinetto contro eventuali evoluzioni avverse dei sinistri (Luckmann, Goodhind e Burbridge, 2010).

Se da un lato ciò implica che nel comparto danni, a differenza che in quello vita, è possibile analizzare la gestione tecnico-assicurativa autonomamente da quella patrimoniale-finanziaria, è altrettanto vero che la redditività degli investimenti continua ad essere una componente importante ai fini del risultato complessivo di ramo.

Tornando alla gestione tecnico-assicurativa, nel comparto danni le sue principali determinanti sono le politiche di *pricing*, la performance commerciale e l'andamento dei sinistri e degli altri costi. Il risultato tecnico-assicurativo dei rami danni infatti è pari alla differenza fra i ricavi per premi e la sommatoria degli oneri per sinistri e dei costi di distribuzione ed amministrazione. Tale margine viene spesso rappresentato sotto forma di quoziente, ed assume il nome di *combined ratio*, il più usato indicatore di redditività della gestione tecnico-assicurativa:

$$\text{combined ratio} = \frac{\text{oneri per sinistri} + \text{costi di acquisizione} + \text{spese generali}}{\text{premi di competenza}}$$

Quando il *combined ratio* è inferiore all'unità la gestione tecnico-assicurativa è in utile, e l'eventuale utile della gestione patrimoniale viene interamente goduto dagli azionisti.

Il risultato della gestione tecnico-assicurativa può essere ulteriormente scomposto nelle sue componenti elementari.

La dinamica dei premi è funzione non solo della domanda di polizze, e quindi del numero di contratti sottoscritti, ma anche dell'ammontare dei premi unitari, ovvero i prezzi praticati sulle coperture assicurative. Il prezzo delle polizze assume a sua volta una particolare rilevanza, in quanto deve essere adeguato alla copertura dei costi, in larga parte aleatori, il cui ammontare è ignoto al momento del pagamento dei premi.

Per quanto riguarda gli oneri per sinistri, occorre osservare che questi variano non solo in funzione della numerosità degli eventi, ma anche del costo unitario degli stessi. Infine i costi di distribuzione dipendono dal mix distributivo e variano proporzionalmente ai premi, mentre le spese generali tendono ad essere costanti, almeno nel breve periodo.

Sebbene la numerosità e la diversità delle variabili in gioco renda particolarmente difficile isolare le cause del risultato positivo o negativo in un particolare esercizio, si tenterà in ogni caso di verificare, con riguardo al mercato italiano, se e in che misura il contesto economico-finanziario abbia influito sull'andamento del risultato a monte degli investimenti, in particolare sui premi e sui sinistri.

Come affermato all'inizio del paragrafo, la domanda di prodotti del ramo danni dovrebbe, in linea teorica, essere positivamente correlata all'attività economica (Schich, 2010). Tuttavia l'eterogeneità dei rami danni impedisce una trattazione unitaria della dinamica di premi e sinistri, che in più di un caso non è correlata significativamente all'andamento dell'economia, ma legata alle caratteristiche dei rischi assicurati (Impavido e Tower, 2009).

I dati aggregati del mercato italiano confermano un peggioramento della raccolta premi in linea con il rallentamento dell'attività economica (Tabella 1.7). Anche le spese di distribuzione, data la prevalenza del canale agenziale, la cui remunerazione è legata in larga parte ai volumi prodotti, hanno visto una flessione a seguito della riduzione della raccolta premi. L'andamento degli oneri per sinistri, cresciuti molto nel 2008 e nel 2009, apparentemente in seguito ad un aumento delle frodi, appare invece di più difficile interpretazione. Il risultato combinato di queste tendenze è stato un peggioramento del combined ratio e del saldo tecnico, soltanto in parte compensato dall'utile degli investimenti²⁶.

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Premi contabilizzati	35.411	36.309	37.184	37.655	37.453	36.685	35.852
<i>var %</i>		2,54%	2,41%	1,27%	-0,54%	-2,05%	-2,27%
Oneri relativi ai sinistri	24.549	24.841	25.861	26.079	27.538	28.973	26.785
<i>var %</i>		1,19%	4,11%	0,84%	5,59%	5,21%	-7,55%
Spese di gestione e distribuzione	8.058	8.392	8.660	9.191	9.158	9.053	8.747
<i>var %</i>		4,14%	3,20%	6,13%	-0,36%	-1,15%	-3,38%
Saldo tecnico del lavoro diretto	1.603	1.888	1.324	1.162	-341	-2.091	-925
Utile investimenti	1.917	1.991	1.854	1.924	774	2.368	1.039
Risultato del conto tecnico diretto	3.520	3.879	3.178	3.086	433	277	114
Combined ratio	93,3%	92,7%	94,0%	94,7%	98,7%	103,7%	100,2%

Tabella 1.7: principali grandezze economiche del comparto danni in Italia (dati in € Milioni).

Fonte: ANIA (http://www.ania.it/PUBBLICAZIONI/LxAssicurazione_Italiana.html).

²⁶ Per un'analisi del risultato della gestione patrimoniale-finanziaria, cfr. il § 1.3.

Maggiori evidenze possono essere ricavate dall'analisi dei singoli rami danni. In Italia il ramo più importante sotto il profilo dimensionale è l'**RC Auto**, il cui peso relativo è pari a quasi la metà dell'intero comparto danni (cfr. Tabella 1.8). Su tale ramo è opportuno condurre un'analisi specifica anche alla luce del fatto che il gruppo Fondiaria-Sai ne è leader, con una quota del mercato nazionale superiore al 23% ed un peso dei premi RC Auto sul totale premi danni di gruppo pari ad oltre il 55% nel 2010.

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
RC Auto e Veicoli Marittimi	51,1%	50,1%	49,5%	48,4%	47,1%	46,3%	47,4%
RC Generale	8,5%	8,6%	8,7%	8,6%	8,9%	9,1%	8,6%
Infortuni	8,2%	8,2%	8,3%	8,5%	8,5%	8,7%	8,5%
Corpi Veicoli Terrestri	8,9%	8,7%	8,6%	8,7%	8,6%	8,5%	8,3%
Altri Danni ai Beni	6,5%	6,5%	6,7%	6,8%	7,3%	7,4%	7,3%
Incendio	6,1%	6,3%	6,3%	6,2%	6,3%	6,4%	6,6%
Malattia	4,5%	4,7%	4,9%	5,4%	5,8%	6,0%	6,1%
Altri Rami Danni	6,4%	6,8%	6,9%	7,2%	7,6%	7,5%	7,3%

Tabella 1.8: peso % dei premi contabilizzati nei principali rami sul totale dei premi del comparto danni in Italia.

Fonte: ANIA (http://www.ania.it/PUBBLICAZIONI/LxAssicurazione_Italiana.html)

Nel ramo RC Auto, dopo tre anni caratterizzati da un andamento negativo, nel 2010 la raccolta premi ha conosciuto una piccola crescita (4,5% a grandezze omogenee; cfr. Tabella 1.9). Data la natura obbligatoria dell'assicurazione RC auto, la domanda aggregata di polizze a livello di mercato è tendenzialmente non elastica rispetto al prezzo, ma varia in funzione del numero di veicoli in circolazione.²⁷ Nonostante la crisi economica abbia causato il differimento del rinnovo del parco veicoli in Italia, rallentando le nuove immatricolazioni, il risultato in termini netti è stato pari approssimativamente a zero. In presenza di una domanda costante e non influenzata dalla recessione la variazione dei premi dipende esclusivamente dal prezzo medio delle polizze, che, sulla base dei dati ANIA (2011a), è aumentato per la prima volta nel 2010, dopo diversi anni consecutivi di prezzi decrescenti.

²⁷ Il numero di veicoli in circolazione aumenta in corrispondenza delle nuove immatricolazioni ma diminuisce in corrispondenza delle rottamazioni. Il saldo netto di queste due grandezze determina la variazione del parco veicoli nazionale.

<i>(dati in € milioni)</i>	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Var. % omogenea 09/10
Premi contabilizzati	18.087	18.198	18.416	18.239	17.637	16.994	16.996	
<i>var %</i>		0,61%	1,20%	-0,96%	-3,30%	-3,65%	0,01%	4,50%
Oneri relativi ai sinistri	14.375	14.284	14.588	14.732	14.672	15.106	14.566	
<i>var %</i>		-0,63%	2,13%	0,99%	-0,41%	2,96%	-3,58%	1,93%
Spese di gestione e distribuzione	3.169	3.235	3.276	3.346	3.275	3.208	3.132	
<i>var %</i>		2,08%	1,27%	2,14%	-2,12%	-2,05%	-2,37%	2,50%
Saldo tecnico del lavoro diretto	224	386	256	-55	-433	-1.583	-1.255	
Combined ratio	97,4%	96,6%	97,3%	99,1%	101,0%	107,7%	105,7%	

Tabella 1.9: principali grandezze economiche del ramo RC Auto in Italia (dati in € Milioni). La colonna “variazione % omogenea” contiene i tassi di variazione delle diverse grandezze depurati dall’effetto dell’uscita dal mercato nazionale di due operatori, e la conseguente assegnazione dei loro portafogli a rappresentanze italiane di imprese con sede legale al di fuori dell’UE.

Fonte: ANIA (http://www.ania.it/PUBBLICAZIONI/LxAssicurazione_Italiana.html).

Per quanto riguarda gli oneri per sinistri si è invece registrata, con l’eccezione del 2008, una lenta ma continua crescita tendenziale in linea con l’inflazione e apparentemente non correlata all’andamento dell’economia. La sinistrosità complessiva deve essere analizzata con riguardo sia al numero complessivo dei sinistri denunciati sia al loro costo medio.

La frequenza dei sinistri denunciati che, fino al 2006 aveva conosciuto un calo continuo per via delle politiche a favore della sicurezza sulle strade, è aumentata durante la crisi finanziaria a causa dell’accresciuta incidenza delle frodi (ANIA, 2011a). Il 2010 ha fatto segnare, per la prima volta dal 2006, una flessione del dato, probabilmente legata al minore traffico veicolare a seguito dall’aumento del costo dei carburanti e della diffusione della pratica dell’autoliquidazione per i sinistri di modesta entità a seguito dell’aumento del costo delle polizze (ANIA, 2011a).

L’andamento del costo medio per sinistro ha invece visto un aumento nel 2010, dopo tre anni di calo. Tale dato trova spiegazione nell’introduzione delle nuove tabelle di risarcimento dei danni fisici alla persona recentemente adottate dai principali tribunali.

Il *combined ratio* di ramo, che ne riassume l’andamento tecnico complessivo, è visibilmente peggiorato durante gli ultimi anni. Come si è visto, però, tale peggioramento è solo in parte da ascrivere alla crisi economica, mentre è dipeso in larga parte dalle specificità del ramo stesso.

2. Le cause Interne

2.1.Introduzione

La redditività media di un settore può essere spiegata in funzione dell'intensità delle forze competitive che vi operano (Porter, 2008). L'alternarsi dei cicli economici ed i cambiamenti strutturali e tecnologici modificano nel tempo le forze competitive, con effetti sulle prospettive reddituali. Il settore assicurativo, come illustrato nel Capitolo 0, risente dei cicli economici in particolar modo attraverso il risultato dell'attività di investimento ed in misura minore per tramite della dinamica di premi e sinistri. Tuttavia, come sottolineato, si è rivelato uno dei comparti del sistema finanziario meno colpiti dalla crisi (OECD, 2011).

Ciò che si è invece tralasciato di sottolineare è il fatto che, all'interno di un settore, le prestazioni dei singoli *player* possono differire anche significativamente l'una dall'altra, a seconda della capacità delle singole imprese di anticipare, neutralizzare e idealmente sfruttare le evoluzioni sia cicliche sia strutturali dell'ambiente esterno. Le teorie economico-manageriali racchiudono questo concetto nella visione secondo cui sono le risorse e le competenze a spiegare la dispersione dei risultati delle singole imprese attorno alla media del settore (Collis e Montgomery, 1995).

L'applicazione di questo approccio all'analisi delle crisi d'impresa porta a riconsiderare l'importanza relativa delle cause interne ed esterne. Durante un periodo di crisi quasi tutte le imprese registrano perdite a causa della dinamica ambientale avversa. Nelle imprese più solide e redditizie le perdite tendono tuttavia ad essere più limitate, e la fase critica viene superata erodendo i cuscinetti di capitale accumulati durante la fase positiva del ciclo. Al contrario, nelle imprese caratterizzate da vulnerabilità specifiche le perdite tendono ad erodere i mezzi propri fino al punto in cui, per continuare l'attività, si rende necessaria la provvista di nuove risorse finanziarie, in assenza delle quali si profila il rischio di fallimento²⁸.

Il gruppo Fondiaria-Sai appartiene senz'altro al secondo gruppo di imprese, in quanto ha affrontato la crisi finanziaria gravato da numerose debolezze interne. Questo capitolo ha lo scopo di individuare e spiegare tali debolezze e misurarne gli effetti. E'

²⁸ Nel settore finanziario, in cui i clienti sono portatori di interessi ritenuti da parte dell'ordinamento giuridico meritevoli di tutela, come la protezione del risparmio, della previdenza o della copertura assicurativa, la normativa e le autorità di vigilanza operano per evitare che le crisi si risolvano in fallimenti.

infatti convinzione di chi scrive che ogni possibile piano di salvataggio non possa che muovere dalla rimozione dei fattori interni che hanno portato alla crisi.

Nel settore finanziario, più che nel settore industriale, la complessità dell'attività caratteristica fa sì che a monte delle debolezze economico-finanziarie quasi sempre vi siano cause di ordine manageriale ed organizzativo. Tale considerazione ben si adatta alla realtà del gruppo Fondiaria-Sai, in cui le criticità gestionali derivano almeno in parte dalle politiche perseguite dall'azionista di maggioranza al fine di estrapolare quanto più valore e benefici possibili dal gruppo. Tali pratiche ed azioni sono state spesso perpetrate a danno delle minoranze azionarie e degli altri *stakeholder*, e nel lungo periodo hanno compromesso l'economicità e la solvibilità di FonSai.

Molte di queste pratiche sono strettamente interconnesse, e le finalità di volta in volta perseguite andrebbero sempre interpretate contestualizzandole nel quadro generale. Tuttavia, per facilitare l'esposizione, è opportuno separare le criticità di "alto livello" da quelle più tipicamente operativo-gestionali, dal momento che le prime precedono logicamente e cronologicamente le seconde. Ci si riferisce in particolare agli obiettivi ed alla cultura manageriale del soggetto economico, la famiglia Ligresti, che hanno trovato manifestazione nei seguenti aspetti:

- una struttura proprietaria piramidale articolata e complessa, caratterizzata dalla presenza di debito ai vari livelli della catena di controllo, partecipazioni incrociate, società residenti in paradisi fiscali ed un ridotto livello di trasparenza;
- l'inadeguatezza e la scarsa indipendenza ed incisività dei presidi di *Corporate Governance* a tutela delle minoranze azionarie e degli *stakeholder* all'interno sia degli organi che delle funzioni amministrative e di controllo;
- l'inadeguatezza e la scarsa indipendenza del *top management*.

Tali criticità a livello societario, manageriale ed organizzativo hanno permesso all'azionista di maggioranza di compiere una serie di politiche ed azioni a livello gestionale finalizzate al conseguimento dei propri obiettivi ma spesso lesive dell'equilibrio patrimoniale ed economico-finanziario del gruppo. Sono state queste, materialmente, le cause dirette della crisi di FonSai:

- un mix degli investimenti caratterizzato da un peso eccessivo dei comparti *Equity* e *Real Estate*, contraddistinti il primo da un'esposizione eccessivamente concentrata su alcune importanti società del listino italiano ed il secondo da tassi di rendimento inferiori alle medie del settore;

- una politica di sottoriservazione nel comparto danni finalizzata alla generazione di utili fittizi da distribuire, sotto forma di dividendi, a monte della catena di controllo;
- il compimento di transazioni infragruppo e con parti correlate a condizioni tali da prefigurare in più di un caso deliberati trasferimenti di ricchezza dalle società quotate verso i gradini più alti della catena di controllo.

L'effetto combinato di queste scelte gestionali ha portato nel tempo ad un indebolimento patrimoniale del gruppo. Di conseguenza, al sopraggiungere della crisi finanziaria, quando si sono resi necessari un adeguamento delle riserve tecniche e gravosi *impairment* sui titoli azionari ed obbligazionari, le perdite hanno rapidamente consumato gli esigui cuscinetti di capitale, rendendo conclamato lo stato di crisi.

I paragrafi che seguono hanno l'obiettivo di esaminare una per una le principali criticità individuate.

2.2.Storia dell'Imprenditore e del Gruppo

Analizzare la carriera imprenditoriale di Salvatore Ligresti ed indagare la storia di Fondiaria e di Sai prima della loro fusione esula dagli obiettivi di questo elaborato, addicendosi senz'altro di più ad un'indagine giornalistica. Tuttavia occorre considerare che parte degli aspetti patologici a causa dei quali il gruppo necessita oggi di un salvataggio può essere ricondotta al *mismanagement* da parte dell'azionista di maggioranza. Di conseguenza una breve digressione sulla storia della società e della parabola imprenditoriale di Salvatore Ligresti può senz'altro aiutare a comprendere quanto emergerà nel prosieguo.

Fondiaria-Sai nasce nel 2002 dalla fusione per incorporazione di Fondiaria in Sai, con cui la Famiglia Ligresti, già azionista di riferimento di Sai, acquisisce, attraverso la holding di famiglia Premafin, il controllo del terzo gruppo assicurativo italiano, leader nel ramo RC Auto. Tuttavia tale fusione rappresenta solamente un punto intermedio nella lunghissima carriera imprenditoriale di Salvatore Ligresti.

Originario di Paternò, in Sicilia, Salvatore Ligresti arriva a Milano negli anni '50, dove inizia a costruire la propria fortuna nel settore immobiliare, diventando rapidamente uno dei personaggi di spicco del boom edilizio del dopoguerra. La sua entrata nel settore delle assicurazioni risale al 1978, quando rileva la Sai dalla Liquigas di Raffaele Ursini. La Liquigas, un conglomerato le cui attività spaziavano dal petrolchimico alla finanza,

nel 1976 aveva rilevato la Sai dalla famiglia Agnelli, ma era presto tracollata per un eccessivo indebitamento.²⁹ Negli anni '80, dopo l'acquisizione della Sai, Ligresti è a capo di un gruppo di dimensioni estremamente rilevanti presente nel settore assicurativo, immobiliare, sanitario ed alberghiero, grazie al quale entra nella classifica di *Forbes* come uno degli uomini più ricchi di Italia. Oltre alle attività imprenditoriali inizia ad accumulare anche un portafoglio di piccole ma significative partecipazioni strategiche, fra cui Cir, Pirelli, Italmobiliare, Italcementi e Agricola Finanziaria. Tali partecipazioni gli consentono di sedere nei CdA ed influenzare la Governance di alcune delle più importanti società quotate del panorama finanziario ed industriale italiano, intessendo una fitta rete di relazioni ed alleanze.

Il settore delle costruzioni, vero motore trainante del gruppo, è anche il canale che gli costa il coinvolgimento in alcune vicende giudiziarie. Nel 1987 e nel 1989 viene condannato in primo grado per lottizzazioni abusive e violazioni urbanistiche commesse nell'ambito di alcuni grandi progetti immobiliari a Milano. Ben più grave la condanna passata in giudicato per concorso in corruzione inflittagli dal tribunale di Milano nel 1992 nel corso del processo "Mani Pulite", in esecuzione della quale trascorre anche alcuni mesi in carcere. Le sentenze dispongono il sequestro ed il blocco di numerosi cantieri, che portano il gruppo, già estremamente indebitato, sull'orlo dell'insolvenza.

Durante gli anni '90 Mediobanca è coinvolta a più riprese in un lungo e difficile processo di ristrutturazione, a valle del quale il ceto bancario accetta la conversione ed il riscadenzamento dei debiti del gruppo in cambio della cessione ed il realizzo di quasi tutto il business immobiliare ed il conferimento in pegno prima del 51% delle azioni di Premafin e poi del 17% di quelle Sai. La Grassetto, un tempo il perno attorno al quale ruotavano tutte le attività immobiliari del gruppo, viene liquidata dopo la cessione degli asset di valore all'imprenditore Gavio. Quanto agli immobili riconducibili a Premafin, vengono anch'essi scorporati e ceduti alle banche creditrici. Nel frattempo l'ing. Ligresti, non più in possesso dei requisiti di onorabilità, cede il 30% circa di Premafin ai tre figli, che assumono anche i principali incarichi di amministrazione delle società del gruppo, il cui asset principale è ormai la grande società di assicurazioni con le sue partecipazioni strategiche.

²⁹ Le circostanze nell'ambito delle quali si perfezionò la cessione del 15% della SAI restano ad oggi almeno in parte non chiarite. Ursini, indagato per il crack Liquigas, riuscì a perfezionare il trasferimento prima di lasciare l'Italia. Dieci anni dopo, tuttavia, lo stesso Ursini, rientrato in patria, avanzò pretese sul 10% della SAI, sostenendo di aver simulato la cessione a suo tempo. Nel 1994 la Corte d'Appello di Milano ha definitivamente stabilito che le richieste di Ursini non fossero ammissibili, e che pertanto il pacchetto conteso doveva restare a Salvatore Ligresti.

Nel Luglio del 2001 si concretizza per la famiglia Ligresti l'opportunità di crescere significativamente per vie esterne, attraverso l'acquisto di una quota rilevante della assicuratrice fiorentina "la Fondiaria", nel cui bilancio si trovano il pacchetto di controllo di Milano Assicurazioni e diverse partecipazioni strategiche, fra cui il 4% circa di Mediobanca. Fondiaria è controllata da Montedison, la quale però sta per essere oggetto di un'OPA da parte di FIAT, per effetto della quale il gruppo torinese verrebbe indirettamente in possesso anche della partecipazione in Mediobanca, circostanza non gradita alla *merchant bank* milanese. Con l'assistenza di Mediobanca, che coordina l'aumento di capitale di Premafin ed organizza un prestito subordinato di €400 Milioni a Sai, la compagnia di Ligresti rileva da Montedison il 6,7% di Fondiaria e si impegna a comprare il restante 22,2%. Tuttavia la Consob rileva l'esistenza di un patto di consultazione tacito fra Mediobanca e Sai ed obbliga le due società a lanciare un'OPA, che può essere evitata soltanto con una fusione fra Sai e Fondiaria. Anche l'ISVAP si esprime negativamente, giudicando l'acquisto del pacchetto di controllo di Fondiaria lesivo per l'equilibrio patrimoniale di Sai, salvo nel caso in cui l'acquisto sia al servizio di una fusione fra le due società. Tuttavia, scelta la via della fusione, la trattativa per determinare i concambi è lunga e difficoltosa, e l'operazione rischia di sfumare quando Montedison diffida Sai a rispettare l'impegno di acquisto sul 22% di Fondiaria, minacciando in alternativa di cedere il pacchetto alla Toro Assicurazioni, facente capo al gruppo FIAT. La famiglia Ligresti riesce tuttavia a trovare una cordata in grado di acquistare *pro tempore* il pacchetto³⁰ in attesa dell'accordo definitivo sulla fusione, che viene deliberata a Maggio 2002. Grazie al rafforzamento della partecipazione in Sai prima della fusione ed all'ottima gestione della trattativa sui concambi, la famiglia Ligresti evita di diluire la propria partecipazione nella nuova entità post *merger*. Premafin infatti mantiene saldo il controllo sulla neonata Fondiaria-Sai, con un pacchetto di oltre il 40%, e assieme a Mediobanca, che controlla quasi l'11%, è in grado di determinarne da sola Governance e gestione.

A seguito della fusione Mediobanca si ritrova ad essere azionista di due fra i principali gruppi assicurativi italiani. Nel 2002 è infatti contemporaneamente azionista di riferimento delle Generali, con una partecipazione complessiva pari a circa il 13%, secondo azionista di FonSai, con un pacchetto dell'11% circa; ed è creditrice sia della controllante Premafin, con una linea di credito da €200 Milioni, che della controllata FonSai con un subordinato da €400 Milioni. FonSai è a sua volta azionista sia di Generali che di Mediobanca, con una quota del capitale rispettivamente pari al 2,4%

³⁰ Si tratta delle società JP Morgan, Interbanca e di Francesco Micheli.

ed al 4,1%.

Tale intricato groviglio di partecipazioni e finanziamenti mette in allarme l'Antitrust, che ritiene tale configurazione lesiva della concorrenza nel settore delle assicurazioni. Di conseguenza l'organo di vigilanza chiede a Mediobanca e Premafin di cedere complessivamente il 9,9% del nuovo gruppo.

Mediobanca quindi dapprima vende l'8,9% di FonSai, stipulando contestualmente derivati creditizi in base ai quali continua per cinque anni a percepirne i dividendi e a ricevere gli effetti economici delle oscillazioni del titolo; successivamente trasferisce ad Unicredit e Capitalia l'esposizione creditizia verso Premafin, la quale a sua volta cede sul mercato il rimanente 1% di FonSai necessario per rispettare gli obblighi del regolatore. A valle di queste transazioni il gruppo assume la sua configurazione attuale, che vede Premafin azionista di maggioranza con il 38,5% del capitale di FonSai.³¹

Negli anni successivi alla fusione la performance di FonSai è incoraggiante, e consente alla famiglia Ligresti di recuperare parte del patrimonio immobiliare ceduto alle banche durante la ristrutturazione degli anni '90. Si configurano così le tre anime che ad oggi ancora caratterizzano il gruppo. L'attività assicurativa è il settore principale, e si snoda attraverso FonSai, la controllata Milano ed altre società minori. L'attività immobiliare viene raggruppata sotto l'Immobiliare Lombarda, una controllata di Milano Assicurazioni, e si espande grazie anche all'acquisto del 33% di Igli, a cui fa capo il *contractor* Impregilo. Infine le partecipazioni finanziarie, detenute per la maggior parte all'interno di FonSai.

2.3.Struttura societaria e Catena partecipativa

Una delle principali criticità che caratterizzano l'attuale conformazione del gruppo è la struttura della catena partecipativa e degli assetti proprietari, il cui obiettivo è di permettere all'azionista di riferimento di conservare il controllo sulle società con il minimo l'impiego di risorse proprie. Tale finalità viene perseguita attraverso i seguenti accorgimenti:

- una struttura piramidale a più livelli articolata e complessa;
- ampio ricorso al finanziamento bancario a tutti i livelli della catena partecipativa;
- patto parasociale Premafin fra i componenti della famiglia Ligresti;

³¹ A valle dell'aumento di capitale FonSai dell'estate 2011 la quota in capo a Premafin è scesa al 35,8%.

- ricorso alle azioni di risparmio in FonSai;
- acquisto e detenzione di azioni proprie e partecipazioni incrociate fra i vari gradini della catena di controllo.

Se da un lato queste strategie sono state efficaci al fine di blindare il controllo del gruppo, la struttura che ne è risultata è eccessivamente complessa, non trasparente e poco sostenibile nel lungo periodo. Uno degli aspetti più critici è l'elevato indebitamento bancario nelle società prive di attività operative, il cui servizio è reso possibile solo dal continuo flusso di dividendi delle controllate. Il rischio principale è che emergano incentivi distorti ad estrapolare quanto più valore possibile dalle società quotate, anche quando queste non generino effettivamente utili.

L'approfondimento di questi aspetti non può che cominciare con una breve analisi della **struttura del gruppo** (cfr. Figura 2.1 e Tabella 2.1).

La famiglia Ligresti controlla ufficialmente il 50,22% della capogruppo quotata **Premafin**. I tre figli di Salvatore (Giulia Maria, Gioacchino Paolo e Jonella) controllano altrettante società con sede in Lussemburgo titolari ciascuna del 10% circa di Premafin.³² I tre sono anche intestatari, al pari del padre Salvatore, di quote paritetiche pari ciascuna al 25% della società Starlife SA, con sede in Lussemburgo, la quale controlla indirettamente il 20% circa di Premafin. Le società che detengono direttamente la partecipazione sono Sinergia Holding SpA, con sede a Roma, con una quota del 10,2%, e Immobiliare Costruzioni Im.Co. SpA, sempre con sede a Roma, titolare del 9,8% di Premafin. Dalle comunicazioni rese a Consob risulta che il soggetto posto al vertice della catena partecipativa è, per entrambe le società, la lussemburghese Starlife SA. Tuttavia come si diceva la partecipazione non è diretta. Azionisti diretti di Sinergia risultano infatti la fiduciaria Fidirevisa Italia SpA, la Compagnia Fiduciaria Nazionale e la Minoritaria Holding Investment (cfr. Tabella 2.2). Azionisti di Im.Co. risultano invece le società Sinergia Immobiliare, Iniziative Immobiliari Centro e Mermer International (cfr. Tabella 2.3).

³² Le azioni di proprietà delle tre società, Canoe, Limbo e Hike risultano intestate alla Compagnia Fiduciaria Nazionale, intestataria complessivamente del 30% di Premafin.

Dichiarante ovvero soggetto posto al vertice della catena partecipativa	Azionista Diretto		Quota % su Capitale Ordinario	Quota % Intestazione a Terzi	
	Denominazione	Titolo di Possesso		Intestatario	Quota %
THE HERITAGE TRUST (Trust regolato dalla legge delle Bahamas di cui risulta sole trustee il Sig. Giancarlo De Filippo)	WIFER ANSTALT	Proprieta'	0.360		
	TRANSISLHMIAN TECHNOLOGIES INC.	Proprieta'	0.140		
	TOWNTOP INVEST LIMITED	Proprieta'	1.801		
	THORNTON GROUP SA	Proprieta'	1.652		
	ULERO ANSTALT	Proprieta'	1.720		
	SCHEIB ANSTALT	Proprieta'	0.381		
	REGIONAL CONTROL INC	Proprieta'	1.278		
	PANAMERICAN INDUSTRIES INC	Proprieta'	1.200		
	NOLERA ANSTALT	Proprieta'	1.553		
	HUBBARD CORPORATION	Proprieta'	0.785		
	DARLIS ANSTALT	Proprieta'	0.299		
	ANIF ANSTALT	Proprieta'	0.980		
	Totale		12.149		0.000
BOLLORE' VINCENT MARIE CLAUDE HENRI	FINANCIERE DU PERGUET SAS	Proprieta'	2.283		
	FINANCIERE DE L'ODET SA	Proprieta'	2.732		
	Totale		5.015		0.000
COMPAGNIA FIDUCIARIA NAZIONALE SPA	COMPAGNIA FIDUCIARIA NAZIONALE SPA	Int. conto terzi	30.017		
	Totale		30.017		0.000
LIGRESTI GIOACCHINO PAOLO	LIMBO INVEST SA	Proprieta'	10.005	COMP. FIDUCIARIA NAZIONALE SPA	10.005
	Totale		10.005		10.005
LIGRESTI GIULIA MARIA	CANOE SECURITIES SA	Proprieta'	10.005	COMP. FIDUCIARIA NAZIONALE SPA	10.005
	Totale		10.005		10.005
LIGRESTI JONELLA	HIKE SECURITIES SA	Proprieta'	10.005	COMP. FIDUCIARIA NAZIONALE SPA	10.005
	Totale		10.005		10.005
STARLIFE SA	IMMOBILIARE COSTRUZIONI IM.CO. SPA	Proprieta'	9.776		
	SINERGIA HOLDING DI PARTECIPAZIONI SPA	Proprieta'	10.229		
	Totale		20.005		0.000
PREMAFIN FINANZIARIA SPA H.P.	MILANO ASSICURAZIONI SPA	Proprieta'	2.232		
	SAIFIN SAI FINANZIARIA SPA	Proprieta'	0.016		
	FONDIARIA - SAI SPA	Proprieta'	4.469		
	Totale		6.717		0.000
EVER GREEN SECURITY TRUST (Trust regolato dalla legge delle Bahamas i cui trustees sono International Private Corporate Trustees Inc., Diversified Properties Ltd. e Safeharbour Corporate Directors and Protectors Inc.)	MIDCO GLOBAL INVESTMENT LIMITED	Proprieta'	1.240		
	MEAGAN ASSETS SA	Proprieta'	0.298		
	KAILAR GLOBAL INVESTMENT LIMITED	Proprieta'	0.439		
	HENNEL STIFTUNG	Proprieta'	0.129		
	ALEMBERT ASSOCIATES SA	Proprieta'	1.180		
	KASTENBERG ANSTALT	Proprieta'	0.272		
	WILBOR ANSTALT	Proprieta'	1.015		
	VARIMA TRUST REG.	Proprieta'	0.857		
	ELBIDA ESTABLISHMENT	Proprieta'	0.964		
	EVER GREEN SECURITY TRUST	Int. conto terzi	1.451		
	Totale		7.845		0.000
TOTALE			100.000		

Tabella 2.1: Azionariato Premafin – partecipazioni rilevanti
Fonte: Consob

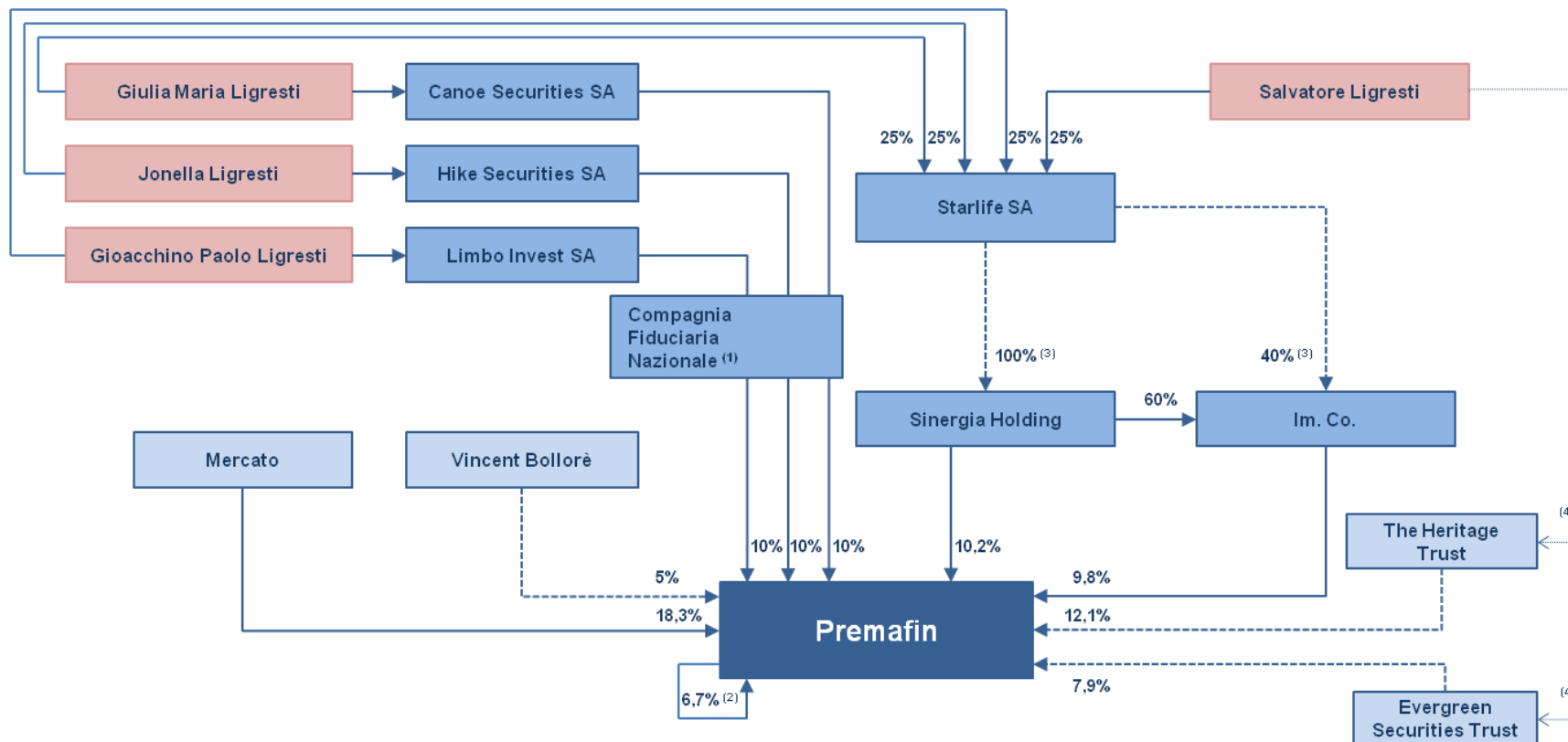


Figura 2.1: La struttura del gruppo: azionariato di Premafin a Gennaio 2012. Le linee tratteggiate indicano controllo indiretto.

(1) Le azioni di proprietà di Canoe Securities, Hike Securities e Limbo Invest risultano intestate alla Compagnia Fiduciaria Nazionale.

(2) Il 6,7% delle azioni di Premafin sono detenute, direttamente ed indirettamente, dalla controllata FonSai (il 4,5% direttamente ed il 2,2% da Milano Assicurazioni).

(3) Dalle dichiarazioni rese da Premafin a Consob il soggetto posto al vertice della catena partecipativa delle società Sinergia ed Im.Co. è la società Starlife. Tuttavia in entrambi i casi la partecipazione non è diretta. Azionisti diretti di Sinergia risultano le società Fidirevisa Italia SpA e la Compagnia Fiduciaria Nazionale; titolari del 40% di Im.Co. non detenuto da Sinergia risultano la Iniziative Immobiliari Centro e la Mermer International (cfr. Tabella 2.2 e Tabella 2.3).

(4) Come emerso dai rilievi di Consob e della procura di Milano tali quote siano riconducibili a Salvatore Ligresti, unico beneficiario fra il 1993 ed il 2003 del trust Mapam, già proprietario dell'8% di Premafin poi ceduto a The Heritage Trust e co-trustee di Evergreen Security Trust.

Fonti: rielaborazioni personali su dati Consob, banche dati Aida e bilanci consolidati Premafin.

Azionisti di Sinergia	Paese	Azionariato	
		Diretto (%)	Totale(%)
FIDIREVISA ITALIA SPA	IT	76,81	n.d.
COMPAGNIA FIDUCIARIA NAZIONALE SPA	IT	18,18	n.d.
MINORITARIA HOLDING AND INVESTMENTS S.A.	IT	5,00	n.d.

Tabella 2.2: azionariato Sinergia Immobiliare SpA
Fonte: banche dati Aida

Azionisti di Im.Co.	Paese	Azionariato	
		Diretto (%)	Totale(%)
SINERGIA HOLDING DI PARTECIPAZIONI S.P.A.	IT	60,00	n.d.
COMPAGNIA FIDUCIARIA NAZIONALE SPA	IT	-	25,77
INIZIATIVE FINANZIARIE IMMOBILIARI CENTRO IFICEN SPA	IT	25,76	n.d.
MERMER INTERNATIONAL S.A.	n.d.	14,23	n.d.

Tabella 2.3: azionariato Immobiliare Costruzioni Im.Co. SpA
Fonte: banche dati Aida

L'11 Novembre 2005 le società che fanno capo alla Famiglia Ligresti, ovvero Canoe, Hike, Limbo, Sinergia ed Im.Co. hanno sottoscritto un **patto parasociale** avente ad oggetto la loro partecipazione in Premafin. L'accordo comprende un patto di consultazione, un sindacato di voto ed un sindacato di blocco attraverso cui la famiglia ha regolato i propri rapporti interni. Fra i vincoli previsti va segnalato il divieto di vendita, alienazione o cessione a terzi delle azioni sindacate o il trasferimento dei diritti ed esse relativi, che ha l'obiettivo di blindare il controllo della capogruppo anche nell'eventualità di dissidi interni alla famiglia.

Un ulteriore 20% del capitale di Premafin è detenuto, in quote inferiori al 2% ciascuna, da 21 società estere residenti in Liechtenstein e nelle Bahamas. A quanto risulta dalle dichiarazioni rese da Premafin alla Consob, i soggetti posti al vertice della catena partecipativa sono due trust regolati dalla legge delle Bahamas: **The Heritage Trust** ed **Evergreen Security Trust**, a cui vengono ricondotte quote pari rispettivamente al 12,15% ed al 7,85% di Premafin.

La titolarità di tali quote è stata recentemente oggetto di verifica da parte di Consob, che ha obiettato che queste sono ancora riconducibili alla figura di Salvatore Ligresti, nonostante quest'ultimo abbia dichiarato, nel 1993, di essere passato dal 74% al 50% di Premafin. La Commissione ha però ricostruito che una quota pari all'8,3% fu ceduta al "*The Monarch Asset Protection and Asset Management Trust (Mapam)*, di cui Ligresti è stato Protector e beneficiario unico dal 20 febbraio 1993, data di costituzione

dello stesso, fino al 26 maggio 2003”, dimostrando di fatto che le azioni erano rimaste nella disponibilità della Famiglia. Mapam, che ha ceduto nel corso degli anni le azioni a The Heritage Trust, è risultata anche essere *co-trustee* di Evergreen Security Trust, che ad oggi detiene il 7,9% di Premafin. Ad oggi beneficiario di Heritage risulta il sig. Giancarlo De Filippo, il quale peraltro è anche presidente di Minoritaria Holding Investment, la società spagnola controllata dalla lussemburghese Starlife che controlla Sinergia. Il 22 Febbraio 2012 Consob, dopo aver richiesto senza successo a Salvatore Ligresti di pubblicare un comunicato stampa in merito alle partecipazioni detenute dai Trust, ha provveduto essa stessa ad informare il mercato degli esiti delle verifiche effettuate.

Alla luce degli accertamenti il 70% del capitale di Premafin, e non il 50% come sostenuto, sarebbe riconducibile alla famiglia Ligresti. In particolare la quota riconducibile a Salvatore Ligresti sarebbe pari ad oltre il 20%, ben più consistente del 2% circa detenuto indirettamente tramite Starlife. L'occultamento di tale quota è rilevante non soltanto sotto il profilo dell'omessa comunicazione al mercato e l'ostacolo alle autorità di vigilanza, ma sarebbe avvenuta anche in violazione del regime autorizzativo previsto per l'assunzione di partecipazioni rilevanti in imprese di assicurazione. Tale espediente ha inoltre permesso di escludere una porzione significativa del capitale di Premafin dal pegno concesso alle banche creditrici nell'ambito della ristrutturazione degli anni '90. Infatti il pacchetto Premafin in mano alla holding Sinergia serve a garantire €100 milioni di debito bancario contratto dalla holding.

La Commissione ha inoltre ipotizzato che i trust siano stati utilizzati per manipolare le quotazioni di Premafin. Consob ha infatti ravvisato numerose anomalie analizzando la loro operatività sul titolo fra Novembre 2009 e Settembre 2010. In quel periodo, mentre FonSai passava da oltre 13€ a meno di 8€, bruciando quasi il 45% del suo valore, la controllante Premafin conteneva la svalutazione complessiva a meno del 20% (cfr Figura 2.2). Tale divergenza non solo contraddice l'evidenza empirica comunemente osservata in circostanze simili³³, ma appare ancora più inspiegabile alla luce del fatto che la partecipazione in FonSai è il principale asset di bilancio di Premafin. La commissione ha riscontrato che nel periodo preso in analisi il 20% degli scambi sul titolo erano movimentati da Heritage ed Evergreen, molto attivi in particolare nell'asta di chiusura. Tuttavia, a dispetto delle frequenti compravendite, le loro quote di

³³ I principali studi empirici in materia di gruppi di società quotate sottolineano come la performance della controllante sia generalmente peggiore della sua controllata in termini sia di valore che di rendimento. Per maggiori dettagli sul fenomeno, noto come *Holding Discount*, cfr. fra gli altri Kobayashi e Yamada (2000).

partecipazione in Premafin sono rimaste sostanzialmente stabili. Se verificata, tale condotta prefigurerebbe l'illecito di manipolazione operativa del mercato, perseguita con lo scopo di evitare che, a seguito della perdita di valore delle azioni costituite in pegno presso le banche, queste ultime richiedessero alla Famiglia ulteriori garanzie o la inducessero a cedere parte della partecipazione e destinare il provento a ridurre l'esposizione debitoria di Sinergia ed Im.Co.

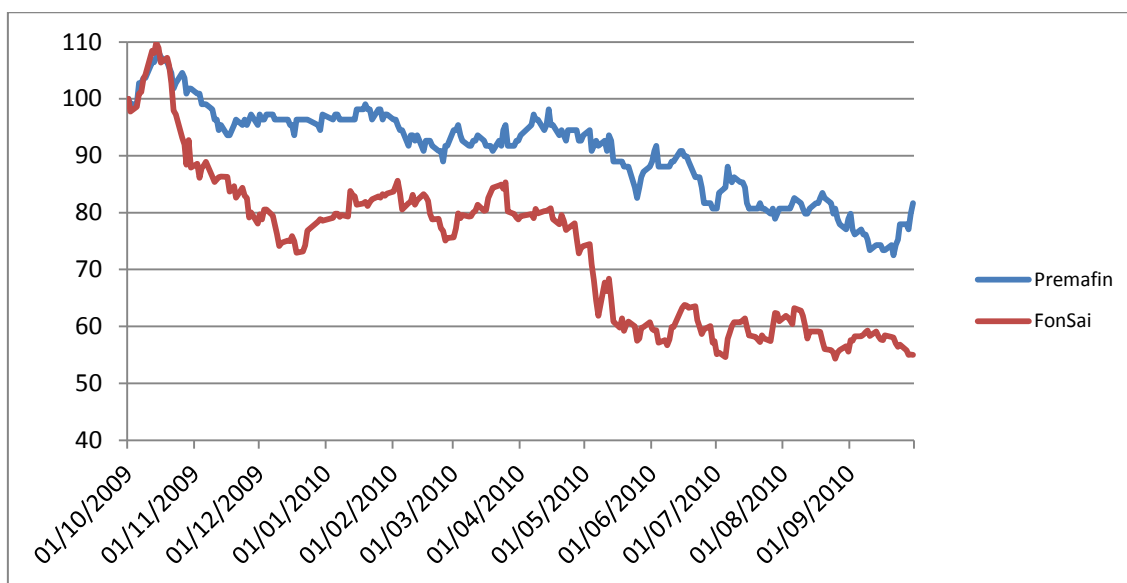


Figura 2.2: andamento dei titoli FonSai e Premafin fra Ottobre 2009 e Settembre 2010. Base=100 in data 1/10/2009.

Fonte: rielaborazione personale su dati Yahoo Finance.

In effetti tali rilievi sono stati fatti propri dalla procura di Milano, la quale, nell'ambito di un'inchiesta partita inizialmente dall'ipotesi di reato per ostacolo alle autorità di vigilanza a carico di Salvatore Ligresti, si è allargata all'intera struttura proprietaria di Premafin, culminando il 17 Aprile, come si vedrà nel paragrafo 2.4.3, con la richiesta di fallimento per le holding Sinergia ed Im.Co.

Nell'istanza di fallimento il PM Luigi Orsi ribadiva, con riguardo ad Heritage ed Evergreen, che *“la Consob ha segnalato l'andamento anomalo delle quotazioni delle azioni emesse dalla Premafin tra il novembre 2009 e il settembre 2010. La commissione ha accertato che in detto arco di tempo una serie di enti giuridici esteri (...) hanno sistematicamente acquistato azioni Premafin in asta di chiusura in modo tale da determinare il prezzo del titolo, al rialzo. Le azioni Premafin garantivano infatti una parte consistente dei debiti delle holding, ed i rapporti di credito fra Sinergia Im.Co. e le banche finanziatrici prevedevano covenant in ragione dei quali la diminuzione del prezzo delle azioni Premafin avrebbe imposto il rimborso dei crediti o la dazione di*

ulteriori garanzie. Il decremento di prezzo dei titoli Premafin avrebbe peraltro costretto Sinergia e Im.Co. a svalutare la partecipazione nei loro bilanci."³⁴

A valle di tali rilievi il 19 aprile il 20% di Premafin detenuto dai due trust veniva sequestrato dalla Guardia di Finanza, e Salvatore Ligresti e Giancarlo de Filippo venivano indagati per agiotaggio.

Tornando al quadro della struttura proprietaria di Premafin, questo è completato dal 5% del capitale sociale che fa capo a Vincent Bolloré ed il restante 18,3% polverizzato sul mercato. Infine il 6,7% delle azioni di Premafin sono detenute, direttamente ed indirettamente, dalla controllata FonSai, e sono pertanto prive del diritto di voto.³⁵

A valle di Premafin, dopo l'aumento di capitale di Luglio 2011, la struttura del gruppo è quella rappresentata in Figura 2.3. Il 74,2% del capitale sociale di **FonSai** è rappresentato da azioni ordinarie, il restante 25,8% da azioni di risparmio. Premafin risulta l'azionista di riferimento, con una partecipazione pari al 35,8% delle azioni ordinarie. Il secondo azionista è Unicredit, con il 7% delle azioni ordinarie. Il restante 50% circa di azioni ordinarie è flottante. Una quota del 2% è detenuta dal fondo Amber Capital, un importante investitore istituzionale statunitense specializzato attivo nel *public e private equity* in Italia. FonSai è a sua volta azionista di maggioranza di **Milano Assicurazioni**, con una quota pari al 63,4% del capitale ordinario. Il rimanente 36,6% è flottante.

Fra gli strumenti utilizzati per blindare il controllo del gruppo risaltano le **azioni di risparmio** e la detenzione di **azioni proprie**. L'utilizzo di partecipazioni incrociate infragruppo è intenso e permette di sottrarre alla contendibilità ed al voto in assemblea il 6,7% delle azioni di Premafin ed il 3,9% delle azioni ordinarie di FonSai (cfr. Figura 2.3). Infatti Milano Assicurazioni detiene il 2,7% di FonSai ed il 2,2% di Premafin. FonSai invece detiene l'1,2% di azioni proprie ed il 4,5% di Premafin.

Quanto alle azioni risparmio, partendo dalla società più a valle della catena partecipativa, in Milano Assicurazioni queste costituiscono una frazione pari al solo 5,3% del capitale sociale, pertanto sono uno strumento solo residuale ai fini del controllo. L'elevata quota di partecipazione detenuta dalla controllante FonSai (63,4%) è infatti in grado di per sé di rendere la società non contendibile.

³⁴ Cfr. istanza di fallimento per Sinergia ed Im.Co. presentata al tribunale fallimentare di Milano ed in parte pubblicata su "Il Sole 24 Ore" del 20 Aprile 2012.

³⁵ Il 4,5% di Premafin è posseduto direttamente da FonSai, il 2,2% attraverso Milano Assicurazioni. Come sarà meglio analizzato più avanti l'acquisto di azioni proprie riduce l'ammontare di risorse necessarie per esercitare il controllo sul gruppo.

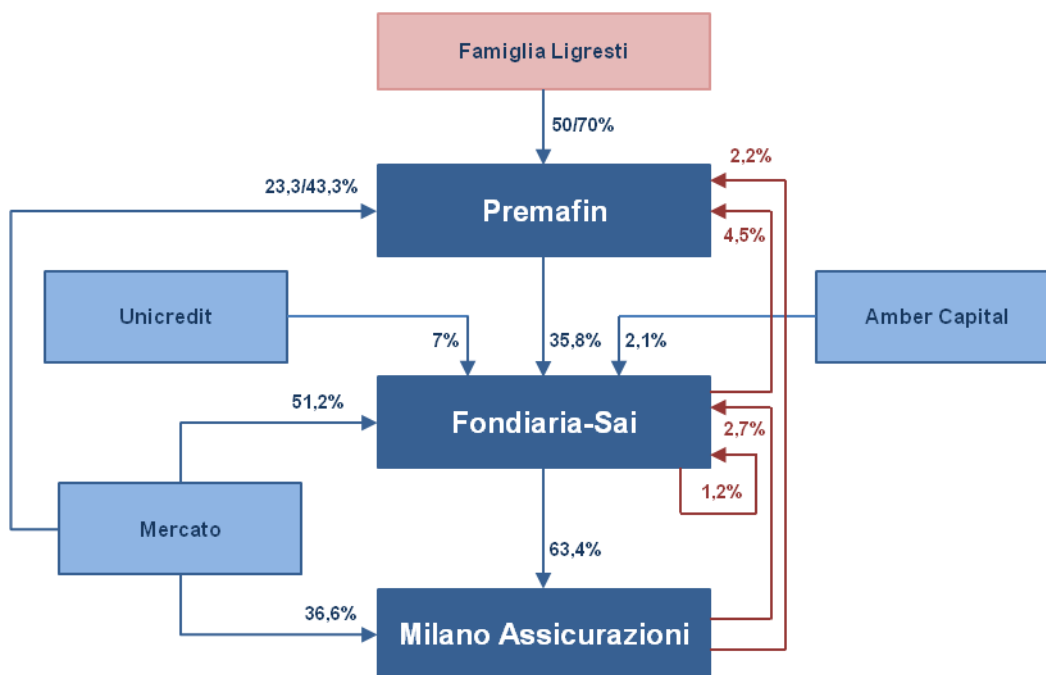


Figura 2.3: la struttura del gruppo: le società quotate. (Gennaio 2012)
Fonte: rielaborazioni dell'autore su dati Consob, Aida e bilanci delle società.

Al contrario il controllo di FonSai, di cui Premafin detiene meno del 36% delle azioni ordinarie, è assicurato proprio dall'utilizzo delle azioni di risparmio e dell'acquisto di azioni proprie, in cui il diritto di voto è rispettivamente assente e sospeso. Per effetto di questi due accorgimenti Premafin gode del 37,3% dei voti in assemblea ordinaria sebbene il suo investimento ammonti in effetti al 26,6% del capitale sociale (cfr. Tabella 2.4).

Un simile meccanismo viene utilizzato anche in Premafin, in cui la Famiglia Ligresti controlla il 53,6% dei voti in assemblea con una partecipazione effettiva pari al 50%.

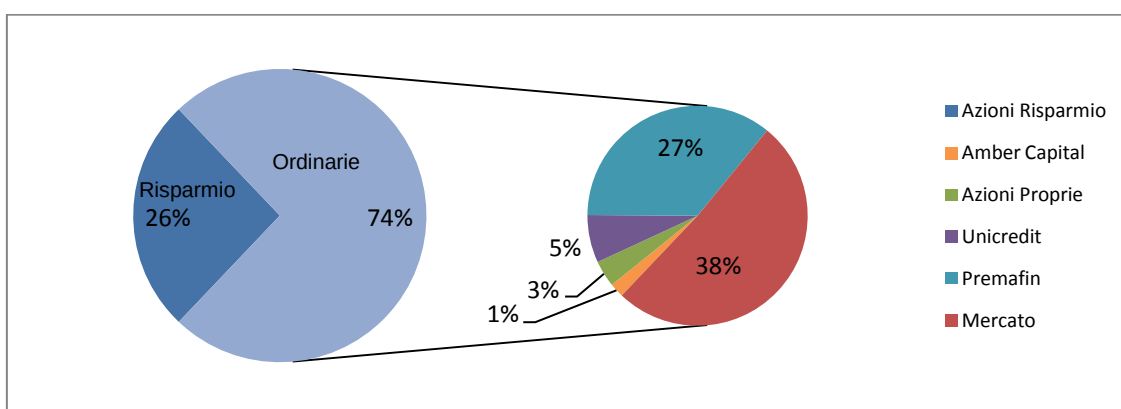


Figura 2.4: Azioni di risparmio ed azioni ordinarie in FonSai (Gennaio 2012).
Fonte: rielaborazioni dell'autore su dati Consob.

Fondiaria-Sai			
	Capitale Sociale	Capitale Ordinario	Capitale Votante
Premafin	26,6%	35,8%	37,3%
Unicredit	5,2%	7,0%	7,3%
Amber Capital	1,6%	2,1%	2,2%
Mercato	38,0%	51,2%	53,3%
Azioni Con diritto di Voto	71,3%	96,1%	100,0%
Azioni Proprie	2,9%	3,9%	
Capitale Ordinario	74,2%	100,0%	
Azioni di Risparmio	25,8%		
Capitale Sociale	100,0%		

Tabella 2.4: azionariato e capitale votante in FonSai (Gennaio 2012).
Fonte: rielaborazioni dell'autore su dati Consob.

Premafin		
	Capitale Sociale	Capitale Votante
Canoe Securities	10,0%	10,7%
Hike Securities	10,0%	10,7%
Limbo Invest	10,0%	10,7%
Sinergia Holding	10,2%	10,9%
Im.Co.	9,8%	10,5%
Famiglia Ligresti	50,0%	53,6%
The Heritage Trust	12,1%	13,0%
Evergreen Securities Trust	7,9%	8,5%
Famiglia Ligresti (presunto)	70,0%	75,1%
Vincent Bollorè	5,0%	5,4%
Mercato	18,3%	19,6%
Azioni Con diritto di Voto	93,3%	100,0%
Azioni Proprie	6,7%	
Capitale Sociale	100,0%	

Tabella 2.5: azionariato e capitale votante in Premafin (Gennaio 2012).
Fonte: rielaborazioni dell'autore su dati Consob.

I dati illustrati confermano quindi che questi strumenti si sono rivelati estremamente efficaci al fine di garantire il controllo della società con il minimo impiego di capitale e compatibilmente con le disposizioni di vigilanza prudenziale.

Nel mese di Febbraio 2012 l'azionariato di Fondiaria-Sai ha subito un cambiamento a seguito dell'acquisto da parte di Sator e di Palladio Finanziaria di due pacchetti azionari rispettivamente pari a circa il 3% ed il 5% del capitale ordinario. Le due società, che hanno effettuato l'acquisto nell'ambito della loro proposta di salvataggio

del gruppo FonSai, hanno poi stipulato un patto di consultazione con il quale si impegnano a partecipare alla ricapitalizzazione di FonSai³⁶.

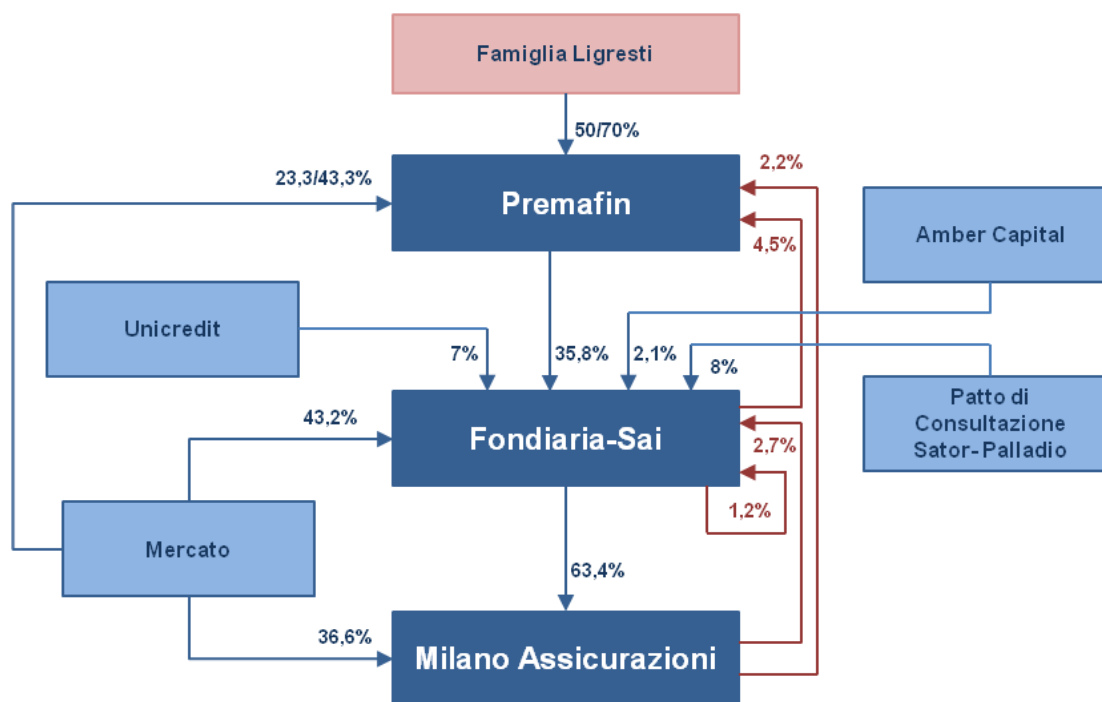


Figura 2.5: la struttura del gruppo: le società quotate. (Marzo 2012)
Fonte: rielaborazioni personali su dati Consob, Aida e bilanci delle società.

2.4.Indebitamento Finanziario

Un altro meccanismo attraverso cui viene perseguita la minimizzazione dei costi del controllo è una struttura societaria piramidale basata sulla leva finanziaria. L'esposizione complessiva del gruppo verso gli istituti di credito ammonta a €2,1Mld, cifra che aumenta ad oltre €2,4Mld se si considerano anche le società a monte di Premafin.

Il paragrafo si concentra solo sulle posizioni principali, tralasciando su quelle di minore importo o concesse a società di scarsa rilevanza. Tale approccio è giustificato dall'obiettivo, che in questa parte dell'opera non è una ricognizione esaustiva di tutte le esposizioni, ma quello di mostrare come il soggetto economico abbia utilizzato l'indebitamento finanziario per mantenere il controllo sul gruppo con un impiego di risorse relativamente limitato. Se da un lato tale strategia è efficace ai fini che si

³⁶ Sia la proposta sia il patto di consultazione saranno oggetto di approfondimento nella seconda parte dell'elaborato, avente ad oggetto il salvataggio del gruppo.

propone, essa è fonte di vulnerabilità che possono essere addotte fra le cause della crisi del gruppo.

Prima di analizzare la situazione delle singole società occorre precisare che l'indebitamento, sebbene trovi la sua ragione ultima nell'intenzione di conservare gli assetti proprietari, assolve a funzioni diverse a seconda del livello della catena di controllo in cui è stato contratto. Nelle società che esercitano l'attività assicurativa l'inversione del ciclo finanziario dovrebbe generare un solido autofinanziamento della gestione tecnica. Fondiaria-Sai risulta però esposta per oltre 1 Miliardo di Euro verso gli istituti di credito. Come si illustrerà tale esposizione non serve a sopperire ad un effettivo fabbisogno finanziario, quanto piuttosto a colmare la carenza di mezzi propri rispetto alle necessità regolamentari. Nelle società a monte della catena di controllo, molte delle quali esercitano esclusivamente l'attività di holding di partecipazioni, l'indebitamento invece ha pura finalità di leva: permette cioè di assumere più partecipazioni a parità di mezzi propri.

2.4.1. Fondiaria-Sai

Come anticipato poco sopra, una delle peculiarità del processo produttivo delle imprese di assicurazione è il fenomeno dell'inversione del ciclo finanziario. Di conseguenza, dal momento che la gestione risulta finanziata dall'emissione delle passività tecniche, vale a dire le polizze, *“il ricorso a prestiti di varia natura ha, o almeno dovrebbe avere, carattere di eccezionalità, riconducibile a condizioni patologiche del processo di gestione, con gravi squilibri economici e finanziari che costringono il soggetto aziendale a far uso di finanziamenti esterni”* (Cappiello, 2008; pag. 179). Tuttavia FonSai risulta esposta verso Mediobanca per complessivi €1,05Mld di prestiti subordinati (cfr. Tabella 2.6).

Come emerge osservando l'ultima colonna della tabella, la finalità di tali prestiti non è tanto il finanziamento della gestione tecnica, quanto piuttosto il raggiungimento di un margine di solvibilità sufficiente a soddisfare i requisiti regolamentari. In sostanza, come nelle holding del gruppo, anche in FonSai il ricorso all'indebitamento è finalizzato a minimizzare il costo del controllo. Negli anni successivi alla fusione del 2002 il neonato gruppo FonSai presentava una carenza di mezzi propri rispetto ai requisiti di vigilanza prudenziale. La Famiglia Ligresti non disponeva delle risorse finanziarie necessarie per ricapitalizzare la società, ma allo stesso tempo non era disposta a ridurre la propria partecipazione. Di conseguenza, per evitare aumenti di capitale che

sarebbero risultati diluitivi per l'azionista di controllo, ricorse a più riprese a forme di debito assimilate al capitale dal punto di vista regolamentare.³⁷ Tuttavia i prestiti subordinati costituiscono soltanto un surrogato del capitale di rischio nel ruolo di cuscinetto ammortizzatore nei confronti delle perdite inattese (Cappiello, 2008).³⁸ Infatti, sebbene postergati nel rimborso rispetto a tutte le altre passività, non hanno la medesima capacità di assorbire le perdite rispetto al capitale di rischio, dal momento che sono onerosi anche nel caso in cui il risultato economico dell'esercizio sia negativo.³⁹

Importo (€ Mln)	Accensione	Rimborso	Base	Spread	Utilizzo ai fini del calcolo del Margine di Solvibilità
400	23/07/2003	23/07/2023	Euribor 6m	180 bps	inclusi nella misura del 50% del minor valore tra margine disponibile e margine richiesto
100	20/12/2005	20/12/2025	Euribor 6m	180 bps	inclusi nella misura del 25% del minor valore tra margine disponibile e margine richiesto
300*	22/06/2006	22/06/2026	Euribor 6m	180 bps	inclusi nella misura del 25% del minor valore tra margine disponibile e margine richiesto
250	14/07/2008	perpetuo	Euribor 6m	350 bps	inclusi nella misura del 50% del minor valore tra margine disponibile e margine richiesto

Tabella 2.6: prestiti subordinati accessi da FonSai.

(*) Il prestito subordinato acceso nel 2006 è stato sottoscritto per €150Mln direttamente da FonSai, e per €150Mln da Milano Assicurazioni.

Fonte: bilanci civilistici FonSai, anni vari.

Se il ricorso ai prestiti subordinati ha permesso di evitare negli anni aumenti di capitale per oltre un Miliardo, con un risparmio pro-quota per Premafin di circa €400 Milioni, questa scelta ha però esposto FonSai e Milano Assicurazioni ai rischi derivanti da un livello di leva finanziaria insolitamente elevato per il settore nonché in costante aumento nel corso degli anni (cfr Figura 2.6). Come noto un incremento della leva finanziaria permette di migliorare la redditività del capitale proprio, ma solo a

³⁷ Il regolamento ISVAP n. 19/2008, che ha sostituito la precedente normativa, disciplina gli elementi patrimoniali ammissibili ai fini del calcolo del margine di solvibilità disponibile. Mentre il capitale sociale versato, le riserve legali e statutarie e gli utili dell'esercizio e portati a nuovo sono computati per intero, i prestiti subordinati sono ammissibili "sino a concorrenza del 50% del margine di solvibilità disponibile o, se inferiore, del margine di solvibilità richiesto." I prestiti subordinati che prevedono una scadenza fissa e non rispettano altre condizioni previste dal decreto sono ammessi nella misura massima del 25%.

³⁸ La funzione dei mezzi propri è infatti quella di assorbire eventuali perdite derivanti da svalutazioni inattese dell'attivo o aumenti dell'entità del passivo. Il primo rischio è comune a tutti gli intermediari finanziari, deriva dall'attività di investimento sistematicamente posta in essere dalle assicurazioni e può essere declinato in rischio di mercato e rischio di credito. Al contrario il rischio che le passività si rivelino maggiori di quanto previsto è tipico dell'attività assicurativa, e deriva alternativamente da errori di previsione oppure da aumenti imprevedibili della frequenza e del costo dei sinistri.

³⁹ Nel solo esercizio 2011, segnato da una perdita consolidata pari ad oltre un miliardo di Euro FonSai ha pagato agli istituti di credito circa €41Mln di interessi passivi.

condizione che la gestione operativa sia più redditizia del costo delle passività. Se il risultato della gestione non è soddisfacente, gli oneri finanziari costituiscono un costo fisso, peggiorando il risultato netto. Da un punto di vista finanziario tale espediente non crea valore se non in misura pari ai benefici fiscali del debito, in quanto alla migliore redditività potenziale si accompagna un incremento del livello di rischio.

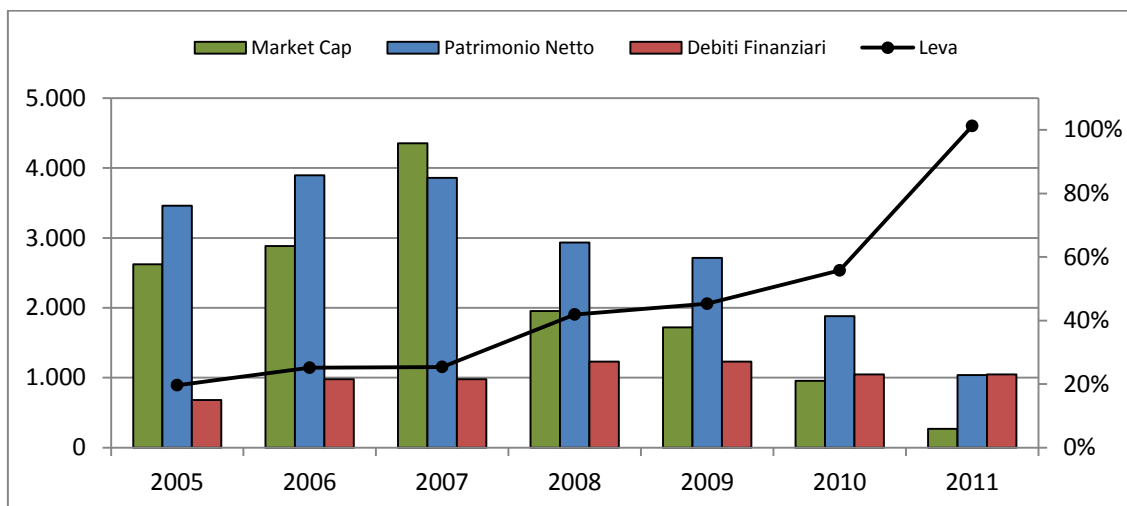


Figura 2.6: indebitamento e leva finanziaria nel gruppo FonSai (dati in € Milioni).
Fonte: bilanci consolidati Fondiaria-Sai, anni vari.

2.4.2. Premafin

L'art. 2 dello statuto descrive l'oggetto sociale della capogruppo. L'attività caratteristica di Premafin consiste nell'esercizio, *“non nei confronti del pubblico, delle attività di assunzione di partecipazioni in imprese, Società, enti, consorzi ed associazioni”*. Il punto b) del medesimo articolo indica che la società esercita anche *“la promozione e lo sviluppo di attività immobiliari”*. Tuttavia ad una rapida analisi dei bilanci della società emerge subito come sostanzialmente la sua reale ed unica attività sia detenere la partecipazione in Fondiaria-Sai (cfr. Tabella 2.7). Di per sé il fatto che la partecipazione in FonSai pesi per quasi il 90% dell'attivo non sorprende, dal momento che Premafin è una holding di partecipazioni.

Ciò che rende la società vulnerabile è invece il sistematico ricorso all'indebitamento, finalizzato ancora una volta consentire il controllo di Fondiaria-Sai con il minimo dispendio di risorse proprie. Infatti, come emerge dalla Tabella 2.7, il valore di bilancio della partecipazione in FonSai è sistematicamente superiore al 130% del patrimonio netto. Ciò significa che in media quasi un quarto della partecipazione è stato finanziato dall'indebitamento bancario.

	2010	2009	2008	2007	2006	2005
Partecipazioni	911,4	977,6	981	983,2	970,2	1004,9
<i>di cui in FonSai</i>	853,8	900,6	900,6	886,5	886,5	890,6
% attivo	89%	87%	86%	82%	84%	83%
% patrimonio netto	147%	132%	131%	128%	132%	140%
Altre Immobilizzazioni	23,4	24	19,5	17,3	15,6	6
Capitale Circolante Netto	22,5	31,4	45,5	85,2	75,2	57,7
Fondi per rischi ed oneri e TFR	(48,7)	(32,3)	(27,1)	(21,6)	(22,0)	(22,4)
Attivo	908,6	1000,7	1018,9	1064,1	1039	1046,2

	2010	2009	2008	2007	2006	2005
Patrimonio Netto	581,7	684,5	688,4	691,3	669,9	636,1
Debiti ed altre passività	326,9	316,2	330,5	372,8	369,1	410,1
Passivo e Patrimonio Netto	908,6	1000,7	1018,9	1064,1	1039	1046,2

	2010	2009	2008	2007	2006	2005
Proventi da Partecipazioni	4,1	24,2	39,8	52,6	55,2	44,5
<i>di cui dividendi da FonSai</i>	0,1	18,7	33,2	50,8	46,6	42,8
Altri proventi finanziari	0,4	0,6	3,4	2,4	1,2	1,5
Interessi Passivi ed Oneri Finanziari	-28,2	-18	-25,1	-19,1	-15,7	-14,4
Proventi/Oneri Finanziari	-23,7	6,8	18,1	35,9	40,7	31,6
Rettifiche di Valore	-66	-4	-5,8	-3,2	0	54
Altri oneri e proventi netti di gestione	-13,5	-7,2	-10,2	-9,5	-8,9	-23,2
Risultato Attività Ordinaria	-103,2	-4,4	2,1	23,2	31,8	62,4
Imposte	0,4	0,5	1,1	4,4	6,9	0,2
Risultato Netto	-102,8	-3,9	3,2	27,6	38,7	62,6

Tabella 2.7: Stato Patrimoniale e Conto Economico di Premafin – dati di sintesi (dati in € Milioni) .
Fonte: bilanci civilistici Premafin, anni vari.

Al 31/12/2010 l'esposizione verso le banche ammontava a circa €322,5 Milioni.⁴⁰ La circostanza che in una holding il 30% dell'attivo sia finanziato dalle banche pone almeno due problemi. Il primo, di natura reddituale e finanziaria, emerge osservando il conto economico semplificato riportato in Tabella 2.7. La principale voce di costo della società è costituita dagli interessi passivi sui finanziamenti bancari, il cui ammontare non è mai stato inferiore, negli ultimi anni, agli €15 Milioni. L'unica fonte di ricavo per far fronte a tale spesa sono i proventi delle partecipazioni, la quasi totalità dei quali è rappresentata dai dividendi pagati dalla controllata FonSai. Nel caso in cui quest'ultima non sia in grado di distribuire utili sufficienti al servizio del debito, la società è in perdita. Se da un punto di vista economico tale situazione può essere sostenuta anche per più di un esercizio, lo stesso non può dirsi dal punto di vista

⁴⁰ Dall'allegato 1.2 all'accordo stipulato fra Premafin ed Unipol Gruppo Finanziario in data 29/1/2012 emerge che il contratto di finanziamento, originariamente concluso il 22/12/2004, esteso in data 22/12/2010 ed ulteriormente modificato il 10/5/2011 ammonta ad €322,5 Milioni, ed ha come controparte un pool di banche: Unicredit, Mediobanca, Banca Popolare di Novara, Banca Popolare di Verona, Banca Popolare di Milano, Cassa di Risparmio di Parma e Piacenza, GE Capital e Cassa di Risparmio di Firenze.

finanziario. Gli interessi passivi infatti sono costi monetari, e l'assenza di entrate sotto forma di dividendi può portare a crisi di liquidità.

La dipendenza dalla controllata costituisce un rischio anche dal punto di vista patrimoniale. FonSai è una società quotata, ed il settore assicurativo è noto per il suo andamento ciclico. Nel caso in cui la gestione faccia riscontrare risultati particolarmente negativi, cosa che effettivamente verificatasi a partire dal 2009, il valore di mercato della controllata può ridursi drasticamente. Se il valore di mercato di FonSai si riduce al punto tale da finire al di sotto del valore dei debiti, Premafin si trova ad avere un patrimonio netto a valori di mercato negativo. Tale condizione si verifica per prezzi di FonSai inferiori ai 2,5€ circa.

2.4.3. Sinergia e Im.Co.

Sinergia e Im.Co., le due società che detengono complessivamente il 20% circa di Premafin, non sono solamente dei veicoli attraverso i quali la Famiglia Ligresti controlla il gruppo. Insieme alla controllante Starlife SA esse infatti costituiscono l'agglomerato cui fanno capo le numerose iniziative immobiliari della Famiglia non racchiuse in FonSai e Milano. Tuttavia anche sul sistema Sinergia-Im.Co. grava un indebitamento complessivo di €395 Milioni, 60 dei quali verso i fornitori e i rimanenti 335 verso le banche, a fronte di un attivo di €290 Milioni ed un patrimonio immobiliare stimato dal consulente Protos per un valore non superiore agli €400 Milioni. Gli istituti più esposti sono Unicredit (€180 Milioni), Banco popolare (€43 Milioni), BPM (€35 Milioni), GE capital (€30 Milioni), e Banca Sai (€21 Milioni)⁴¹. Le due società, nel periodo che va fra il 2004 ed il 2009, hanno pagato complessivamente oltre €110 Milioni in interessi passivi alle banche creditrici. Anche nella parte alta della catena partecipativa quindi la struttura sbilanciata del passivo espone il gruppo a tensioni finanziarie. Come noto infatti le iniziative di sviluppo immobiliare hanno spesso durata pluriennale, e la maggior parte delle entrate avvengono a stato avanzamento lavori, mentre il costruttore anticipa la maggior parte dei costi. Tale situazione mal si concilia con un elevato indebitamento finanziario, che richiede invece una certa continuità nella generazione di cassa, in modo tale da garantire il pagamento degli interessi passivi.

In Sinergia ed Im.Co., come in Premafin, il servizio del debito dipende in larga parte dai flussi di reddito provenienti delle società controllate. La struttura finanziaria fa

⁴¹ L'esposizione verso Banca Sai è in realtà un'esposizione infragruppo, dal momento che la società è direttamente controllata da Fondiaria-Sai.

quindi sorgere l'incentivo a forzare la distribuzione di dividendi ed a manipolare le condizioni delle operazioni infragruppo per trasferire ricchezza dalle società quotate alle società della Famiglia. Tali trasferimenti di ricchezza, compiuti a danno degli azionisti di minoranza, sono effettivamente avvenuti con due modalità, che saranno illustrate nei Paragrafi 2.5, 2.6 e 2.7. La prima è la sottostima delle riserve tecniche nelle società assicuratrici, che ha permesso di liberare risorse da distribuire sotto forma di dividendi. La seconda modalità è stata il compimento di operazioni immobiliari infragruppo a condizioni non di mercato, per tramite delle quali le società a monte hanno sistematicamente tratto benefici a danno di quelle a valle.

A lungo andare la distribuzione di utili di dubbia consistenza e le operazioni infragruppo hanno causato l'indebolimento patrimoniale di FonSai e Milano Assicurazioni. Ma anche Sinergia ed Im.Co. non sono rimaste indenni. Infatti, secondo i bilanci 2011 Sinergia ha bisogno di €50 Milioni per proseguire l'attività fino al 2014, Im.Co. ha debiti scaduti per €26 Milioni, cassa per €2,6 Milioni e rischia un contenzioso fiscale fra €16 ed €20 Milioni. Prendendo atto dello stato di dissesto le due società avevano avviato, a fine 2011, delle trattative per ristrutturare il proprio indebitamento finanziario, raggiungendo un accordo che prevedeva l'escussione da parte delle banche del 20% di Premafin ed il conferimento di €243 milioni di immobili ad un fondo immobiliare in capo alle banche, che avrebbe girato €50 milioni di liquidità a Sinergia ed Im.Co. per pagare i fornitori e terminare i lavori.

Nel frattempo tuttavia le due società sono state coinvolte dalle indagini della procura di Milano sui trust azionisti di Premafin. La procura ha accertato che il piano di ristrutturazione del debito non copriva i rischi legati al contenzioso fiscale e eventuali richieste da parte di FonSai e Milano, creditrici per €162 milioni, di cui €141 milioni per alcuni immobili in costruzione. Di conseguenza il pubblico ministero il 17 Aprile ha presentato istanza di fallimento per le due società davanti al tribunale fallimentare di Milano.

2.5.Politica dei Dividendi

Il modo più semplice di veicolare ricchezza da una società operativa alle entità che la controllano è la distribuzione di utili sotto forma di dividendi.

Le teorie classiche della finanza aziendale suggeriscono che in un mondo ideale,

caratterizzato dall'assenza di costi di transazione ed imposizione fiscale, la politica dei dividendi non influisce sul valore di mercato delle imprese (Modigliani e Miller, 1958). Di conseguenza la scelta fra distribuire e reinvestire gli utili si riduce alla verifica dell'esistenza di progetti in grado di creare valore, in assenza dei quali l'azionista preferisce vedersi riconoscere un dividendo.

Tuttavia non sono solo le imposte e le imperfezioni dei mercati rendere diversi teoria finanziaria e mondo reale. Nel caso del gruppo FonSai rilevano anche le esigenze del soggetto economico. In primo luogo, la presenza di un azionista di riferimento intenzionato a conservare la propria partecipazione nel tempo e per questo impossibilitato a monetizzare i *capital gain* per ottenere una remunerazione dall'investimento. In secondo luogo il fabbisogno da parte delle holding del gruppo di liquidità proveniente da Milano Assicurazioni e FonSai a causa dell'eccesso di leva finanziaria. Tali circostanze hanno incentivato il management a perseguire una politica dei dividendi caratterizzata da elevati tassi di *payout*.

Esercizio	Cat. Azioni	DPS	# Azioni	Dividendi (€ Mln)	Totale (€ Mln)	Payout (%)
2002	Ordinarie	€ 0,260	126.791.591	€ 32,97	€ 45,82	63,3%
	Risparmio	€ 0,312	41.192.344	€ 12,85		
2003	Ordinarie	€ 0,400	124.278.180	€ 49,71	€ 68,61	51,6%
	Risparmio	€ 0,452	41.811.951	€ 18,90		
2004	Ordinarie	€ 0,750	122.019.680	€ 91,51	€ 125,06	48,4%
	Risparmio	€ 0,802	41.825.257	€ 33,54		
2005	Ordinarie	€ 0,950	125.641.021	€ 119,36	€ 162,04	53,9%
	Risparmio	€ 1,002	42.592.751	€ 42,68		
2006	Ordinarie	€ 1,000	125.171.597	€ 125,17	€ 170,73	62,8%
	Risparmio	€ 1,052	43.310.622	€ 45,56		
2007	Ordinarie	€ 1,100	123.551.457	€ 135,91	€ 184,94	57,2%
	Risparmio	€ 1,152	42.561.222	€ 49,03		
2008	Ordinarie	€ 0,700	121.282.490	€ 84,90	€ 116,90	168,0%
	Risparmio	€ 0,752	42.561.222	€ 32,01		
2009	Ordinarie	€ 0,400	121.282.490	€ 48,51	€ 67,75	168,5%
	Risparmio	€ 0,452	42.561.222	€ 19,24		
Totale	Ordinarie			€ 688,04	€ 941,85	
	Risparmio			€ 253,81		

Tabella 2.8: dividendi FonSai relativi agli esercizi 2002-2009 (distribuiti dal 2003 al 2010).

Fonte: Borsa Italiana.

In effetti la politica di distribuzione degli utili della società è sempre stata generosa. A partire dalla fusione fra Fondiaria e Sai, divenuta effettiva nel 2003, FonSai ha distribuito quasi € 942 Milioni di dividendi, 688 dei quali ai titolari di azioni ordinarie e 254 circa agli azionisti di risparmio (cfr. Tabella 2.8). Gli esercizi fra il 2002 ed il 2007

sono stati caratterizzati da un *trend* positivo dei risultati economici, grazie ai quali la società è riuscita a garantire una crescita continua dei dividendi, con *payout ratio* compresi fra il 50% ed il 60% (cfr. Figura 2.7).

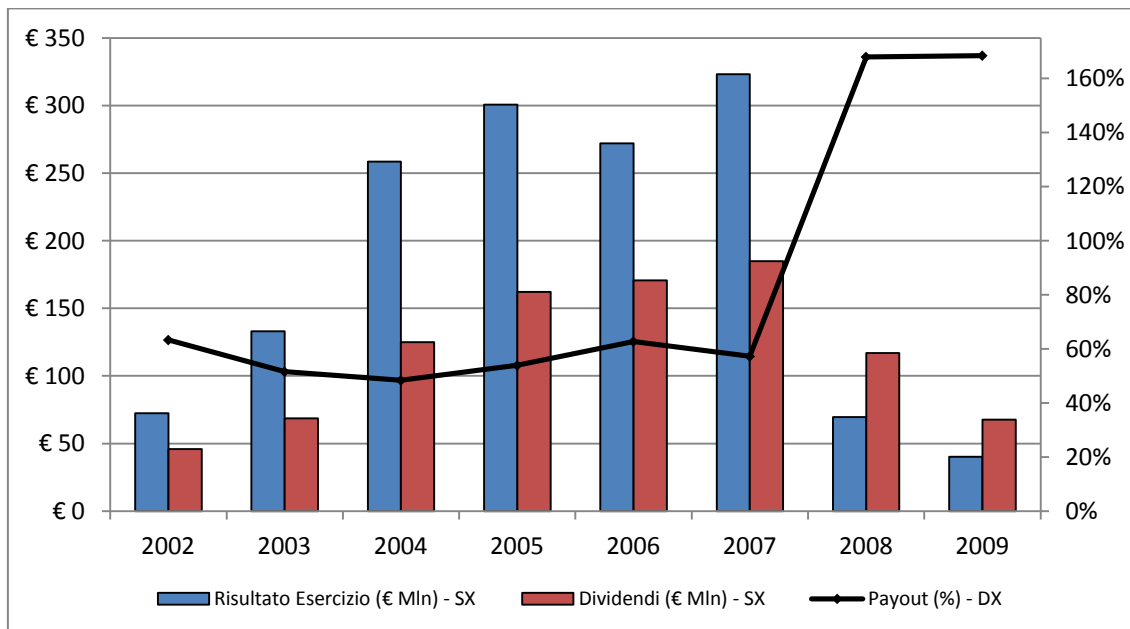


Figura 2.7: politica dei dividendi di Fondiaria-Sai.

Fonte: elaborazioni dell'autore; dati dai bilanci di esercizio FonSai, anni vari.

A partire dall'esercizio 2008, tuttavia, i risultati economici hanno iniziato a risentire degli effetti della crisi finanziaria e dell'inversione del ciclo dei sinistri. Ciò nonostante nel 2008 e nel 2009 la società, a fronte di un assottigliamento degli utili, *“per non penalizzare eccessivamente gli azionisti e disponendo comunque di un capitale in eccesso”*⁴² ha distribuito dividendi in misura superiore al risultato dell'esercizio, attingendo dalle Riserve Straordinarie del ramo danni un importo netto complessivo di circa €80 Milioni. Nella relazione al bilancio 2009 i Consiglieri di Amministrazione di FonSai si mostravano estremamente convinti della bontà di una politica dei dividendi così aggressiva. Infatti facevano osservare che *“se si sommassero i dividendi erogati alla quotazione dei titoli si otterrebbe, nel periodo 2003-2009, un rendimento lordo superiore al 50% per ognuno dei titoli quotati, con un rendimento massimo di oltre il 150% per il titolo Fondiaria-Sai risparmio”*.⁴³ In realtà i risultati estremamente negativi degli esercizi successivi⁴⁴ avrebbero reso consigliabile, in un'ottica retrospettiva, un

⁴² Cfr. Bilancio Civilistico FonSai esercizio 2008, pag. 18.

⁴³ Cfr. Bilancio Civilistico FonSai esercizio 2009, pag. 109.

⁴⁴ FonSai ha registrato nel 2010 e nel 2011 una perdita civilistica rispettivamente pari ad € 636 Milioni ed € 1,02 Miliardi.

approccio meno aggressivo e più attento alla conservazione della consistenza patrimoniale della società. Ad oggi infatti il dividendo relativo all'esercizio 2009 resta l'ultimo ad essere stato distribuito.

Tuttavia una politica dei dividendi aggressiva non costituisce di per sé né una rarità né un fattore in grado da solo di condurre una società verso lo stato di crisi. Al contrario la distribuzione di porzioni significative degli utili è prassi consolidata nelle società del settore finanziario, assicurazioni incluse. Se si escludono gli esercizi 2008 e 2009 il *payout ratio* della società è sempre stato in linea con quello del settore finanziario. Allineato ai valori dei principali competitor è anche il *dividend yield* offerto da FonSai fra il 2002 ed il 2009 (cfr. Figura 2.8).

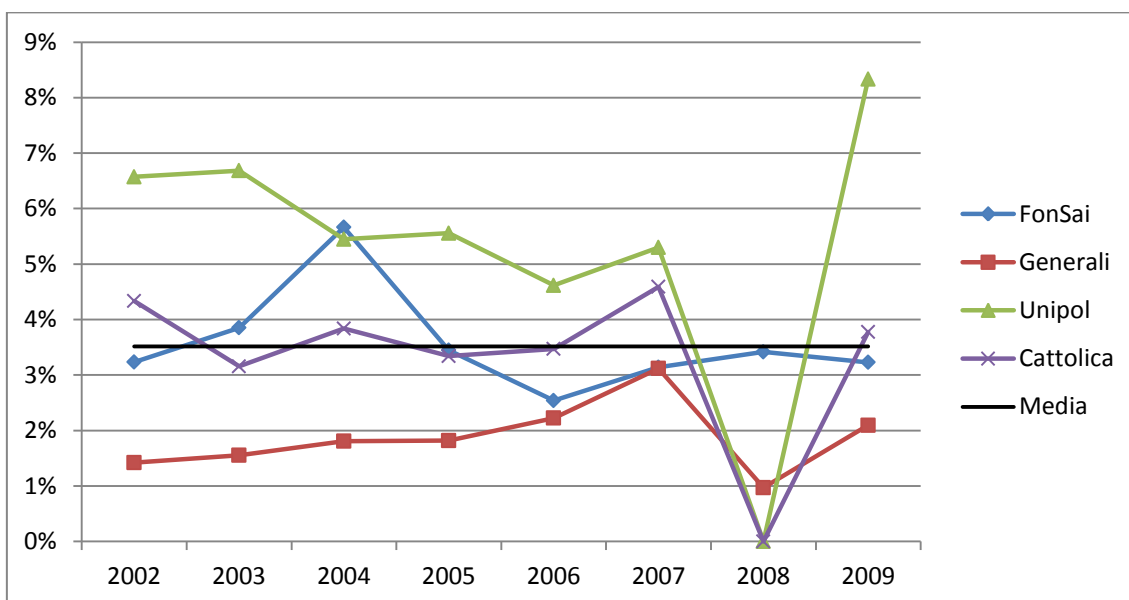


Figura 2.8: *dividend yield* di alcune società del settore assicurativo italiano. Sono prese in considerazione solamente le azioni ordinarie.

Per quanto riguarda Unipol, che nell'esercizio 2007 ha distribuito un significativo ammontare di riserve sotto forma di dividendo straordinario, è stato presa in considerazione soltanto la parte ordinaria di dividendo, ovvero quella derivante dagli utili dell'esercizio.

Al denominatore è stato sempre utilizzato il prezzo di borsa del giorno di pagamento della cedola.

Fonte: elaborazioni dell'autore su dati Borsa Italiana e Yahoo Finance.

Il problema di FonSai risiede piuttosto nell'elevato utilizzo della leva finanziaria nelle holding della Famiglia Ligresti. Fra il 2002 ed il 2009 Premafin ha ricevuto oltre €250 Milioni di dividendi dalla controllata FonSai, necessari in gran parte a pagare gli interessi passivi (cfr. Figura 2.9 e Tabella 2.7). Il fabbisogno di flussi finanziari per il servizio del debito a monte ha fatto sorgere incentivi distorti, spingendo il management a distribuire dividendi corposi indipendentemente dal risultato economico, facendo ricorso a politiche di bilancio discutibili.

Verificare se tali dividendi siano stati distribuiti a fronte di utili effettivamente conseguiti oppure derivanti da politiche discrezionali di bilancio, fra cui la sottoriservazione, significa scendere in profondità nei bilanci di Fondiaria-Sai. Prima di procedere con questo approfondimento, occorre fare un'ultima considerazione sulla politica dei dividendi, per valutare gli effetti congiunti dell'abbondante ricorso alle azioni di risparmio e le esigenze di cassa dell'azionista di riferimento.

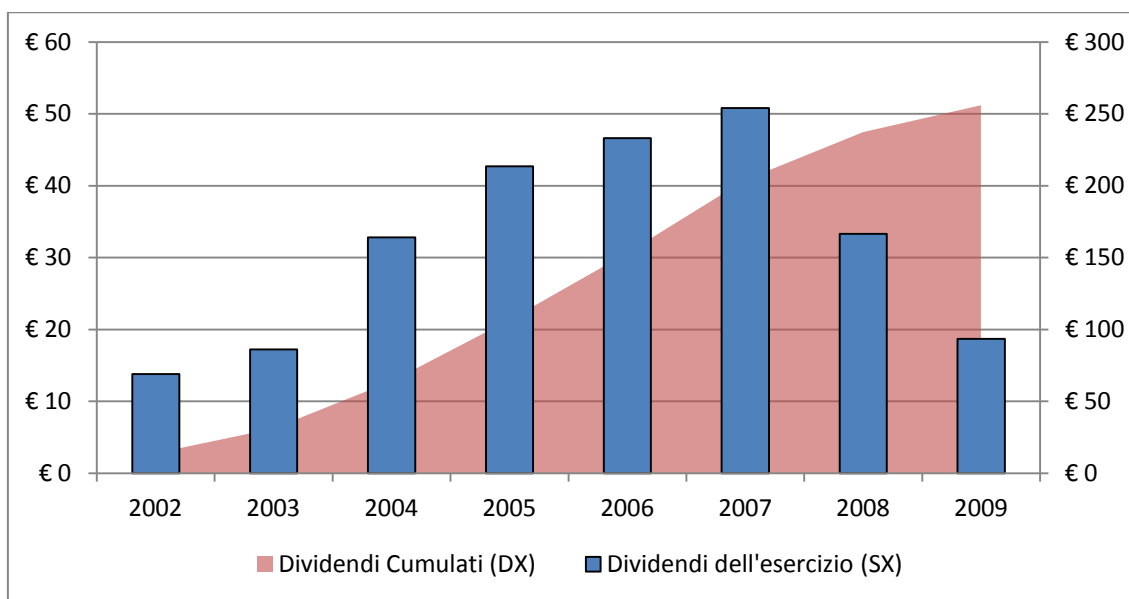


Figura 2.9: dividendi FonSai ricevuti da Premafin.
Fonte: bilanci di esercizio Premafin, anni vari.

Come osservato nel paragrafo 2.3, circa un quarto del capitale sociale di FonSai è rappresentato da azioni di risparmio (cfr. Figura 2.4). In quella sede si è evidenziato come tale categoria di azioni, in quanto priva del diritto di voto, sia stata utilizzata dalla famiglia Ligresti per blindare gli assetti proprietari del gruppo. Una strategia efficace, ma che ha reso più vulnerabile la società. A fronte della compressione dei diritti amministrativi agli azionisti risparmio sono infatti riconosciuti dei privilegi patrimoniali. In sede di distribuzione degli utili, alle azioni Risparmio spetta *“un dividendo complessivo maggiorato, rispetto a quello delle azioni ordinarie, in misura pari al 5,2% del valore nominale dell'azione”*, fino ad un importo massimo pari al 6,5% del loro valore nominale. Inoltre *“la riduzione del capitale sociale per perdite non importa riduzione del valore nominale delle azioni di risparmio se non per la parte della perdita che eccede il valore nominale complessivo delle azioni ordinarie. In caso di scioglimento della Società le azioni di risparmio hanno prelazione nel rimborso del*

*capitale per l'intero valore nominale.*⁴⁵

Circa il 27% dei dividendi pagati da FonSai fra il 2003 ed il 2010 sono stati distribuiti proprio agli azionisti di risparmio, con un premio medio per azione rispetto alle ordinarie pari al 9,5% (cfr. Figura 2.10). In una società in cui il principale azionista ha necessità di ricevere un flusso continuo di dividendi, i maggiori diritti patrimoniali delle azioni di risparmio rappresentano un vincolo aggiuntivo ed in parziale conflitto con gli interessi del soggetto economico, costituendo un potenziale fattore di vulnerabilità. Dover distribuire utili a Premafin significa infatti farlo per tramite delle azioni ordinarie. Tuttavia ad ogni incremento del dividendo ordinario dell'1% corrisponde, in media, un aumento dell'1,2% del dividendo da riconoscere ad ogni azione risparmio. In tali circostanze dover veicolare fondi a monte della catena partecipativa può comportare un onere aggiuntivo.

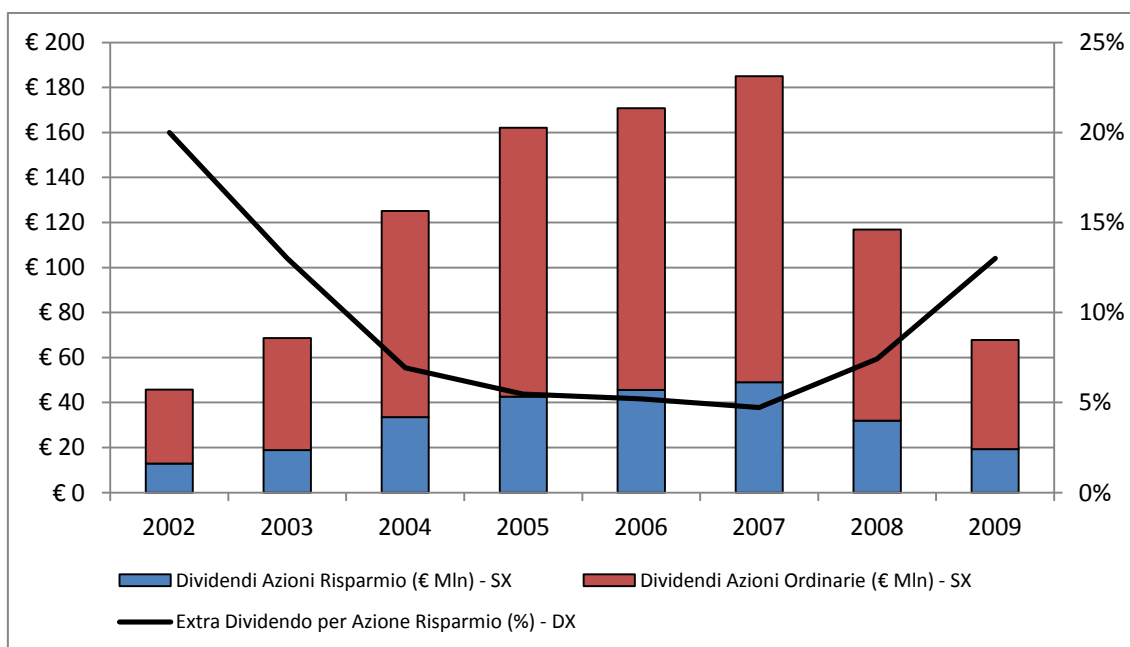


Figura 2.10: Dividendi FonSai pagati alle azioni Ordinarie e Risparmio.
Fonte: elaborazioni personali su dati Borsa Italiana.

2.6. Sottoriservazione

La distribuzione di utili realmente conseguiti non costituisce un elemento in grado di compromettere la solidità patrimoniale di una società. Lo stesso non può dirsi se la consistenza di tali utili è dubbia, in quanto il loro ammontare è almeno in parte frutto di

⁴⁵ Artt. 6 e 27 dello statuto di Fondiaria-Sai.

politiche di bilancio. Dal momento che nel settore delle assicurazioni la stima degli impegni futuri nei confronti degli assicurati si basa su modelli statistici, la scelta del modello e la determinazione dei parametri di input lasciano spazio ad un certo grado di discrezionalità. Per questo motivo la valutazione delle riserve tecniche può essere deliberatamente manipolata al fine di migliorare artificialmente il risultato dell'esercizio. Questa pratica, detta sottoriservazione, ha però l'effetto di rinviare al futuro la correzione al rialzo degli oneri per sinistri, danneggiando in ultima istanza la solidità patrimoniale della società.

Il paragrafo ha l'obiettivo di misurare l'entità della sottoriservazione posta in essere nei rami danni da FonSai fino al 2008 al fine di massimizzare la distribuzione di dividendi. Tale grandezza però può essere osservata solo indirettamente, ovvero misurando l'impatto provocato negli esercizi successivi. Il secondo obiettivo che ci si propone è infatti proprio quello di mostrare gli effetti di tale politica sul patrimonio della società, che negli ultimi tre anni si è trovata a dover rafforzare le riserve tecniche per quasi €2 Miliardi e a registrare perdite che l'hanno portata nello stato di crisi in cui oggi versa. Prima di concentrare l'attenzione sulla società è però opportuno fornire un'illustrazione generale del funzionamento delle riserve tecniche dei rami danni, con particolare riguardo all'interazione fra riserve e conto economico.

2.6.1. Riserve Tecniche e Conto Economico

Nelle imprese che operano nei rami danni l'applicazione del principio di competenza economica impone l'iscrizione a bilancio di due diverse tipologie di riserve tecniche: la riserva premi e la riserva sinistri. La **riserva premi** accoglie le frazioni di premio contabilizzate durante l'esercizio ma che, in ragione del fatto che la copertura assicurativa non si esaurisce al 31/12 dell'anno in cui è stata sottoscritta, sono di competenza dell'esercizio o degli esercizi successivi.

La **riserva sinistri** accoglie invece gli accantonamenti per sinistri che, sebbene di competenza dell'esercizio, a chiusura del bilancio non sono ancora stati pagati e contabilizzati. A questa categoria si possono ricondurre tre diverse tipologie di sinistri: sinistri liquidati ma non ancora pagati, sinistri denunciati ma non ancora liquidati e sinistri avvenuti durante l'esercizio ma non ancora denunciati⁴⁶. Sebbene il pagamento di questi sinistri avverrà nel corso dell'esercizio successivo o in un futuro, il relativo costo è da considerarsi di competenza dell'esercizio corrente, trattandosi di contratti

⁴⁶ I sinistri avvenuti durante l'esercizio ma non ancora denunciati al 31/12 dello stesso anno sono comunemente chiamati "*Incurred but not Reported*" (IBNR)

che hanno già generato ricavi. In ottemperanza a questo principio le compagnie, al termine di ogni esercizio, devono stimare gli oneri relativi al pagamento ed alla liquidazione di questi sinistri al fine di accantonarli all'apposita riserva, iscrivendo il relativo costo a conto economico.

Le movimentazioni della riserva sinistri non si limitano però agli accantonamenti per sinistri di competenza (cfr. Figura 2.11). Ogni anno infatti, quando i sinistri riservati negli esercizi precedenti vengono pagati, l'ammontare già accantonato viene stornato dalla riserva movimentando in contropartita i conti di cassa. Nel caso in cui l'accantonamento precedentemente effettuato si riveli eccedente o insufficiente, per l'eventuale eccedenza viene recepita come minore o maggiore costo nella voce di conto economico "oneri per sinistri".

Infine la riserva può essere movimentata anche in conseguenza dell'eventuale aggiornamento degli accantonamenti relativi a sinistri riservati negli esercizi precedenti ma non ancora pagati ("adeguamento sinistri ex"). Tali adeguamenti avvengono di solito per via di nuove informazioni rese disponibili successivamente all'ultimo inventario dei sinistri, informazioni alla luce delle quali l'importo già riservato si riveli sovrabbondante o insufficiente. In condizioni normali tali revisioni sono di modesto importo, e solitamente derivano da eventi imprevedibili al momento della iniziale riservazione, quali l'esito negativo di contenziosi legali oppure l'accertamento di danni superiori a quelli inizialmente stimabili. In altri casi tuttavia la rivalutazione delle riserve si rende necessaria a causa dell'insufficienza *ab origine* degli accantonamenti effettuati negli esercizi precedenti; insufficienza che presto o tardi è destinata ad emergere durante il processo di liquidazione.

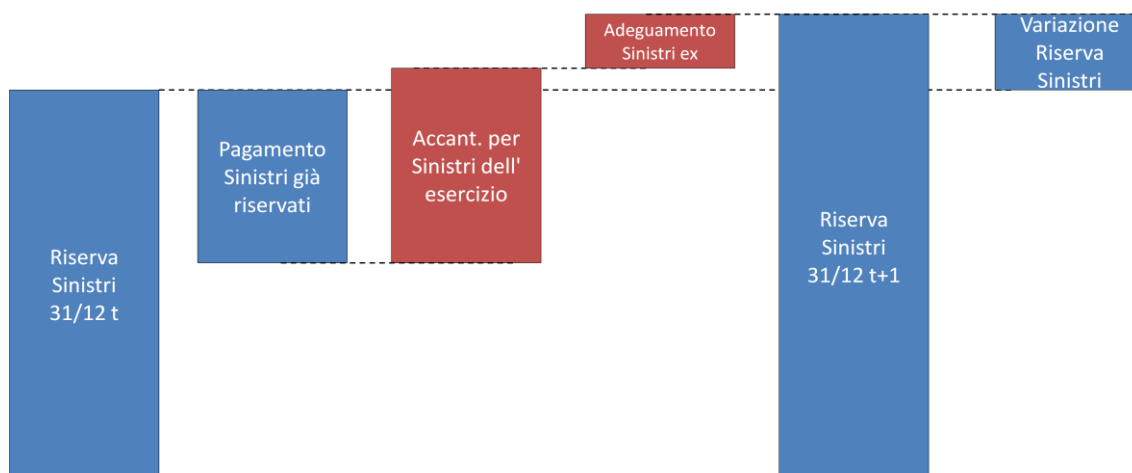


Figura 2.11: dinamica della riserva sinistri. In rosso le variazioni con contropartita a CE. Dati non in scala.
Fonte: autore

La somma algebrica delle tre variazioni illustrate determina la variazione complessiva della riserva sinistri. Sia gli accantonamenti per i sinistri dell'esercizio sia gli adeguamenti degli accantonamenti delle gestioni precedenti trovano una contropartita a conto economico. Al contrario il pagamento dei sinistri già riservati, e quindi già contabilizzati come costi, ha come contropartita soltanto una movimentazione di cassa. La variazione della riserva sinistri, sommata al complesso dei pagamenti per sinistri effettuati durante l'esercizio, determina la voce oneri per sinistri del conto economico (cfr. Figura 2.12).

Un'altra scomposizione degli **oneri per sinistri** pone invece l'accento sull'esercizio di competenza degli stessi (cfr. Figura 2.12). In condizioni fisiologiche di gestione, la porzione più rilevante degli oneri è costituita dai sinistri di competenza dell'esercizio. Di questi, una parte viene liquidata e pagata prima del 31/12, il resto viene accantonato a riserva. Ai sinistri dell'esercizio si aggiungono gli importi relativi a sinistri di generazioni precedenti ("gestioni ex"), ma per cui l'accantonamento si sia rivelato insufficiente. Parte di questi costi è costituita dai pagamenti dell'esercizio in eccedenza rispetto al riservato, mentre la rimanente porzione non essendo ancora stata pagata, viene accantonata a riserva. In condizioni normali tali costi dovrebbero costituire una componente residuale, qualora invece il loro peso si riveli insolitamente elevato, possono essere un indicatore di politiche di sottoriservazione poste in essere nel corso degli esercizi precedenti.

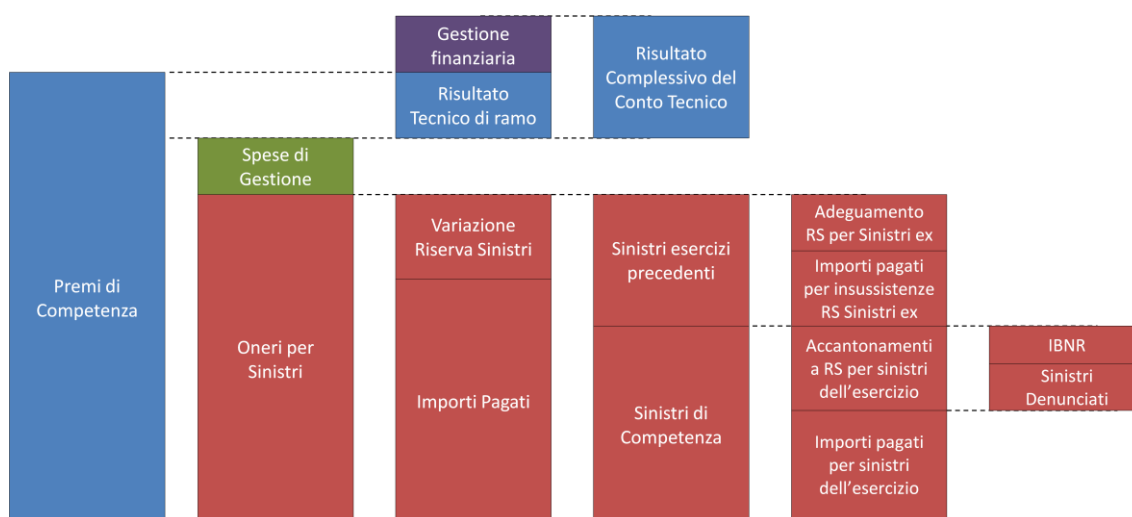


Figura 2.12: articolazione del risultato tecnico di un ramo danni. Le spese di gestione comprendono i costi di acquisizione e la quota parte delle spese generali ed amministrative allocata al ramo. Dati non in scala.
Fonte: autore

Dalla differenza fra premi di competenza, oneri per sinistri e spese di gestione⁴⁷ si ottiene il risultato tecnico di ramo, che, al netto del risultato dell'attività di investimento determina il risultato complessivo di ramo (cfr. Figura 2.12).

A valle di queste precisazioni preliminari è possibile apprezzare con maggiore precisione gli effetti economici che una politica di sottoriservazione causa sui bilanci di un'impresa assicuratrice nel medio termine. Nell'esercizio in cui si inizia a sottoriservare la sottostima degli accantonamenti per sinistri riduce i costi, incrementando il risultato tecnico e permettendo la distribuzione di più utili. Tale politica, se la dinamica dei ricavi è positiva, con premi medi in crescita o incremento delle polizze sottoscritte, è sostenibile anche per alcuni esercizi consecutivi, rimandando al futuro l'adeguamento degli oneri per i sinistri sottoriservati. In questo modo però vengono posticipati proprio gli oneri relativi ai sinistri più pericolosi. Infatti i sinistri che stazionano nelle riserve per periodi più lunghi del regolare tasso di ricircolo del ramo tecnico di appartenenza sono proprio i c.d. sinistri *long tail*, derivanti da eventi eccezionali, di maggiore severità oppure contestati per via giudiziaria. Rinviare al futuro questi costi ha senza dubbio un effetto immediato sui conti; presto o tardi, tuttavia tali sinistri devono essere pagati, ed i relativi costi contabilizzati a conto economico. Quando questo avviene il ciclo si chiude, e si riversano sul risultato di esercizio costi non contabilizzati negli esercizi precedenti. Le società spesso giungono impreparate a tale forzata pulizia di bilancio, in quanto a coprire tali costi, in assenza di adeguate riserve, sono i mezzi propri, probabilmente già indeboliti dalla distribuzione degli utili fittizi degli esercizi precedenti.

Esplorate le conseguenze che una protratta sottoriservazione può generare sarebbe lecito domandarsi se ed in che misura le imprese di assicurazione godano, nel valutare le riserve tecniche, di un grado di discrezionalità sufficiente a porre in essere deliberatamente simili politiche e in che misura invece il fenomeno possa dipendere da errori di valutazione o dal verificarsi di eventi imprevedibili.

In linea di principio la riserva sinistri deve essere valutata facendo riferimento al criterio del costo ultimo, il quale include idealmente una stima di tutti i futuri oneri prevedibili legati ai sinistri, da calcolare sulla base di dati storici e prospettici affidabili, tenendo in considerazione le specificità dell'azienda e dei diversi rami in cui opera (Floreani, 2008). Tuttavia il legislatore non ha individuato metodi valutativi specifici, definendo

⁴⁷ Le spese di gestione comprendono i costi di acquisizione e la quota parte delle spese generali ed amministrative allocata al ramo.

solamente la logica ed i principi generali cui i criteri adottati dalle compagnie devono ispirarsi, e nel rispetto delle quali gli operatori godono di un certo grado di autonomia. La difficoltà del processo valutativo, e di conseguenza il grado di discrezionalità, decrescono con l'avanzamento del processo di liquidazione. Infatti, se l'importo degli oneri per sinistri liquidati ma non ancora pagati è un costo di ammontare certo, dei sinistri IBNR non è nota né la frequenza né il costo individuale. Pertanto per la valutazione di questi ultimi i modelli statistico-attuariali fanno maggiore ricorso ad ipotesi, lasciando spazio ad un certo margine di discrezionalità.

2.6.2. Le dimensioni del fenomeno

Se i motivi che aprono spazio all'arbitrio delle società sono chiari, misurare la sottoriservazione non è però sempre possibile. Infatti l'informativa finanziaria periodica fornita dalle società del settore, così come è regolamentata ad oggi, non consente di raggiungere il livello di disaggregazione necessario per valutare con precisione le dimensioni del fenomeno.⁴⁸ In particolare, con riguardo a FonSai, sono disponibili soltanto alcuni dati resi pubblici dal management agli analisti a partire dal 2009. Per gli esercizi precedenti ci si può basare soltanto sui dati di bilancio.

La prima grandezza da prendere in considerazione è la variazione nel tempo della riserva sinistri del gruppo. Tale analisi, pur con il limite di basarsi su un valore assoluto e non in percentuale sul volume di attività, consente una prima misurazione del fenomeno. La riserva, rimasta sostanzialmente stabile fino al 2007, ha subito dapprima un decremento lordo pari al 5%, raggiungendo il livello di minimo nel 2008, per poi venire rivalutata di oltre il 15% negli ultimi tre esercizi (cfr. Figura 2.13).

La prima indicazione che è possibile trarre è che fra il 2009 ed il 2011 si è osservata una forte correlazione negativa fra rivalutazione delle riserve sinistri e risultato dell'esercizio. Ciò significa che buona parte dei quasi due miliardi di perdite sono stati causati dagli accantonamenti a conto economico in contropartita della movimentazione delle riserve.

⁴⁸ Nello specifico non è possibile ottenere indicazione separata dell'ammontare della rivalutazione della riserva sinistri relativamente a gestioni degli esercizi precedenti.

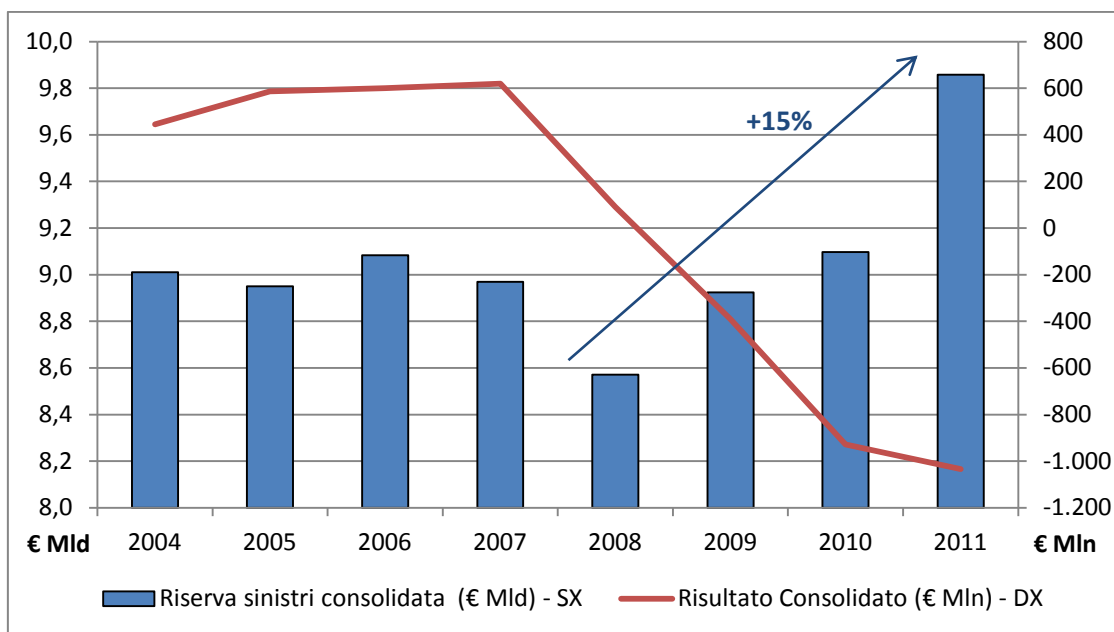


Figura 2.13: riserva sinistri e risultato di esercizio del gruppo FonSai.

Fonte: bilanci consolidati FonSai, anni vari.

Maggiori indicazioni possono essere tratte analizzando il *reserve ratio*, calcolato come rapporto fra riserve tecniche e premi contabilizzati. Tale analisi ha il pregio di sterilizzare dall'effetto volume l'analisi delle riserve tecniche. Infatti una crescita delle riserve non sempre segnala una precedente sottoriservazione, anzi può avvenire perché l'impresa sta crescendo, e quindi assumendo più rischi, oppure perché sui rischi già assunti sta sperimentando tassi di sinistrosità o costi medi unitari per sinistro peggiori delle attese.⁴⁹ Rapportare le riserve ai premi permette di sterilizzare il dato dagli effetti delle variazioni del volume di business, e quindi dall'ammontare di rischio assunto.

Ciò che emerge è che non solo le riserve tecniche sono aumentate in valore assoluto, ma il loro volume in rapporto ai premi contabilizzati è aumentato del 24% fra il 2008 ed il 2011 passando dal 155% a quasi il 180% (cfr. Figura 2.14).

Come già in Figura 2.13, l'accostamento di un indicatore di redditività al *reserve ratio* permette di evidenziare la correlazione fra riservazione e risultato operativo. L'indice scelto per questa analisi è il *combined ratio* operativo, che presenta il vantaggio sia di misurare esclusivamente la redditività della gestione tecnico-assicurativa, che di esprimere tale *performance* in termini relativi rispetto ai premi contabilizzati. Anche qui viene confermata l'evidenza che il risultato della gestione assicurativa è passato in

⁴⁹ Il primo fenomeno si può osservare a seguito di un incremento dell'attività di sottoscrizione o del cambiamento del mix delle vendite fra i diversi rami. Il secondo può essere legato ad errori di valutazione, eventi imprevedibili o una politica deliberata di sottoriservazione.

territorio negativo, con valori del *combined ratio* superiori al 100%, proprio a partire dal 2009, anno in cui sono iniziate le rivalutazioni delle riserve tecniche.

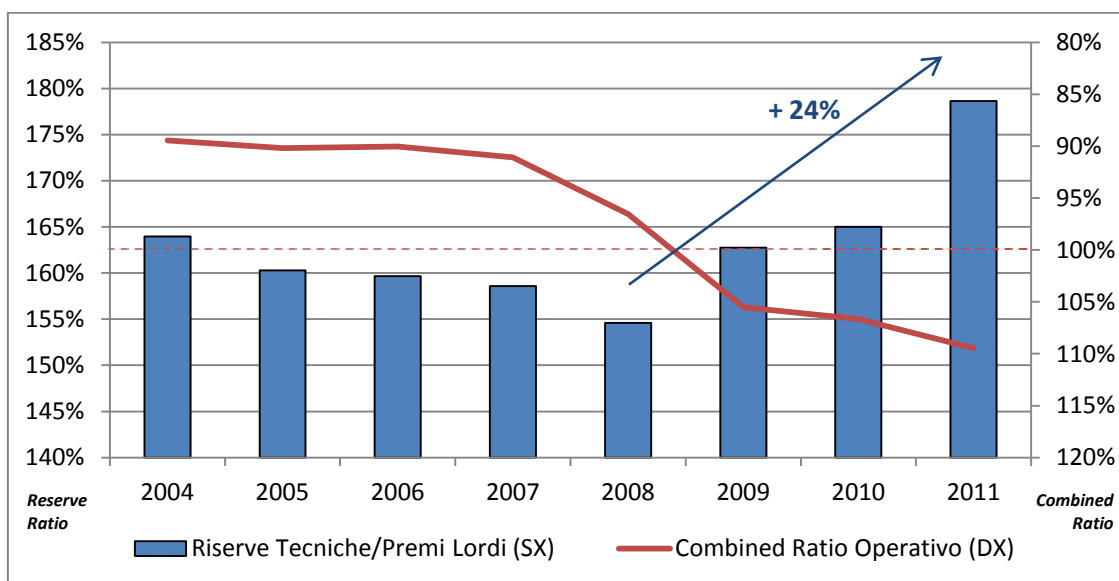


Figura 2.14: *reserve ratio* e *combined ratio operativo* del gruppo FonSai.
Fonte: elaborazioni dell'autore su dati bilanci consolidati FonSai, anni vari.

Tuttavia tale analisi non può ancora ritenersi soddisfacente, in quanto non consente di separare la gestione corrente dalle rivalutazioni imposte dall'insufficienza di quanto riservato per i sinistri avvenuti in esercizi precedenti. Per colmare questa lacuna a partire dal 2009 il management ha iniziato a rendere conto alla stampa ed al mercato dell'improvvisa e consistente rivalutazione delle riserve, fornendo i dati disaggregati (cfr. Tabella 2.9).

Esercizio	RC Auto	Altri rami Danni	Totale
2009	€ 290,2	€ 41,8	€ 332,0
2010	€ 469,8	€ 146,6	€ 616,4
2011	€ 810,0	?	€ 810,0
			€ 1.758,4

Tabella 2.9: rivalutazione riserva sinistri per sinistri delle gestioni ex.
 Dati consolidati. (Dati in € Milioni).
Fonte: presentazioni del management agli analisti, anni vari; comunicato stampa del 27/3/2012. (<http://www.fondiaria-sai.it/fondiaria-sai/>)

I dati consolidati forniti dalla società mettono in luce rivalutazioni complessive negli ultimi tre esercizi per circa 1,8 Miliardi relativamente alle sole "gestioni ex". La società stessa, nel comunicare anno per anno i dati, ha illustrato le principali motivazioni alla base di detti rafforzamenti. Nel 2009 il CdA, nel comunicato stampa pubblicato a

seguito della seduta convocata per approvare il progetto di bilancio, spiegava che alla frequenza dei sinistri superiore alle attese andava *“aggiunto l’effetto derivante dall’adozione delle nuove tabelle di risarcimento per i danni gravi non materiali adottate dalla giurisprudenza milanese, con effetto su tutto il territorio nazionale e la conseguenza di doverne tenere conto in sede di riservazione”*. Nel 2010, nel corso della medesima riunione, il CdA faceva osservare che *“l’incremento della raccolta premi complessiva, pur rappresentando una importante inversione di tendenza”*, non era stata sufficiente a *“bilanciare la necessità di una politica di riservazione necessariamente finalizzata al rafforzamento dei sinistri di generazioni precedenti, soprattutto per ciò che riguarda i rami di responsabilità civile”*. In entrambi gli esercizi, peraltro, si sottolineavano i primi effetti positivi sulla gestione corrente delle azioni poste in essere per il miglioramento della qualità del portafoglio clienti, fra cui il mancato rinnovo dei contratti plurisinistrati e più attente procedure di controllo con riguardo ai *“contratti emessi in alcune aree del Centro-Sud, dove si denota una notevole incidenza dei sinistri con danno alla persona e dove maggiori sono le evidenze di comportamenti opportunistici se non fraudolenti”*. Ciò nonostante nel 2011 la rivalutazione delle riserve è proseguita, ed ha reso necessari accantonamenti per ulteriori € 810 Milioni relativamente ai soli sinistri RC auto di esercizi precedenti, mentre il management non ha fornito dati relativamente agli altri rami danni.

Gli interventi per il rafforzamento delle riserve, a detta della società stessa, sono stati posti in essere anche a seguito dei rilievi sollevati dall'ISVAP a seguito dell'ispezione condotta nel 2011 sul ciclo sinistri RC auto. L'organismo di vigilanza aveva infatti rilevato *“anomalie e disfunzioni derivanti dall’assenza di procedure formalizzate e adeguati sistemi di controllo”*⁵⁰, evidenziando anomalie nei calcoli dei modelli attuariali e nelle proiezioni statistiche.

Per ovviare a tali anomalie la società ha rivisto il processo di valutazione della riserva sinistri per il 2011, coinvolgendo attivamente la rete dei liquidatori, ai quali è stato chiesto di riformulare da zero le stime relativamente ad ogni sinistro in carico. A livello centrale invece si è operato sia sulla scelta dei modelli statistico attuariali e dei relativi input che con la costituzione di una speciale *task force* sinistri coordinata dal *Risk Management* e dotata di compiti di controllo e verifica.

L'applicazione di tali provvedimenti ha portato, come anticipato, a rivalutare la riserva sinistri per €810 Milioni relativamente alle sole gestioni ex del ramo RC Auto.

⁵⁰ Cfr. Bilancio Consolidato 2011 FonSai, pag. 105.

Fra il 2009 ed il 2011, in corrispondenza del rafforzamento delle riserve, il *combined ratio* operativo, il quale, come noto, include al numeratore gli accantonamenti a riserva sinistri, ha fatto registrare un aumento significativo, segnalando un peggioramento della gestione tecnica. Tuttavia, depurando gli oneri per sinistri dagli accantonamenti destinati alla rivalutazione delle riserve, il *combined ratio* avrebbe assunto valori stabilmente inferiori al 100%, che indicano una gestione assicurativa corrente in attivo (cfr. Figura 2.15).

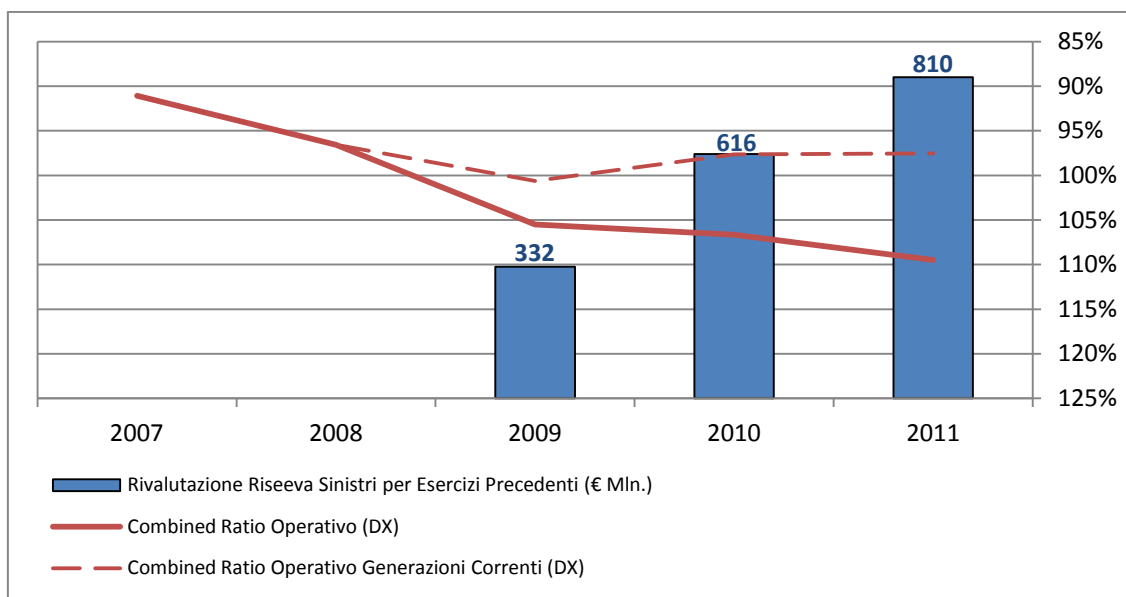


Figura 2.15: rivalutazione riserva sinistri per gestioni ex consolidate; *combined ratio* operativo della gestione corrente e complessivo (al netto delle rivalutazioni della riserva sinistri per gestioni ex)
Fonte: elaborazioni dell'autore su dati bilanci consolidati

In sostanza, sebbene non sia possibile attribuire la totalità delle perdite registrate negli ultimi esercizi al rafforzamento delle riserve, questi dati confermano che buona parte delle difficoltà sono derivate proprio dalla necessità di rivedere gli accantonamenti precedentemente effettuati.

Chiaramente il complesso della rivalutazione delle riserve è stato almeno in parte determinato da eventi esogeni, primo fra tutti l'adozione da parte della Cassazione delle nuove tabelle del tribunale di Milano per il risarcimento dei danni materiali non gravi. Per questo motivo non è possibile affermare con precisione a quanto sarebbe ammontata la rivalutazione in assenza di tale circostanza. Tuttavia in definitiva ciò che emerge è che l'inadeguatezza delle riserve tecniche è un fenomeno effettivamente verificatosi, di cui lo stesso management ha ammesso in più occasioni l'esistenza. Ciò che è ben più difficile da provare è se tale politica sia stata frutto di scelte consapevoli

oppure se sia semplicemente l'estrema conseguenza di sistemi di controllo e processi statistico-attuariali inadeguati. Ciò che in ogni caso risalta anche ad un'analisi superficiale è che la rivalutazione delle riserve effettuata negli ultimi tre anni si avvicina molto al valore cumulato degli utili di bilancio del gruppo nel periodo che va dal 2002 al 2008 (cfr. Figura 2.16). Questo implica che degli oltre 2 Miliardi di utili consolidati contabilizzati nel periodo, solamente una cifra pari a circa €585 Milioni poteva ritenersi conseguita a titolo definitivo. Ne consegue che una prudente politica di riservazione non avrebbe mai portato ad una distribuzione di oltre €940 Milioni di dividendi, 350 circa dei quali generati di fatto dalla sottostima delle riserve tecniche.

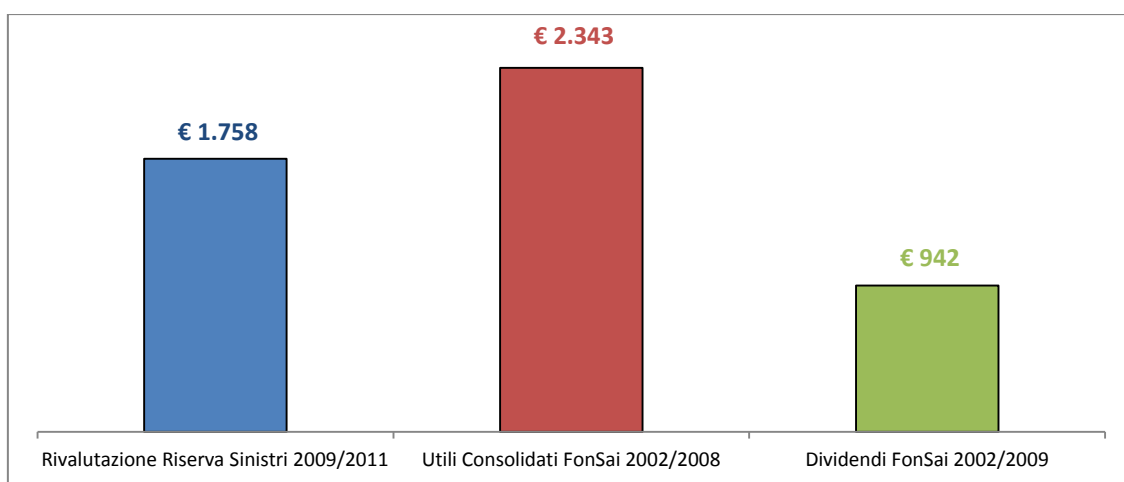


Figura 2.16: rivalutazione delle riserve, utili e dividendi consolidati dal 2002 ad oggi.
Fonte: bilanci consolidati FonSai, anni vari.

2.7. Operazioni con parti correlate

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. Si tratta, in sostanza, di tutti gli importi pagati a soggetti correlati a titolo di remunerazione o corrispettivo per l'acquisto di beni, prestazioni e consulenze.

Come emergerà più avanti, le transazioni fra FonSai, Milano Assicurazioni e le società del gruppo sono state sempre numerose e di importo rilevante. Per comprendere le ragioni alla base dell'intensità di questi rapporti occorre considerare brevemente gli elementi di complementarietà fra le diverse attività economiche svolte

all'interno del gruppo. Come noto, l'attività più rilevante è quella assicurativa, che fa capo a Fondiaria-Sai e alla controllata Milano Assicurazioni.

La seconda anima del gruppo facente capo alla famiglia Ligresti è l'attività immobiliare, realizzata prevalentemente a monte della catena di controllo dalla società Im.Co. e dalle sue controllate. Fra le attività tipiche della gestione patrimoniale-finanziaria delle assicurazioni rientra l'investimento in attività immobiliari, in cui vengono impegnate parte delle riserve tecniche al fine di ottenere un flusso di reddito derivante, in genere, dai canoni di locazione. Sotto questo profilo l'attività di progettazione, coordinamento e realizzazione dei lavori svolta dalle società del gruppo risulta complementare con l'attività di investimento in *real estate* posta in essere da Milano e FonSai. Queste ultime possono infatti rientrare nel novero dei potenziali acquirenti dei complessi immobiliari realizzati dalle società a monte.

Chiaramente i complessi in oggetto, per poter generare reddito, devono essere concessi in locazione. Anche in questo caso è possibile trovare una potenziale controparte senza uscire dal perimetro del gruppo. Infatti, sebbene in misura minore che in passato, fra le società facenti capo alla Famiglia Ligresti ve ne sono anche alcune che esercitano l'attività alberghiera ottenendo in locazione le strutture recettive, la principale delle quali è Atahotels.

Le interdipendenze delineate fanno emergere che in linea di massima esiste un razionale economico alla base del compimento di operazioni infragruppo. Ed infatti generalmente la circostanza che due società appartenenti al medesimo conglomerato si scambino beni e servizi dietro pagamento di un corrispettivo non costituisce, da sola, una circostanza né rara né vietata. Al contrario, nel bilancio civilistico FonSai del 2010 si affermava che *“le prestazioni di servizi infragruppo hanno garantito la razionalizzazione delle funzioni operative e l'utilizzo delle sinergie esistenti nel Gruppo, realizzando una maggiore economicità complessiva”*.⁵¹ Il nodo centrale della questione è però la determinazione delle condizioni contrattuali, che devono essere eque ed assimilabili a quelle che sarebbero state negoziate in contratti analoghi conclusi con terzi indipendenti. Qualora questo non si verifichi, cioè qualora i compensi corrisposti siano eccedenti o carenti rispetto al reale valore delle prestazioni erogate o dei beni trasferiti, tali scambi possono celare trasferimenti occulti di ricchezza fra le società che vi prendono parte⁵².

⁵¹ Cfr. Bilancio Civilistico Fondiaria-Sai esercizio 2010, pag. 107.

⁵² La casistica civilistica e fiscale mette in luce una varietà di motivazioni che possono spingere un gruppo a trasferire ricchezza con questa metodologia. Le ragioni spaziano dalla ricerca di regimi fiscali più favorevoli alla sottrazione di asset dalla possibile aggressione dei creditori alla costituzione di fondi neri.

Come si mostrerà in questo paragrafo, ciò che è avvenuto all'interno del gruppo FonSai è proprio un continuo drenaggio di risorse dalle società quotate attraverso il compimento di transazioni con controparti correlate a condizioni non di mercato. La fissazione di termini contrattuali spesso sfavorevoli a Fondiaria-Sai e a Milano Assicurazioni ha finito per contribuire, assieme agli altri elementi presi in considerazione fin qui, al depauperamento patrimoniale delle società ed, in ultima istanza, alla loro crisi.

Prima di misurare le dimensioni del fenomeno è utile definire un quadro teorico per individuare le caratteristiche del gruppo che possono aver incentivato o facilitato la fissazione di condizioni sfavorevoli alle società a valle della catena partecipativa.

In primo luogo occorre soffermarsi sulla struttura dell'azionariato, molto concentrata nelle holding della famiglia Ligresti e via via più aperto al mercato scendendo verso le società quotate. Per effetto di questa struttura i costi di eventuali trasferimenti di ricchezza a vantaggio delle società a monte ricadono prevalentemente sugli azionisti di minoranza, in particolare sui piccoli risparmiatori.⁵³ Tuttavia, fintanto che l'attività assicurativa genera utili e remunera gli azionisti, tali operazioni possono passare relativamente inosservate, e la polverizzazione dell'azionariato di minoranza non rende conveniente esercitare pressioni per un controllo più rigido.

In secondo luogo va considerata la struttura proprietaria e di governo del gruppo, che in quanto a Governance è sempre assomigliato di più a un'impresa familiare che non a una public company. L'assenza e il cattivo funzionamento di quei presidi finalizzati proprio a tutelare le minoranze azionarie e gli *stakeholder* possono aver agevolato il mancato rispetto delle procedure formali finalizzate ad evitare lo sfruttamento di conflitti di interesse e la distrazione di ricchezza a vantaggio di parti correlate.⁵⁴

Un terzo incentivo a manipolare le condizioni dei contratti infragruppo è il già citato elevato indebitamento finanziario delle holding a monte della catena partecipativa. Il servizio del debito costituisce una delle principali voci di costo nei conti economici di queste società. Di conseguenza, nell'insufficienza dei dividendi pagati dalle controllate

⁵³ Per comprendere questa affermazione, si ipotizzi una transazione in cui una società acquista beni dalla controllante. L'azionista di maggioranza controlla al 100% la holding, la quale detiene il 50% della controllata. Per tramite della fissazione di un corrispettivo maggiorato l'azionista di maggioranza trasferisce a monte un quantitativo di ricchezza pari a 100. Gli azionisti di minoranza sopportano una perdita secca pro-quota pari a 50. Al contrario l'azionista di maggioranza, a fronte di una perdita di ricchezza pro-quota pari a 50 al livello della controllata, incassa un importo pari a 100 a livello di holding, guadagnando un importo netto di 50. In sostanza, tale operazione trasferisce 50 dagli azionisti di minoranza all'azionista di riferimento.

⁵⁴ Come si avrà modo di precisare più avanti, più che un incentivo agli indebiti trasferimenti di ricchezza, la sterilizzazione degli organi e delle funzioni di controllo è piuttosto una conseguenza della volontà, da parte dell'azionista di riferimento, di porre in essere dette operazioni senza particolari ostacoli.

e dei ricavi derivanti dalle attività sul mercato aperto, tali società possono essere spinte ad alterare a proprio favore le condizioni contrattuali sulle transazioni *captive*.

L'ultimo aspetto importante è che l'attività assicurativa e quella edilizia sono caratterizzate da cicli finanziari perfettamente complementari.⁵⁵ Nell'ambito delle transazioni infragruppo tale circostanza incentiva a fissare le condizioni di pagamento in modo da consentire un finanziamento improprio delle iniziative immobiliari, minimizzando il ricorso a fonti esterne.⁵⁶ L'inconveniente è che così facendo in sostanza i sottoscrittori delle polizze assicurative, anziché vedere investita la totalità dei premi pagati sui mercati finanziari, finanziano, almeno in parte, le iniziative immobiliari dell'azionista di maggioranza.

Prima di procedere all'individuazione delle più significative anomalie recentemente emerse con riguardo a specifiche operazioni, è utile tentare di dare una misurazione di massima della dimensione complessiva dell'operatività infragruppo e con parti correlate. I dati rilevanti a tal fine sono i volumi complessivi relativi alle operazioni con soggetti correlati estratti dai bilanci consolidati di FonSai⁵⁷.

<i>dati in € mln.</i>	2006	2007	2008	2009	2010	2011	totale
attività	240,3	287,3	447,7	339,4	433,0	566,5	
passività	14,6	16,1	71,6	37,4	68,8	21,2	
saldo	225,7	271,2	376,0	302,0	364,2	545,4	
proventi	11,6	14,6	30,6	32,4	116,5	71,4	277,0
oneri	45,4	66,0	115,6	146,1	152,2	137,2	662,4
saldo	-33,8	-51,4	-85,0	-113,7	-35,8	-65,8	-385,4

Tabella 2.10: operatività con parti correlate del gruppo FonSai.

Fonte: bilanci consolidati FonSai, anni vari.

I dati complessivi sulle operazioni con parti correlate permettono già di effettuare alcune considerazioni (cfr. Tabella 2.10). La prima è che gli oneri relativi a tali operazioni eccedono sistematicamente i relativi proventi, il che qualifica il gruppo FonSai come acquirente netto di beni e servizi da parte di soggetti correlati. Il secondo

⁵⁵ Le imprese di assicurazioni incassano la totalità dei ricavi prima di sostenere i relativi costi. Al contrario nelle imprese edilizie il sostenimento dei costi, in particolare quelli per le materie prime ed i macchinari, precede il conseguimento dei ricavi, che vengono incassati a stato avanzamento lavori ed in parte al completamento dell'opera.

⁵⁶ Come sarà illustrato oltre tale finanziamento è avvenuto in parte attraverso il pagamento anticipato di una porzione significativa dei corrispettivi per le prestazioni erogate dalle società appaltatrici e di progettazione.

⁵⁷ Tale scelta è motivata dal fatto che in tali dati non sono incluse le transazioni aventi come controparte le società rientranti nel perimetro di consolidamento, le quali non sono rilevanti ai fini di questa analisi. I dati consolidati ricomprendono invece le operazioni poste in essere da Milano Assicurazioni con soggetti correlati non inclusi nel perimetro di consolidamento di FonSai.

aspetto rilevante è che FonSai e le sue controllate risultano creditrici nette verso i soggetti correlati, dal momento che le relative attività eccedono sistematicamente le passività. Il fatto che in media FonSai abbia finanziato i soggetti correlati è in apparente contraddizione con la sua posizione di acquirente netto, che avrebbe invece suggerito che FonSai fosse debitrice netta. In realtà l'eccedenza dei rapporti creditorî dipende, come sarà più chiaro più avanti, dagli acconti versati nell'ambito delle operazioni immobiliari alle le società Im.Co., ICEIN e Mi.Pr.Av.

Maggiori informazioni possono essere tratte analizzando il dettaglio dei dati per gli ultimi quattro esercizi riclassificati per natura dell'operazione (cfr. Tabella 2.11 e Tabella 2.12). Come anticipato, la maggior parte delle transazioni riguardano operazioni immobiliari, il cui saldo economico è sistematicamente e significativamente negativo ed il cui saldo patrimoniale è al contrario stabilmente positivo. I dati confermano un'intensa attività di committenza immobiliare da parte di FonSai verso soggetti correlati, a fronte della quale sono stati versati acconti significativi. Tale circostanza conferma che parte delle opere sono state pagate in anticipo, finanziando di fatto il soggetto appaltatore.

Come emergerà nel prosieguo, le operazioni che, assieme a quelle immobiliari, più di altre destano il sospetto di indebiti trasferimenti di ricchezza sono le acquisizioni di servizi e consulenze, a fronte delle quali nel periodo considerato il gruppo ha pagato quasi €70 milioni a soggetti correlati.

Per quanto riguarda invece gli emolumenti alle cariche sociali ed al *top management* emerge che negli ultimi quattro anni sono stati sostenuti costi per oltre €100 Milioni. Sia i servizi ricevuti sia gli emolumenti sono stati saldati in breve tempo, e non hanno generato significativi rapporti di debito.

Infine dai dati emerge che gli unici proventi realizzati dal gruppo nell'ambito di operazioni con parti correlate si riferiscono all'attività assicurativa, ovvero alle polizze vendute da FonSai a soggetti correlati quali amministratori, sindaci, dipendenti o società. Di rilevanza marginale risultano invece i proventi per attività finanziarie, che si riferiscono a due investimenti partecipativi effettuati da Milano Assicurazioni in società non rientranti nel perimetro di consolidamento, e per questo incluse nelle operazioni con parti correlate.⁵⁸

⁵⁸ Cfr. prospetto informativo aumento di capitale luglio 2011, pag.315.

dati in € mln.	31/12/2008			31/12/2009			31/12/2010			31/12/2011			Saldo cumulato
	Proventi	Oneri	Saldo	Proventi	Oneri	Saldo	Proventi	Oneri	Saldo	Proventi	Oneri	Saldo	
Attività immobiliare	13,3	63,1	-49,9	15,8	90,0	-74,2	85,8	93,5	-7,7	35,6	79,3	-43,7	-175,4
Attività assicurativa	8,5	0,5	8,0	13,1	10,5	2,6	29,2	20,2	9,0	34,0	16,6	17,4	37,0
Attività Finanziaria	7,9	0,3	7,7	2,8	0,0	2,8	0,4	0,2	0,2	1,1	3,1	-2,0	8,7
Servizi Prestati	0,8	0,0	0,8	0,6	0,0	0,6	1,1	0,0	1,1	0,6	0,0	0,6	3,2
Servizi Ricevuti	0,1	20,4	-20,3	0,0	23,9	-23,9	0,0	16,5	-16,5	0,0	7,7	-7,7	-68,3
Emolumenti a cariche sociali	0,0	26,7	-26,7	0,0	18,4	-18,4	0,0	16,4	-16,3	0,0	10,6	-10,6	-71,9
Emolum. a dir. con resp. Strat.	0,0	4,6	-4,6	0,0	3,2	-3,2	0,0	5,5	-5,5	0,0	20,0	-20,0	-33,3
TOTALE	30,6	115,6	-85,0	32,4	146,1	-113,7	116,5	152,2	-35,8	71,4	137,2	-65,8	-300,2

Tabella 2.11: operatività con parti correlate del gruppo FonSai; dettaglio saldi economici.

Fonte: prospetto aumento di capitale Luglio 2011; bilanci consolidati FonSai, anni vari.

dati in € mln.	31/12/2008			31/12/2009			31/12/2010			31/12/2011		
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Saldo
Attività immobiliare	356,0	67,8	288,2	239,2	28,8	210,4	313,0	41,1	271,9	272,1	7,8	264,3
Attività assicurativa	0,0	0,0	0,0	0,0	2,7	-2,7	0,0	0,1	-0,1	0,2	4,0	-3,8
Attività Finanziaria	91,4	0,7	90,6	100,1	0,0	100,1	118,4	21,7	96,6	293,2	5,3	287,8
Servizi Prestati	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	1,3	0,0	1,3	0,9	0,0	0,9
Servizi Ricevuti	0,1	3,0	-2,9	0,0	5,3	-5,3	0,3	2,2	-1,9	0,1	2,3	-2,3
Emolumenti a cariche sociali	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	-0,6	0,0	3,7	-3,7	0,0	1,7	-1,7
Emolum. a dir. con resp. Strat.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
TOTALE	447,7	71,6	376,0	339,4	37,4	302,0	433,0	68,8	364,2	566,5	21,2	545,3

Tabella 2.12: operatività con parti correlate del gruppo FonSai; dettaglio saldi patrimoniali.

Fonte: prospetto aumento di capitale Luglio 2011; bilanci consolidati FonSai, anni vari.

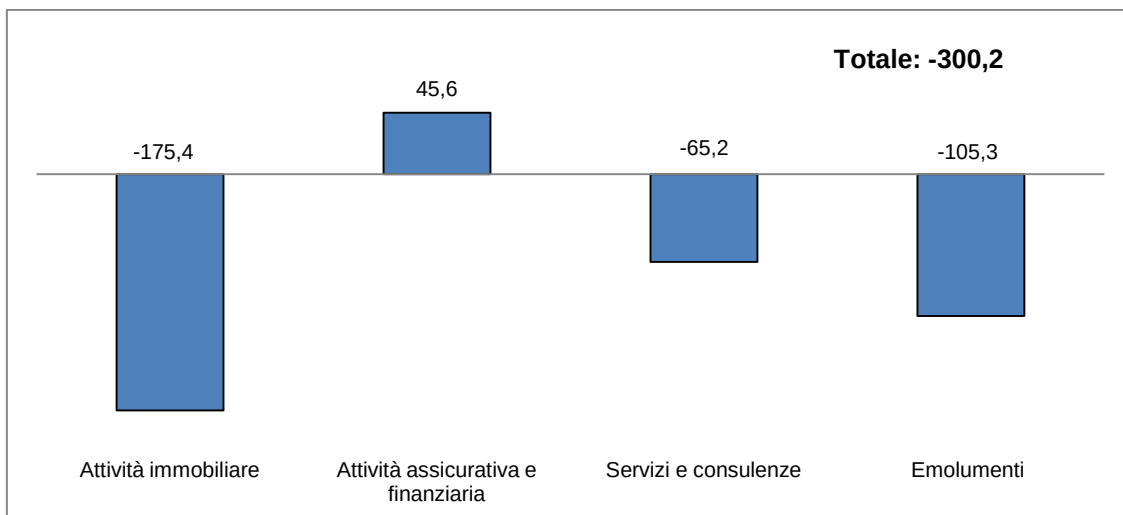


Figura 2.17: scomposizione per natura saldi netti cumulati fra proventi ed oneri relativi ad operazioni con parti correlate del gruppo FonSai (Dati in € Milioni).

Fonte: elaborazione dell'autore su dati prospetto aumento di capitale e bilanci consolidati FonSai.

La Figura 2.17 riassume oneri e proventi relativi al complesso delle operazioni poste in essere fra il 2008 ed il 2011. A fronte di un saldo economico cumulato negativo per oltre €300 Milioni soltanto i servizi assicurativi hanno generato proventi. Le altre categorie di operazioni, in particolare quelle immobiliari e le consulenze, meritano invece un approfondimento più analitico per almeno due motivi. In primo luogo hanno generato un saldo netto fra ricavi e costi di segno sistematicamente negativo e di importo assolutamente rilevante. In secondo luogo la maggior parte di tali costi sono stati sostenuti nell'ambito di alcune operazioni concluse con un numero limitato di controparti ma di importo unitario significativo. Di conseguenza, anche alla luce dei già illustrati incentivi a manipolare le condizioni contrattuali, proprio con riguardo a queste operazioni occorre verificare la correttezza formale dei processi decisionali e l'adequazione sostanziale dei corrispettivi e delle altre condizioni pattuite.

Le criticità insite nell'intensa operatività con parti correlate sono state per la prima volta portate istituzionalmente all'attenzione degli azionisti e della stampa dal Fondo Amber, azionista di FonSai⁵⁹, il 17 Ottobre 2011. In quella data i legali del fondo facevano pervenire al collegio sindacale una denuncia per fatti censurabili ai sensi dell'art. 2408 del Codice civile, con la quale si chiedeva all'organo di controllo di indagare su una serie di transazioni sospette. In particolare il fondo eccepiva dubbi sulla correttezza sostanziale e procedurale dei processi decisionali attivati in occasione

⁵⁹ Il fondo detiene il 2,1% di Fondiaria-Sai. Per maggiori dettagli sulla struttura azionaria, cfr. Paragrafo 2.3.

di alcune operazioni con parti correlate con riguardo alle quali si sottolineava il sistematico squilibrio fra prestazioni e controprestazioni, il cui esito si rivelava sempre a svantaggio di Fondiaria-Sai. Il 19 Marzo 2012, in occasione dell'assemblea chiamata a deliberare l'aumento di capitale FonSai, il collegio ha pubblicato una relazione con la quale si dà conto degli esiti delle attività di verifica svolte. Il 20 Aprile poi, facendo seguito ad una richiesta da parte della Consob⁶⁰, tale documento è stato integrato dalla pubblicazione di un'ulteriore relazione avente ad oggetto un nuovo insieme di operazioni con parti correlate in aggiunta rispetto a quelle già denunciate dal fondo Amber.

Questi due documenti costituiscono, ad oggi, la principale fonte a cui attingere per verificare non solo il rispetto delle procedure legali e societarie previste in caso di operazioni in conflitto di interessi o con parti correlate, ma soprattutto la correttezza sostanziale delle operazioni stesse. Nell'analizzare brevemente le transazioni l'attenzione sarà concentrata in particolare sull'adeguatezza dei corrispettivi e dei compensi pagati da FonSai, al fine di valutare se e in quale misura queste possano essere state compiute per distrarre ricchezza dalle società quotate veicolandola verso le controparti correlate.

I due documenti fanno riferimento a tre diverse tipologie di operazioni, che possono essere così classificate:

- operazioni immobiliari con parti correlate;
- contratti di consulenza e per la prestazione di servizi con l'ing. Salvatore Ligresti ed altre società riconducibili alla Famiglia Ligresti;
- compensi corrisposti in favore dei consiglieri di amministrazione della società.

A queste si aggiunge l'acquisizione di Atahotels SpA dalle società correlate Sinergia e Raggruppamento Finanziario, la quale per dimensioni e complessità risulta difficilmente riconducibile alle categorie individuate. L'operazione Atahotels, le operazioni immobiliari e i compensi pagati a Salvatore Ligresti e alle società della famiglia saranno analizzati nel prosieguo del paragrafo. I compensi pagati a consiglieri di amministrazione saranno invece esaminati nel paragrafo 2.9, congiuntamente alle altre politiche di corporate governance.

⁶⁰ Il 16 Aprile 2012 Consob inviava una lettera a collegio sindacale di FonSai con la quale si chiedeva di integrare la relazione dell'organo di controllo allegata al progetto di bilancio 2011 rendendo pubbliche una serie di informazioni aggiuntive, fra cui *"informazioni sulle altre operazioni con parti correlate che il Collegio Sindacale ha ritenuto meritevoli di approfondimento e sugli esiti degli approfondimenti svolti su tali operazioni, anche con riguardo alla correttezza delle procedure seguite e alla convenienza per la Società delle operazioni medesime"*.

2.7.1. Operazioni Immobiliari con parti correlate

Per quanto riguarda le operazioni immobiliari con parti correlate il Fondo Amber, nella sua denuncia, contestava l'esistenza di una prassi comune a più compravendite, la quale prevedeva:

- 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 (o all'acconto sullo stesso) 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.

Dalle analisi del collegio sindacale, il quale ha visionato i documenti relativi a sette diverse operazioni, emerge che effettivamente, almeno in quattro di queste, lo schema individuato nella denuncia trova riscontro nella realtà dei fatti. Infatti sia il saldo negativo fra gli acconti pagati e incassati che l'apporto di varianti di progetto in corso d'opera con conseguente aumento dei costi e slittamento della data consegna sono elementi ricorrenti nelle operazioni di Via Fiorentini a Roma, Via Confalonieri e Via Lancetti a Milano e nel complesso di San Pancrazio Parmense (cfr. Tabella 2.13).

Alcuni elementi sono invece comuni a tutte le operazioni. Da un punto di vista formale il collegio ha appurato che, tranne in alcuni casi, tanto le norme civilistiche in materia di conflitti di interesse degli amministratori quanto quelle interne ed autoregolamentari in tema di operazioni con parti correlate sono state rispettate.

Nonostante il rispetto di tali procedure da un punto di vista sostanziale le operazioni in analisi presentano numerosi caratteri anomali, primo fra tutti 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”*. Inoltre il collegio sindacale ha riscontrato che non sono state *“intraprese dalla società operazioni similari a quelle descritte in relazione con soggetti non parti correlate”*.

<i>dati in € milioni</i>	Via Fiorentini Roma	Via Confalonieri Milano	Via Lancetti Milano	San Pancrazio Parmense
Acquirente	Milano Ass.	Milano Ass.	Milano Ass.	Progestim (controllata FonSai)
Costruttore	ASA (controllata Premafin)	Im.Co.	Im.Co.	Im.Co.
Perito	Scenari Immobiliari	Scenari Immobiliari	Scenari Immobiliari; KPMG	Scenari Immobiliari
Prezzo di Vendita terreno	20,60	28,80	9,60	terreno già detenuto da Im.Co.
Acconto	20,60	5,76	9,60	terreno già detenuto da Im.Co.
Prezzo Acquisto Complesso Immobiliare (contratto per cessione di Cosa Futura)	96,20	93,70	36,40	28,16
Acconto	28,86	9,37	10,92	8,45
Saldo iniziale per acquirente (finanziamento infragruppo)	-8,26	-3,61	-10,92	-8,45
Data di Consegna prevista	31/12/2006	30/04/2008	31/12/2005	31/12/2006
Costo varianti di progetto	13,78	5,40	11,09	18,70
Costo aggiornato opera	109,98	99,10	47,49	46,86
Importo pagato al 31/12/2011	103,51	70,97	47,49	23,23
Importo da pagare al 31/12/2011	6,47	28,13	0,00	2,00
Ulteriori richieste dell'appaltatore	35,00	no	0,00	38,10
Opera completata	no	no	sì	no
Applicazione Penali contrattuali	no	no	no	no
Valore di bilancio 2010 (Perizia Scenari Immobiliari)	103,60	99,10	76,50	-
Valore immobile (a finire) al 31/12/2011 (Nuove perizie)	81,94	88,00	63,70	31,20
Impairment	21,66	11,10	12,80	-
Perdita secca (base case)	28,03	11,10	0,00	15,66
Perdita secca (worst case: accettazione richieste appaltatore)	63,03	11,10	0,00	32,13

Tabella 2.13: operazioni immobiliari con parti correlate, dati di sintesi.

Fonte: elaborazioni dell'autore su dati relazione Collegio Sindacale.

Non essendo mai state prese in considerazione proposte alternative a quelle delle società correlate particolare rilevanza al fine di vagliare l'adeguatezza delle condizioni contrattuali proposte assumono i pareri e le valutazioni forniti da esperti indipendenti. In effetti sono state sempre assunte *fairness opinion* per la valutazione delle aree e dei complessi immobiliari. Tuttavia dalla relazione risulta che l'alternanza degli esperti è stata molto ridotta, dal momento che la maggior parte delle stime sono state commissionate alla società Scenari Immobiliari (cfr. Tabella 2.13). Inoltre le *opinion* sono state assunte solo in fase di avvio dei lavori, e non sono state quasi mai opportunamente aggiornate a seguito delle modifiche progettuali, nonostante le ipotesi in termini di tempi di consegna degli immobili su cui erano basate non fossero più valide. Ciò nonostante le richieste al rialzo degli appaltatori correlati sono state quasi sempre accolte, i costi sono lievitati e le penali previste per la ritardata consegna dei beni non sono mai state applicate.

A inizio 2012 la società ha commissionato nuove perizie al fine di sottoporre ad *impairment* il valore dei complessi interessati. Le nuove valutazioni hanno attribuito agli immobili valori quasi sempre inferiori a quelli emersi dalle valutazioni precedenti e tali da determinare, in più di un caso, un'eccedenza dei costi sostenuti rispetto al valore corrente della struttura. Questo significa che, in sostanza, le modifiche progettuali non hanno mai generato un valore sufficiente a giustificare le spese che hanno fatto sorgere. Ad avvantaggiarsene sono state le controparti correlate, le quali hanno potuto così incrementare il proprio fatturato.

2.7.2. L'operazione Atahotels

L'acquisizione di Atahotels, società attiva nel settore alberghiero, presenta, al pari delle operazioni immobiliari con parti correlate, profili che hanno fatto sorgere seri dubbi circa la convenienza per FonSai e Milano Assicurazioni a prendervi parte. Le due assicuratrici hanno acquistato rispettivamente il 51% ed il 49% della società dalle parti correlate Sinergia e Raggruppamento Finanziario nel corso del 2009. Sebbene da un punto di vista formale il collegio sindacale abbia verificato che tutti gli adempimenti previsti dalle normative interne ed esterne sono stati rispettati, per FonSai e Milano l'operazione, che ha fruttato €30 Milioni alla società Im.Co., si è rivelata di dubbia convenienza. Infatti *“l'andamento effettivo di Atahotels si è rivelato decisamente peggiore e le previsioni di cui al business plan preso in considerazione all'atto dell'acquisizione sono state disattese in negativo”*. Per effetto dell'andamento

insoddisfacente della gestione FonSai e Milano si sono dovute quindi far carico di ripetuti aumenti di capitale della società per complessivi €79 Milioni di Euro fra il 2009 ed il 2011, ed il nuovo piano industriale stima in €40 Milioni le ricapitalizzazioni necessarie da oggi al 2014.

A seguito di questa transazione, che ha fatto transitare €30 Milioni verso la parte alta della catena di controllo, Milano e FonSai si sono fatte carico di una partecipazione che non solo non è stata capace di esprimere un valore tale da giustificare il prezzo pagato, ma che ha assorbito e continua ad assorbire un ingente quantitativo di risorse finanziarie. Tali oneri, che in assenza dell'acquisizione sarebbero stati a carico Sinergia, ovvero della Famiglia Ligresti, sono stati invece sopportati dagli azionisti di FonSai e Milano. La cifra, se si sommano al prezzo pagato le numerose iniezioni di capitale fin qui resesi necessarie, ammonta a 109 milioni di Euro, che rischiano di crescere a quasi 150 nei prossimi tre anni.

Lo stato di sofferenza di Atahotels è stato ricondotto, oltre che alla crisi del settore, anche alla particolare conformazione dei contratti di affitto degli immobili adibiti a strutture recettive, la maggior parte dei quali di proprietà di Fondiaria o di sue società controllate.⁶¹ Alla luce del fatto che proprietario e locatario appartengono al medesimo gruppo il collegio sindacale ha deciso di indagare le motivazioni che hanno spinto alla stipula di contratti onerosi a punto tale da essere arrivati a pesare, nel 2010, per oltre il 30% dei ricavi di Atahotels.

Dall'analisi dei tredici contratti di locazione attualmente in vigore fra Atahotels e le società del gruppo FonSai è emerso che almeno in cinque casi questi sono stati stipulati o rinegoziati *"in occasione dell'acquisto dell'immobile da società parti correlate del gruppo FonSai o della sua cessione all'interno dello stesso Gruppo"*. Gli immobili sono stati valutati sulla base di metodi finanziari basati sul DCF, utilizzando come input i flussi di cassa previsti dai contratti di locazione con Atahotels, dal momento che complessi e contratti venivano trasferiti congiuntamente. L'utilizzo di tali input, sebbene non abbia tenuto in considerazione l'eccessivo gravame che tali canoni avrebbero determinato sui risultati di Atahotels, ha spinto verso l'alto la valutazione degli immobili, permettendo alle società correlate venditrici, nella fattispecie Im.Co., Sinergia e loro controllate, di spuntare un prezzo più vantaggioso.

⁶¹ I contratti di affitto fra Atahotels e FonSai prevedono un canone annuo pari ad una certa percentuale, solitamente contenuta, dei ricavi generati dalla struttura. I medesimi contratti stabiliscono tuttavia dei canoni fissi crescenti per i primi anni di validità, nonché un corrispettivo minimo garantito per gli anni successivi.

Il danno arrecato alle società quotate è stato doppio: esse infatti non solo hanno pagato un importo eccessivo per gli immobili, ma hanno anche acquisito la dissestata società locataria, ritrovandosi di fatto a sostenere le perdite cagionate in capo ad Atahotels da quei medesimi contratti di locazione. Controparti correlate, in tutte le transazioni, la holding Sinergia e le sue controllate.

2.7.3. I contratti di consulenza e i compensi alle società della famiglia

Il collegio sindacale ha appurato che all'ing. Salvatore Ligresti sono stati conferiti, fra il 2003 ed il 2010, incarichi di consulenza per un valore complessivo pari ad oltre €42 Milioni (cfr. Tabella 2.14).

committente	durata	causale	compenso annuale (€ Mln)	compenso (€ Mln.)
FonSai	2003 - 2004	assistenza e consulenza strategica e tecnica in ordine alle problematiche di natura urbanistica, edilizia ed amministrativa	3,5	7
Milano Ass.	2003 - 2004	assistenza e consulenza strategica e tecnica in ordine alle problematiche di natura urbanistica, edilizia ed amministrativa	1,5	3
FonSai	2005 -2006	rinnovo automatico precedente contratto	3,5	7
Milano Ass.	2005 -2006	rinnovo automatico precedente contratto	1,5	3
FonSai	2007 -2008	rinnovo automatico precedente contratto	3,5	7
Milano Ass.	2007 - 2008	compenso per attività ulteriori rispetto a quelle inizialmente previste	3	6
FonSai	2009 - 2010	rinnovo automatico precedente contratto	3,5	7
Totale FonSai e Milano				40
Progestim	2003-2005	assistenza sistematica nell'organizzazione e ne coordinamento delle funzioni tecnico gestionali dell'attività sociale	0,25	0,75
Progestim	2005-2007	rinnovo automatico precedente contratto	0,25	0,75
Progestim	2008-2011	rinnovo automatico precedente contratto	0,25	0,75
Totale Progestim				2,25
Totale				42,25

Tabella 2.14: contratti di consulenza conferiti all'ing. Salvatore Ligresti dalle società del gruppo.
Fonte: relazione del collegio sindacale relativa alla denuncia del Fondo Amber ex art. 2408 c.c.

Dalla relazione del collegio emerge che le deliberazioni del CdA in forza delle quali sono stati sottoscritti e rinnovati tali contratti sono state assunte in violazione dei principi adottati dal gruppo per le operazioni con parti correlate, nonché senza applicare la procedura prevista da codice civile per le operazioni in conflitto di interesse. In particolare non è stata assunta alcuna *fairness opinion* per valutare la congruità dei compensi, e la documentazione attestante le attività svolte dal consulente

è stata reputata dai sindaci *“non sufficiente a giustificare i compensi erogati”*. Inoltre non sembra che sia mai stata considerata la circostanza che le operazioni immobiliari in merito alle quali l'ing. Ligresti ha fornito la propria consulenza vedevano come controparti società correlate nelle quali il consulente stesso aveva un forte interesse personale.

Il ricorso da parte del gruppo FonSai a società controllate dalla Famiglia Ligresti per la fornitura di servizi di vario genere è però ampio e variegato, e non si limita alle consulenze prestate dall'ing. Ligresti stesso. Ad esempio alla società SoGePi viene affidata la gestione degli immobili del gruppo, mentre a Codigest vengono regolarmente appaltati i lavori di manutenzione ordinaria degli immobili stessi. Il Fondo Amber, nella sua denuncia, individuava in €3,9 Milioni di Euro la cifra corrisposta alle due società nel triennio 2008-2010. Anche in questo caso, sebbene gli importi unitari delle fatture non richiedessero l'attivazione delle procedure per operazioni con parti correlate, non risultano essere stati presi in considerazione fornitori o prezzi alternativi rispetto a quelli proposti dalle parti correlate.

Simili considerazioni possono essere fatte per i contratti stipulati per progetti di co-marketing e comunicazione con le società correlate Gilli e Gilli Communication per un valore complessivo di oltre € 2 Mln. Il collegio sindacale qualifica tali rapporti come *“non caratterizzati da significativi elementi di anomalia”*. Anche in questo caso, tuttavia, la controparte correlata è stata scelta senza l'attivazione di procedure di gara e senza preve comparazioni con offerte alternative.

2.7.4. Conclusioni

Le operazioni che si sono prese in analisi costituiscono solo una parte di quelle oggetto di verifica da parte del collegio sindacale. Inoltre ad oggi le indagini dell'organo di controllo sono ancora in corso, e non si può escludere che col tempo possano essere resi noti ulteriori dettagli sulle operazioni già verificate nonché nuove transazioni che destino il sospetto dell'abuso.

In ogni caso, ai fini dell'elaborato, le operazioni esaminate già costituiscono, agli occhi di chi scrive, un campione sufficiente a sostenere che almeno parte dell'operatività con parti correlate celi dei trasferimenti di ricchezza dalle società quotate ai soggetti posti al vertice della catena partecipativa. Chiaramente ricondurre lo stato di dissesto in cui versa oggi il gruppo esclusivamente a tali circostanze appare una posizione non

corretta. Tuttavia non bisogna sottovalutare la portata del fenomeno, il quale ha senza dubbio interagito con quelli già esaminati, amplificandone gli effetti negativi.

In ogni caso la conclusione più rilevante che è possibile trarre dall'analisi di queste operazioni riguarda la qualità del management e dei meccanismi di governo societario adottati dalla società. Come sostenuto in apertura di capitolo gran parte delle criticità riscontrate in tutti i rami della gestione hanno una matrice più o meno diretta in debolezze di natura organizzativa. L'individuazione di tali debolezze da parte degli organi di controllo esterni ed interni avrebbe permesso di individuare in anticipo in quali aree le criticità di natura operativa avrebbero potuto manifestarsi. Proprio con riguardo all'operatività con soggetti correlati è il caso di ricordare che il collegio sindacale ha riscontrato che, nella maggior parte delle operazioni, le procedure formali e le norme di legge sono state applicate. Ciò nonostante dal punto di vista sostanziale molte di queste operazioni sono state compiute a danno di FonSai. Alla luce di ciò l'area su cui occorre concentrare l'attenzione al fine di trovare le ragioni profonde della crisi sono proprio i soggetti, gli strumenti e le relazioni alla base dei meccanismi di governo societario del gruppo, che saranno prese in analisi nel paragrafo 2.9.

2.8. *Investment mix* e Attività Diversificate

L'ultimo elemento di criticità che prenderemo in considerazione 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 fortemente concentrato su poche partecipazioni strategiche in società quotate italiane. Il comparto *real estate* invece, anche in conseguenza delle operazioni con parti correlate analizzato nel paragrafo 2.7, 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.

Il primo dato da prendere in considerazione per analizzare la composizione del portafoglio investimenti del gruppo è l'articolazione dell'*investment mix* così come resa nota dal management della compagnia durante le presentazioni dei risultati annuali agli analisti (cfr. Figura 2.19).

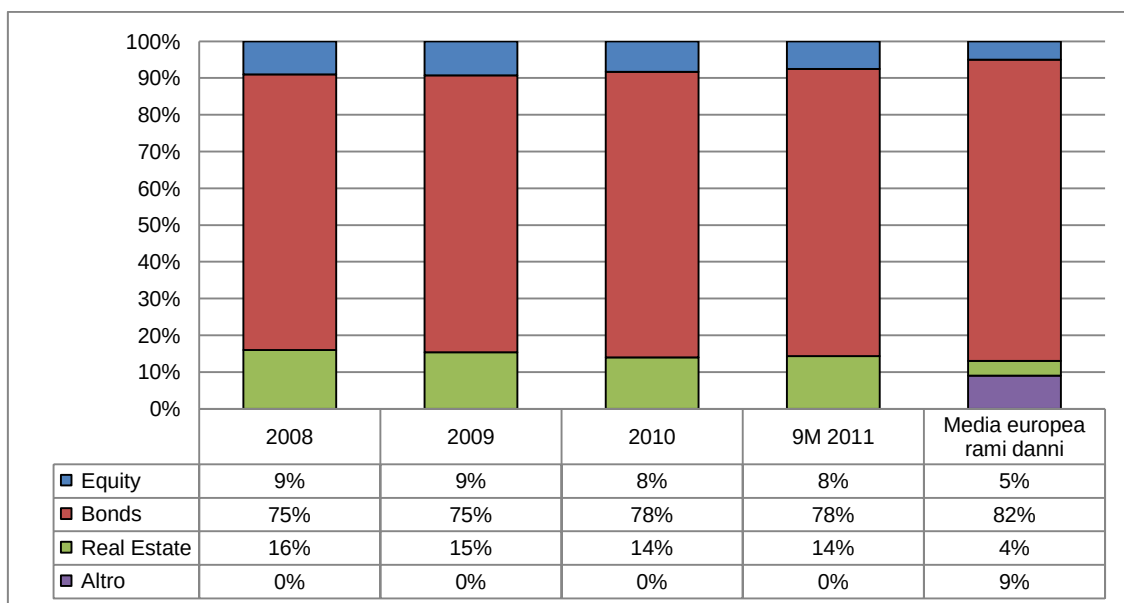


Figura 2.18: *investment mix* di Fondiaria-Sai e media europea rami danni.
Fonte: presentazioni FonSai agli analisti; piano industriale Sator-Palladio.

Dal punto di vista dell'evoluzione del *mix* nel tempo emerge un lento ma progressivo ridimensionamento dell'investimento in titoli azionari e attività immobiliari. Ogni confronto spaziale è invece inibito dalla scarsa comparabilità con i dati forniti da altre compagnie o relativi al settore, dal momento che i criteri di riclassificazione degli investimenti possono variare anche significativamente in ragione delle scelte operate dalle singole compagnie. Posta questa premessa, accostando i numeri di FonSai alla media europea dei rami danni così come ricostruita dai fondi Sator e Palladio già risalta il sovradimensionamento dei comparti *equity* e *real estate*.

Un confronto più preciso può però essere realizzato a partire dai dati di bilancio, con la consapevolezza che questi costituiscono soltanto una *proxy* del reale *investment mix* delle compagnie. Tali informazioni tuttavia sono basate su un set omogeneo di principi contabili e vengono raccolte ed aggregate da organismi di controllo nazionali e sovranazionali; hanno quindi il pregio di prestarsi ad essere utilizzate per delle comparazioni. Quanto emerso dalla Figura 2.18 viene confermato dal confronto, per l'esercizio 2010, fra gli attivi patrimoniali riclassificati di FonSai, la media dei rami danni delle imprese italiane e lo stesso dato medio per l'insieme delle imprese italiane, francesi e tedesche (cfr. Figura 2.19).

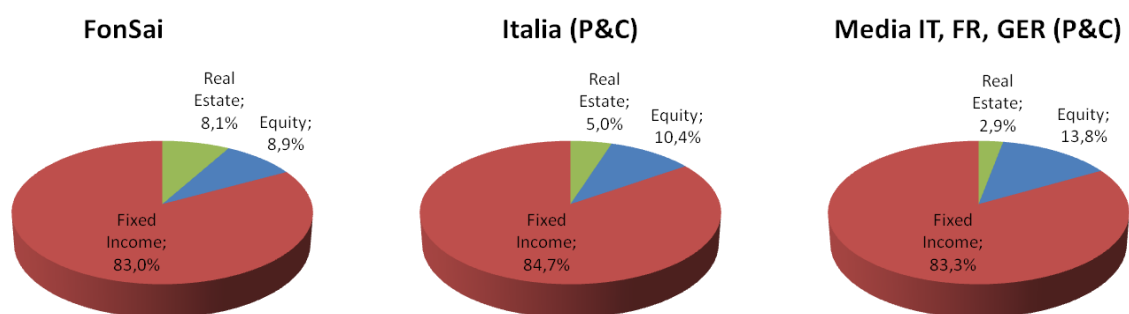


Figura 2.19: comparazione attivi patrimoniali FonSai, media italiana rami danni, e media Italia, Francia e Germania rami danni. Esercizio 2010. La voce *Equity* comprende anche le quote di fondi. La voce *Fixed Income* comprende, oltre alle obbligazioni sovrane e societarie, gli investimenti in mutui residenziali, altri finanziamenti e depositi.

Fonte: stime e rielaborazioni dell'autore su dati consolidati FonSai, ANIA e OECD

L'investimento in attività immobiliari pesa per oltre l'8% degli attivi patrimoniali di FonSai, contro il 5% delle imprese italiane e meno del 3% delle principali imprese europee. Quanto all'investimento in *equity*, quanto risulta dai dati non deve trarre in inganno. Infatti, in primo luogo tale esposizione fino al 2007 eccedeva la media italiana ed europea, e si è ridotta soltanto recentemente sia a seguito di scelte gestionali sia a causa di un ribilanciamento involontario dovuto alla pessima *performance* di queste *asset class* (cfr. Tabella 2.15). In secondo luogo il dato comprende non soltanto l'investimento in azioni e quote di società, ma anche le quote di fondi di investimento. Nel panorama europeo l'investimento in fondi costituisce una prassi estremamente diffusa, mentre in FonSai conta per meno della metà del comparto *equity*, il che farebbe supporre che vi sia in ogni caso una sovraesposizione ai titoli azionari. Infine, come emergerà più avanti, il problema di Fondiaria non è tanto la sovraesposizione verso il comparto *equity*, quanto piuttosto la composizione del portafoglio azionario.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Equity	-	-	9,6%	5,8%	6,4%	5,3%
Quote di OICR	-	-	7,0%	5,5%	4,0%	3,6%
Equity + Quote di OICR	15,4%	17,2%	16,6%	11,3%	10,4%	8,9%

Tabella 2.15: investimenti di FonSai in titoli azionari e quote di OICR sul totale degli investimenti. I dati disaggregati non sono disponibili per gli esercizi precedenti il 2007.

Fonte: rielaborazioni dell'autore su dati bilancio consolidato FonSai, anni vari.

Le anomalie emerse in termini di composizione del portafoglio investimenti richiedono specifici approfondimenti con riguardo rispettivamente all'investimento in

titoli azionari, in *real estate* e nelle attività diversificate, che saranno adesso prese in considerazione individualmente.

2.8.1. Le partecipazioni strategiche

Come anticipato, l'aspetto caratterizzante del portafoglio azionario di FonSai è la presenza di pacchetti azionari di sette società quotate del listino italiano. L'importo di tali pacchetti, la durata dell'investimento e la partecipazione attiva alla governance delle società in oggetto qualificano tali pacchetti azionari come partecipazioni strategiche (cfr. Tabella 2.16).

L'importo impiegato in tali partecipazioni è di assoluta rilevanza: nel 2007, con il mercato azionario ai massimi, il valore complessivo ammontava a circa € 2,2 Miliardi. Tuttavia, anche a seguito di numerosi impairment, tali pacchetti sono stati iscritti nel bilancio 2011 per un valore di carico complessivo di circa €500 Milioni.

Quanto alla durata dell'investimento nel tempo, le quote di partecipazione appaiono relativamente costanti nel tempo, a conferma della natura strategica delle stesse e della volontà di prendere parte alla *governance*. Unica eccezione è costituita dalle azioni di MPS, che sono state cedute quasi integralmente nel corso degli ultimi anni.

Quanto alle quote di partecipazione, sebbene queste siano sempre di importo modesto, di rado superiori al 5% del capitale, occorre sottolineare che si tratta in tutti i casi di società quotate di grandi dimensioni, il cui capitale è estremamente polverizzato. In queste circostanze anche una partecipazione di alcuni punti percentuali permette di partecipare al governo societario.

	2007	2008	2009	2010	2011	Partecipazione ai Patti	Amministratori Nominati
Generali	2,05%	1,02%	1,00%	1,13%	1,07%	-	no
Unicredit	0,54%	0,36%	0,25%	0,35%	0,32%	-	Salvatore Ligresti (fino all'esercizio 2010)
Gemina	4,18%	4,18%	4,18%	4,18%	4,19%	sì	Piergiorgio Peluso, Massimo Pini; nel 2010 Andrea Novarese
Mediobanca	3,84%	3,84%	3,84%	3,84%	3,83%	sì	Jonella Ligresti
MPS	1,01%	0,51%	0,40%	0,40%	0,04%	no	No
RCS	5,50%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	sì	Jonella Ligresti
Pirelli	4,48%	4,48%	4,48%	4,48%	4,48%	sì	Giulia Maria Ligresti

Tabella 2.16: partecipazioni strategiche di Fondiaria-Sai – quote di partecipazione, partecipazione al patto di sindacato ed amministratori nominati.

Fonte: Consob; bilanci consolidati FonSai, anni vari.

Infatti, come riassunto in Tabella 2.16, FonSai, con l'unica eccezione rappresentata da MPS, partecipa ai patti di sindacato di tutte le società in cui si rilevi l'esistenza di accordi parasociali. Inoltre in molti casi è o è stata in grado di eleggere dei propri rappresentanti in Consiglio di Amministrazione. Fino al 2010 il patron Salvatore Ligresti sedeva nel CdA di Unicredit; la figlia Jonella è consigliere di lungo corso in Mediobanca ed RCS, mentre Giulia Maria Ligresti è consigliere in Pirelli. Nel CdA di Gemina invece siedono Massimo Pini, vicepresidente e consigliere di FonSai, e Piergiorgio Peluso, DG di FonSai. Inoltre, fino al 2010 era consigliere di Gemina Andrea Novarese, attuale DG di Premafin.

Quanto sottolineato fa emergere che l'obiettivo che si intende perseguire detenendo tali partecipazioni non è tanto la percezione di un reddito, come normalmente avviene per gli investimenti azionari posti in essere dalle assicurazioni, quanto piuttosto la possibilità di partecipare al governo delle società partecipate, ponendo in essere una rete di rapporti tipica del capitalismo di relazione italiano.

Per effetto di tale scelta però il portafoglio *equity* del gruppo risulta pesantemente sbilanciato verso queste singole esposizioni, che pesano per circa il 40% del totale degli investimenti azionari (cfr. Figura 2.20).

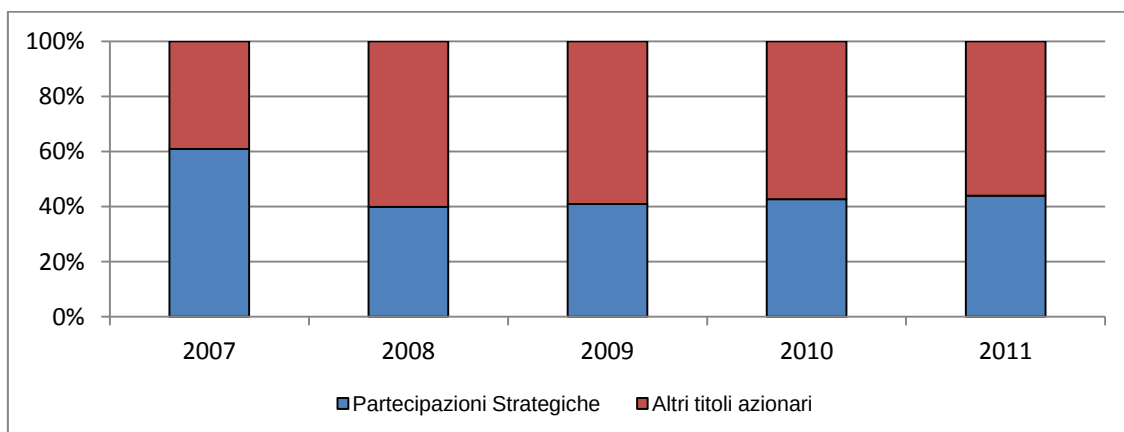


Figura 2.20: peso delle partecipazioni strategiche sul totale del portafoglio *Equity*.
Fonte: rielaborazioni dell'autore su dati bilanci consolidati FonSai.

Tale sbilanciamento comporta numerosi inconvenienti. La più evidente debolezza è l'eccessiva concentrazione, sia in termini assoluti che in termini geografici e settoriali, con evidenti danni in termini di mancati benefici della diversificazione. Tale concentrazione sul mercato italiano, in particolare verso le principali società del comparto finanziario, tende così ad aumentare la ciclicità dei risultati di esercizio. Infatti tali partecipazioni sono iscritte in bilancio nel portafoglio titoli *available for sale*,

pertanto il valore di carico viene ogni anno valutato a *fair value* con contropartita a patrimonio netto. Ne consegue che la redditività complessiva, nonché il conto economico stesso nel caso in cui tali esposizioni vengano sottoposte ad *impairment*, recepiscono ogni anno le variazioni di valore di questi sette titoli. La dimensione di tale dipendenza è evidente osservando l'evoluzione nel tempo del valore di tali esposizioni (cfr. Figura 2.21).

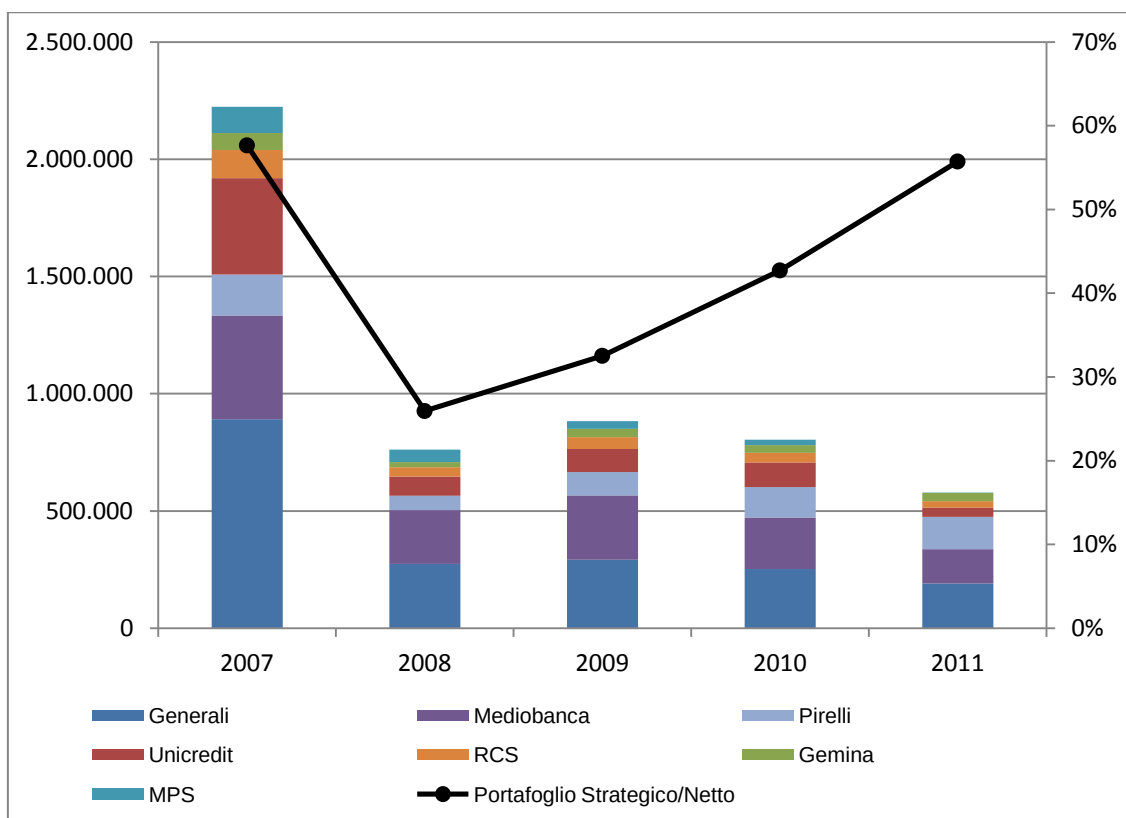


Figura 2.21: valore di carico delle partecipazioni strategiche e incidenza sul patrimonio netto.
Fonte: bilanci consolidati FonSai, anni vari.

Nonostante l'effetto di tali perdite di valore il rapporto fra portafoglio strategico e patrimonio netto è aumentato nel tempo fino ad arrivare al 56% a fine 2011⁶². Mentre i benefici del controllo di tali partecipazioni sono goduti esclusivamente dalla Famiglia Ligresti, la quale, in qualità di azionista di riferimento di FonSai, ne controlla i relativi diritti di voto; i costi in termini di mancata diversificazione sono sopportati dalla globalità degli azionisti, la maggior parte dei quali, come noto, di minoranza. Nel 2010 il management della società, che di certo non ignorava i rischi connessi a tale strategia

⁶² Il portafoglio strategico viene rapportato ai mezzi propri in quanto i titoli che lo compongono sono stati qualificati come partecipazioni strategiche che, essendo investimenti sostanzialmente immobilizzati, non possiedono un grado di liquidità tale da poterli assumere detenuti come impiego delle riserve tecniche.

di investimento, nel presentare i dati finanziari dell'esercizio 2009 agli analisti sottolineava che fra le politiche in atto figurava l'intenzione di *“ridurre la concentrazione del portafoglio Equity entro il 2011”*. Con l'eccezione della partecipazione in MPS, tale promessa risulta ampiamente disattesa.

2.8.2. L'investimento in Real Estate

Come già illustrato in Figura 2.18 e Figura 2.19 il gruppo investe nel settore immobiliare in misura superiore ai valori medi di settore. Di conseguenza ci si dovrebbe aspettare che alla base di tale scelta vi sia la capacità, da parte di Milano e FonSai, di conseguire risultati molto positivi in questo settore. Ciò che emerge dai bilanci della società è che al contrario il settore immobiliare ha generato risultati significativamente negativi durante gli ultimi quattro esercizi (cfr. Tabella 2.17).

<i>dati in € Milioni</i>	2007	2008	2009	2010	2011
Risultato ante-imposte <i>real estate</i>	36,3	(70,1)	(95,3)	(51,0)	(202,0)

Tabella 2.17: risultato ante imposte del settore immobiliare.

Fonte: bilanci consolidati FonSai, anni vari.

L'andamento negativo dell'attività di investimento in complessi immobiliari può essere ricondotta, almeno in parte, alle difficoltà del settore. Tuttavia, come già emerso nel paragrafo 2.7.1, molti dei complessi immobiliari sono stati acquisiti da soggetti correlati nell'ambito di grandi operazioni di valorizzazione edilizia. L'incremento dei costi ed i ritardi nella consegna delle opere, applicati alla scala di queste operazioni, possono aiutare a spiegare il risultato economico negativo. Inoltre a cause dell'errata valutazione delle medesime opere, o della loro svalutazione occorsa negli ultimi esercizi, il gruppo si è visto costretto a svalutare il patrimonio immobiliare di proprietà per €342 Milioni nel 2011, dopo aver sostenuto *impairment* per €108 Milioni nel 2010 ed €13 Milioni nel 2009, per una svalutazione complessiva pari a circa il 9,8% rispetto al valore di mercato a fine 2009. Nel bilancio 2009, come già visto, la compagnia si riproponeva di porre in essere un *“ribilanciamento dell'asset allocation del portafoglio investimenti, sia attraverso la riduzione della concentrazione nel comparto azionario entro il 2011, sia mediante la riduzione dell'esposizione nel settore immobiliare (con un obiettivo di riduzione del rapporto Investimenti in Immobili/Totale Investimenti pari*

all'1% entro il 2011).⁶³ Ad oggi tale previsione risulta disattesa con riguardo sia al portafoglio azionario sia a quello immobiliare.

A questo si aggiunga che molti immobili di proprietà del gruppo sono concessi in locazione alle società Atahotels, controllata da FonSai stessa ed in seria difficoltà proprio a causa dell'eccessiva onerosità dei canoni di locazione. Di conseguenza nel valutare le prospettive del settore non si può non prendere in considerazione un verosimile decremento dei flussi di reddito derivanti da tali complessi.

2.8.3. Le attività diversificate

Il gruppo FonSai, per tramite di alcune società controllate, esercita anche attività diverse da quella assicurativa ed immobiliare, in particolare nei settori alberghiero, bancario e del risparmio gestito. Tali attività diversificate, invece di fornire un contributo positivo al risultato complessivo, negli ultimi cinque esercizi hanno generato risultati sistematicamente negativi, contribuendo alla crisi del gruppo (cfr. Tabella 2.18).

<i>dati in € Milioni</i>	2007	2008	2009	2010	2011
Risultato prima delle imposte	36,0	(11,1)	(14,7)	(68,0)	(71,0)
<i>Atahotels</i>	-	-	(27,3)	(51,8)	(22,9)
<i>Banca Sai</i>	(3,8)	(2,3)	0,5	(15,0)	(9,8)

Tabella 2.18: risultato complessivo delle società attive nelle attività diversificate e quota parte relativa ad Atahotels e BancaSai.

Fonte: bilanci consolidati FonSai, anni vari.

Come emerge dalla Tabella 2.18, le quote più significative di tali perdite sono da attribuirsi in particolare alle società BancaSai e Atahotels. Per quanto riguarda quest'ultima, si richiama quanto detto nel paragrafo 2.7.2, ribadendo ancora una volta la dubbia convenienza per il gruppo ad acquisire la società, oggi controllata al 100%. Dal punto di vista economico, alle perdite registrate negli ultimi tre esercizi occorre aggiungere gli *impairment* sull'avviamento. Dal punto di vista finanziario invece occorre richiamare che alla contabilizzazione delle perdite hanno fatto seguito numerose ricapitalizzazioni, di cui si sono fatte carico, pro-quota, FonSai e Milano Assicurazioni.

Per quanto riguarda **BancaSai** basti sottolineare che si tratta sostanzialmente di una banca *captive*, attiva soprattutto nel segmento *retail* ed il cui attivo è costituito per metà da mutui ipotecari riconducibili ai complessi immobiliari realizzati delle altre

⁶³ Cfr. Bilancio Consolidato FonSai esercizio 2009, pag. 34.

società del gruppo. Il risultato della banca, la cui attività è fortemente vincolata alle iniziative del gruppo, è negativamente influenzato da una dinamica crescente dei costi operativi nonché dall'elevata concentrazione degli impieghi, in buona parte deteriorati. Anche per quanto riguarda il *funding*, la banca dipende essenzialmente dai finanziamenti della capogruppo assicurativa.

2.9. Governance e Management

In una società quotata convergono una moltitudine di interessi, a volte configgenti fra loro, di cui sono portatori azionisti di maggioranza e minoranza, titolari di azioni ordinarie e di risparmio, clienti, lavoratori e creditori. La coesistenza di tali divergenze pone l'esigenza di istituire appositi organi, regole e procedure finalizzati alla composizione delle diverse visioni in favore dell'interesse generale della società. Tali presidi hanno il compito di evitare che gli interessi di una o più parti possano prevalere su quelli delle altre, arrecando dei danni alle parti soccombenti o alla società nel suo complesso.

A questo proposito il caso di Fondiaria-Sai è esemplare, in quanto la quasi totalità delle criticità analizzate nel corso del capitolo possono essere interpretate come azioni poste in essere dall'azionista di maggioranza al fine di far prevalere il proprio interesse su quello degli altri *stakeholder*:

- attraverso l'utilizzo della leva finanziaria la famiglia Ligresti ha minimizzato i costi del controllo a danno dell'equilibrio patrimoniale della società e dei creditori, le cui esposizioni sono diventate più rischiose;
- attraverso la sottoriservazione sono stati massimizzati gli utili correnti a scapito degli utili futuri, mettendo a repentaglio la solvibilità, cagionando un danno agli azionisti futuri, ai creditori ed agli assicurati;
- distribuendo dividendi eccessivamente generosi è stato danneggiato l'equilibrio patrimoniale a danno di tutti gli *stakeholder*;
- il compimento di operazioni con parti correlate ha trasferito ricchezza dagli azionisti di minoranza a quelli di maggioranza;
- una politica di remunerazione poco coerente con i risultati economici del gruppo ha favorito gli interessi del management a danno degli azionisti;

- la detenzione di partecipazioni strategiche premesso all'azionista di maggioranza di partecipare alla governance delle società partecipate, ma a danno dell'interesse alla diversificazione del complesso degli azionisti e degli assicurati.

Per ognuna di queste debolezze è possibile individuare uno o più presidi di *corporate governance* che, se avessero funzionato correttamente, avrebbero potuto evidenziare le criticità, operando per la loro rimozione oppure inibendo il compimento delle relative operazioni:

- un management più indipendente dall'azionista di maggioranza avrebbe potuto impedire politiche di riservazione e di distribuzione degli utili tanto aggressive;
- la presenza di amministratori indipendenti competenti e dotati di risorse ed autonomia adeguate avrebbero permesso, attraverso l'azione degli appositi comitati interni al CdA, di vigilare con maggiore attenzione sulle politiche di assunzione dei rischi, sulle operazioni con parti correlate e sulle politiche di remunerazione;
- la predisposizione di apposite procedure in materia di operazioni con parti correlate e la loro attenta applicazione prima che la legge le rendesse obbligatorie avrebbe permesso una più corretta gestione dell'operatività infragruppo;
- la presenza di un collegio sindacale più indipendente e coraggioso avrebbe portato le irregolarità della gestione all'attenzione degli azionisti con una maggiore celerità, e prima del raggiungimento di uno stato di crisi conclamato;
- una maggiore autonomia ed indipendenza delle funzioni di *risk management*, *internal audit* e *compliance*, nonché la predisposizione un budget e poteri adeguati alla complessità dei rispettivi compiti, avrebbero permesso di prevenire le già citate debolezze riguardanti la concentrazione dei rischi e la politica di riservazione.

2.9.1. Le carenze del governo societario

Per avere un quadro generale delle principali debolezze che caratterizzano la *governance* del gruppo è utile fare riferimento ai rilievi sollevati dall'ISVAP al termine degli accertamenti ispettivi avviati ad Ottobre 2010, che hanno fatto emergere criticità riguardanti *“la catena partecipativa, il sistema di governance e il sistema dei controlli interni, l'organizzazione e l'attività degli organi sociali, le funzioni di controllo e le operazioni con parti correlate”*⁶⁴. Il 16 Aprile la Consob ha chiesto alla società di

⁶⁴ Cfr. Bilancio Consolidato FonSai 2011, pag. 103.

integrare la relazione sulla gestione, includendo *“una sintesi dei rilievi notificati dall’ISVAP in data 29 settembre 2011 e delle misure correttive poste in essere”*. In data 19 Aprile il CdA ha disposto la pubblicazione di tale documento, dalla lettura della quale è possibile ricostruire le principali criticità rilevate dall’ISVAP.

Per quanto riguarda i lavori del consiglio di amministrazione emerge la prassi, tipica delle imprese familiari, ma non di un grande gruppo quotato, di una gestione priva delle dovute formalizzazioni ed attività istruttorie. Risulta che anche le deliberazioni riguardanti decisioni di rilevanza strategica siano state talora assunte in assenza di ogni attività di pianificazione.

Per quanto riguarda il comitato di controllo interno, non emerge che abbia mai svolto alcuna verifica sui sistemi di rilevazione e censimento delle parti correlate, né che si sia mai espresso circa la correttezza sostanziale delle operazioni con parti correlate.

L’ISVAP ha inoltre verificato che le funzioni di *compliance*, *risk management* ed *internal audit* operavano alle dirette dipendenze funzionali e gerarchiche dell’amministratore delegato, con grave pregiudizio alla loro autonomia ed indipendenza. Con riguardo a tali unità organizzative il regolatore ha anche riscontrato un ridotto *turnover* dei responsabili di funzione, l’insufficienza delle risorse finanziarie a disposizione ed una carenza quali-quantitativa degli organici. Anche tali circostanze non possono che aver ridotto l’autonomia di tali importanti funzioni poste a presidio della funzionalità e dell’adeguatezza del sistema di controllo interno.

Per quanto riguarda infine le operazioni con parti correlate sono emerse carenze relative *“all’adeguatezza dell’istruttoria preventiva e della valutazione dei profili di rischio”*. In assenza di un’adeguata fase preparatoria, il comitato per il controllo interno non disponeva degli strumenti per individuare quali operazioni andassero sottoposte al parere di esperti indipendenti, né poteva basare la nomina di tali esperti su criteri precedentemente codificati.

In sostanza ne emerge una gestione monopolizzata dall’azionista di maggioranza, il quale ha sempre esercitato il potere gestorio con modalità tipiche dell’impresa familiare, senza far precedere alle decisioni i dovuti approfondimenti. Tale negligenza e imprecisione ha 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. Per quanto riguarda il collegio sindacale l’eccessiva polverizzazione del capitale sociale ha sempre impedito la formazione di

gruppi di minoranze rappresentative di almeno il 2,5% del capitale sociale necessario a presentare una lista di minoranza ed eleggere un proprio rappresentante. Di conseguenza i sindaci, sebbene ne sia sempre stata accertata tanto la professionalità quanto l'indipendenza, sono sempre stati espressione dell'azionista di maggioranza.

Come già sostenuto in più occasioni, una cattiva *governance* porta a decisioni sbagliate, o alternativamente non riesce ad impedire che l'azionista di maggioranza prenda decisioni sbagliate e lesive dell'interesse sociale. Se questa è stata la causa profonda della crisi del gruppo allora è proprio dalla ricostruzione di una governance ed un'organizzazione sana che deve partire ogni piano di risanamento che abbia l'obiettivo di mirare ad una gestione sostenibile nel medio e lungo periodo.

2.9.2. Le politiche di remunerazione

Infine, come anticipato nel paragrafo 2.7, alcune rapide considerazioni merita anche la politica di remunerazione della società. Anche in questo caso, come per le operazioni immobiliari, la problematica è stata sollevata dalla denuncia al collegio sindacale da parte del Fondo Amber.

Con la denuncia si chiedeva ai sindaci di verificare se gli emolumenti pagati ai consiglieri ed al *top management* per complessivi €58 Milioni nel triennio 2008-2010 rispondessero realmente all'interesse della società, in ragione non solo del fatto che durante il medesimo periodo il gruppo registrava perdite per oltre un miliardo a livello consolidato, ma anche per via del fatto che la quota preponderante dei compensi era stata deliberata in sede non assembleare ma di CdA. Dal punto di vista formale il collegio ha verificato il sostanziale rispetto di tutte le prescrizioni statutarie e di legge.

Ciò che invece merita di essere indagato è la congruità di tali compensi sotto il profilo sostanziale. Che la cifra destinata ai compensi durante gli ultimi sette anni sia consistente lo confermano i dati forniti dalla stessa società nei conti consolidati (cfr. Tabella 2.19).

<i>dati in € migliaia</i>	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Compensi agli Amministratori	12.001	13.700	20.123	21.447	12.050	10.822	9.284

Tabella 2.19: compensi agli amministratori del gruppo FonSai. Dati consolidati.

Fonte: bilanci consolidati FonSai, anni vari.

Tuttavia alcune conclusioni possono essere tratte soltanto facendo riferimento alle particolari cariche ricoperte dai consiglieri, nonché comparando tali dati con le medie nazionali delle società quotate (cfr Figura 2.22 e Figura 2.23).

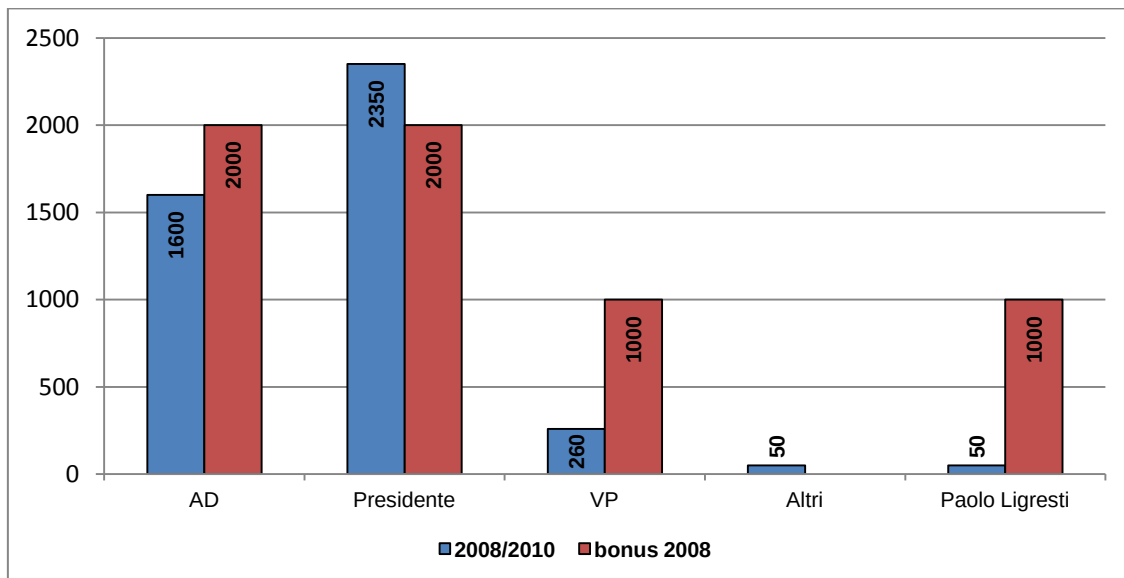


Figura 2.22: retribuzioni annue delle principali cariche sociali nel triennio 2008/2010. Dati relativi solamente alla società Fondiaria-Sai (dati in € migliaia).

Fonte: relazione Collegio Sindacale in risposta alla denuncia del Fondo Amber.

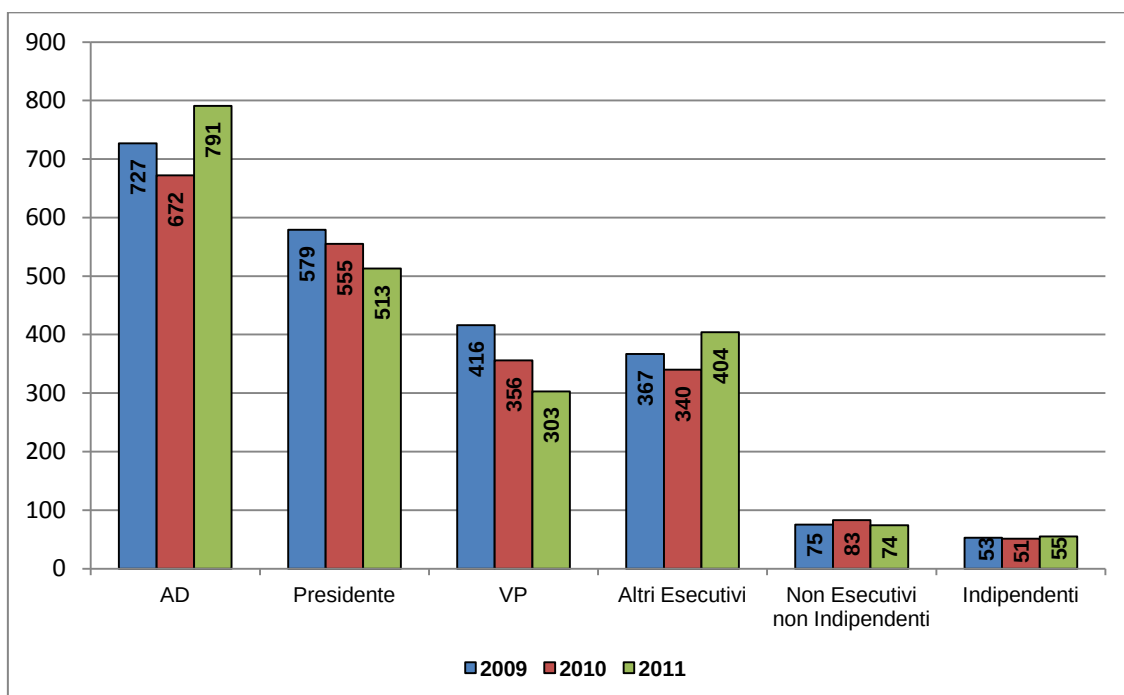


Figura 2.23: remunerazioni medie annue dei consiglieri di amministrazione delle società quotate italiane – classificazione per carica ricoperta. I valori comprendono i compensi erogati a titolo di bonus (dati in € migliaia).

Fonte: ASSONIME.

Confrontando i dati di Fondiaria con la media delle società del listino italiano risalta subito la generosità dei compensi corrisposti dal gruppo di Torino ai propri amministratori. Tuttavia il confronto non può essere acritico, ma deve tenere conto delle specificità del settore. In primo luogo i dati ASSONIME si riferiscono al complesso delle società quotate, campione all'interno del quale la dispersione dei compensi risulta piuttosto elevata. Purtroppo lo studio consultato non fornisce i valori medi suddivisi per carica per il settore assicurativo o il comparto finanziario; dal rapporto emerge però che le remunerazioni medie degli amministratori delle imprese appartenenti al FTSE Mib sono circa il doppio del valore medio dell'intero listino, mentre quelle del settore finanziario sono pari a circa il 150% della media.

In ogni caso, anche rivalutando del 100% i valori medi calcolati da ASSONIME i compensi pagati da FonSai restano superiori alla media, in particolare negli esercizi in cui è stato pagato un bonus⁶⁵ e per le cariche diverse da quella di amministratore delegato.

I compensi fuori mercato corrisposti al presidente, nonché i bonus corrisposti al presidente, al vicepresidente e ad un solo altro membro del consiglio oltre all'AD assumono particolare significato se si considera che tali cariche erano ricoperte, negli esercizi presi in considerazione, rispettivamente da Jonella, Giulia Maria e Gioacchino Paolo Ligresti. In sostanza, ad eccezione dell'Amministratore Delegato, il cui compenso appare in linea con le medie corrette per il settore, la maggior parte degli emolumenti e dei bonus sono stati erogati ai figli di Salvatore Ligresti; ed infatti proprio gli importi pagati a tali cariche assumono valori lontani dai valori medi opportunamente corretti per il settore.

Inoltre, sebbene a partire dal 2009 non siano più stati elargiti bonus, dal momento che la società iniziava a soffrire pesanti perdite, gli emolumenti per le cariche sociali non sono stati ridotti sebbene le condizioni economiche del gruppo stessero peggiorando a vista d'occhio. Una simile condotta da parte del CdA, che ha deliberato i compensi per gli amministratori investiti di particolari cariche, fa sorgere il sospetto che le politiche di remunerazione, al pari delle altre operazioni con parti correlate, prefigurino un trasferimento di ricchezza dalla società al soggetto economico perpetrato a danno degli azionisti di minoranza.

⁶⁵ I valori di ASSONIME infatti contengono anche gli importi corrisposti a titolo di bonus.

PARTE II

IL SALVATAGGIO

3. Il Salvataggio

3.1. Il quadro teorico

Questo paragrafo introduttivo sul salvataggio si pone due obiettivi. Il primo è di spiegare le ragioni per cui FonSai necessita non solo di una ristrutturazione ma anche di un urgente salvataggio che comporti il cambiamento degli assetti proprietari. Il secondo è di fornire alcuni chiarimenti terminologici sull'uso che sarà fatto dei concetti di crisi o *financial distress*, salvataggio, ristrutturazione operativa e ristrutturazione finanziaria.

A necessitare di un salvataggio sono, per definizione, le imprese che versano in una condizione di crisi. La letteratura economico-aziendalistica e giuridica propongono una notevole varietà di definizioni di crisi aziendale. Ai fini del presente lavoro, tuttavia, l'unica distinzione rilevante che occorre fare riguarda la differenza fra crisi ed insolvenza. La prima forma di manifestazione di uno stato di crisi è solitamente il peggioramento delle *performance* reddituali. La compromissione dell'equilibrio economico, se non sanata in tempi rapidi, si trasforma presto in dissesto patrimoniale, o *financial distress*, che costituisce lo stato di crisi in senso stretto. Lo stato più acuto è tuttavia rappresentato dalla crisi di liquidità, o insolvenza, in cui l'impresa non riesce a far fronte nemmeno agli impegni finanziari nel breve periodo. Lo stato di insolvenza viene spesso distinto da quello di crisi in quanto, a differenza del primo, è considerato meno reversibile e perché solitamente dà luogo all'avvio delle procedure concorsuali.

La letteratura economica definisce il *financial distress* come quella condizione patologica in cui si trovano le imprese le cui attività presentano un valore di liquidazione inferiore al valore facciale del debito (Weston, 2001).⁶⁶ Un'impresa in *distress* per continuare la propria attività necessita di un salvataggio. Tuttavia un salvataggio comporta solitamente un impegno finanziario da parte del soggetto che lo pone in essere, che si deve fare carico di ricostituire il patrimonio della società.

⁶⁶ Si tratta in sostanza di quelle imprese che, se si procedesse a liquidare al momento in cui si effettua la valutazione, non disporrebbero di mezzi sufficienti per rimborsare le loro posizioni debitorie. In molti casi, tuttavia, proprio queste società possono essere oggetto di attenzioni sul mercato del capitale di rischio. La motivazione principale è che, a valle di un processo di ristrutturazione, il saldo fra valore delle attività e valore del debito può essere anche significativamente positivo. Ad appropriarsi della differenza fra il prezzo di acquisizione, necessariamente basso a causa della condizione di crisi, ed il valore potenziale che la società può esprimere è l'eventuale compratore disposto a farsi carico del processo di ristrutturazione e dei rischi che questo comporta.

Pertanto una simile operazione risulta economicamente conveniente soltanto se l'impresa in crisi esprime un valore potenziale, sprigionabile con un processo di ristrutturazione, sufficiente a rendere l'investimento redditizio (cfr. Figura 3.1). In caso contrario, e qualora non esistano altre esigenze di natura extra-economica tali da giustificare un salvataggio in perdita, un'impresa in *distress* è destinata all'insolvenza e al fallimento. La teoria economica valuta positivamente l'istituto giuridico del fallimento nella misura in cui, ripartendo equamente fra i creditori le risorse della società, le libera dal vincolo di destinazione ad un'entità ormai inefficiente e le rende così disponibili per impieghi alternativi e maggiormente produttivi.

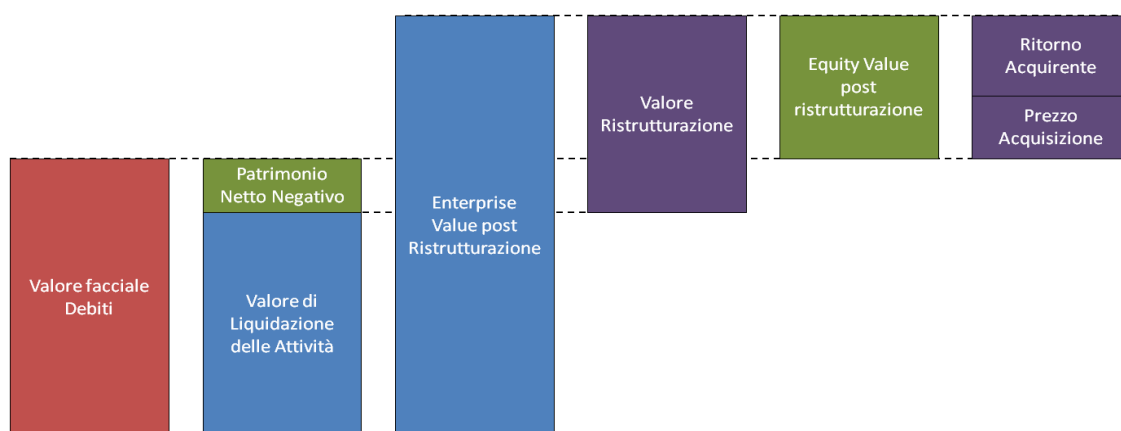


Figura 3.1: Valore sprigionabile con un'operazione di ristrutturazione – rappresentazione esemplificativa.
Fonte: autore.

Tuttavia, in settori caratterizzati da attività che coinvolgono interessi sensibili, e pertanto tutelati, il fallimento non è considerato percorribile come esito di uno stato di crisi. Il settore che più di ogni altro è rappresentativo di questa categoria è quello finanziario, che basa la propria attività sulla raccolta del risparmio, la cui tutela costituisce un interesse legalmente riconosciuto.⁶⁷

Di conseguenza il settore finanziario è sottoposto ad una profonda regolamentazione finalizzata, fra l'altro, alla tutela della solidità patrimoniale degli operatori. La solidità è infatti considerata fondamentale al fine di prevenire l'insorgenza delle crisi, e viene assicurata attraverso la fissazione di requisiti minimi di capitale. Le autorità di vigilanza controllano il rispetto dei requisiti regolamentari e, in caso di insufficienza degli stessi, intervengono imponendo alle società rischiosamente sottocapitalizzate di ricostituire il

⁶⁷ La non ammissibilità del fallimento delle istituzioni finanziarie è inoltre giustificata anche dall'elevato grado di interconnessione fra le diverse imprese del settore e fra queste ed il settore produttivo; interconnessione in conseguenza della quale il fallimento di un operatore può generare crisi a catena non soltanto all'interno del comparto finanziario ma anche, a cascata, sull'economia reale.

proprio patrimonio prima che lo stato di crisi diventi palese e tendenzialmente irrecuperabile.

Come sarà meglio illustrato nel paragrafo 3.1.2 è proprio l'intervento del regolatore a seguito del peggioramento degli indici patrimoniali a richiedere per Fondiaria-Sai un corposo aumento di capitale. Tale operazione, stante l'impossibilità da parte dell'attuale azionista di maggioranza di conferire le risorse necessarie a ricapitalizzare la società, comporta necessariamente un salvataggio ad opera di terzi con conseguente trasferimento del pacchetto di controllo.

3.1.1. Margini di Solvibilità e poteri dell'ISVAP

In Italia l'autorità indipendente incaricata di vigilare sulle imprese di assicurazione e sul mercato delle polizze è l'ISVAP. Il compito istituzionale dell'Autorità è quello di tutelare la sana e prudente gestione degli intermediari assicurativi, con l'obiettivo di preservarne la stabilità e l'efficienza, salvaguardando così gli interessi degli assicurati. I principali strumenti normativi finalizzati alla conservazione dell'equilibrio patrimoniale dei soggetti vigilati sono tre: la normativa relativa all'accantonamento delle riserve tecniche, i vincoli relativi alla quantità ed alla qualità delle attività reali e finanziarie ammissibili a copertura delle riserve e la disciplina del margine di solvibilità (Cappiello, 2008; Desiderio, 2011).

Quest'ultima disposizione fissa un requisito minimo di capitale che le imprese devono detenere in funzione del volume di attività e dell'andamento storico dei sinistri. La funzione di tutela del capitale e degli strumenti ad esso assimilati ai fini del calcolo del margine di solvibilità è supplementare rispetto alle riserve tecniche. Il compito dei mezzi propri è infatti proprio quello di assorbire eventuali perdite derivanti da svalutazioni inattese dell'attivo o aumenti dell'entità del passivo. Il primo rischio è comune a tutti gli intermediari finanziari e può essere declinato in rischio di mercato e rischio di credito. Al contrario, il rischio che le passività si rivelino maggiori di quanto previsto è tipico dell'attività assicurativa, e deriva alternativamente da errori di previsione oppure da aumenti imprevedibili della frequenza e del costo dei sinistri. In entrambi i casi le riserve tecniche, sebbene determinate secondo criteri prudenziali, possono rivelarsi insufficienti a fronteggiare gli impegni verso i clienti-assicurati. Di conseguenza, per evitare che siano questi ultimi a sopportare le perdite, si rende necessaria la costituzione di adeguati *capital buffer*.

I compiti dell'ISVAP in tema di capitale non si esauriscono tuttavia con la predisposizione dei regolamenti riguardanti i requisiti minimi. All'Autorità infatti spettano anche il compito di vigilare sul rispetto da parte delle imprese del settore di tali normative ed il diritto-dovere di intervenire incisivamente nei casi in cui se ne ravvisi la mancata o scorretta applicazione. Se un'impresa non dispone del margine di solvibilità nella misura necessaria, l'ISVAP deve infatti richiedere la presentazione di un piano di risanamento.⁶⁸ Nei casi più gravi l'ISVAP può richiedere anche la presentazione di un piano di finanziamento a breve termine, e può disporre una serie di misure cautelari, che vanno dal divieto del compimento di atti di disposizione del patrimonio fino allo scioglimento degli organi amministrativi e di controllo e la nomina di un amministratore straordinario.

3.1.2. Ricapitalizzazione e Salvataggio

Scorrendo gli stadi di manifestazione che si sono individuati ad inizio capitolo, Fondiaria-Sai può essere senza dubbio definita un'impresa in crisi.

Da un punto di vista economico il gruppo ha accumulato, negli ultimi tre esercizi, perdite complessive per € 2,3 Miliardi.

Muovendo all'aspetto patrimoniale, in base alla definizione fornita in apertura di capitolo Fondiaria non si trova in una condizione di *financial distress*. Infatti, allo stato attuale, nonostante le perdite, il valore di mercato dei mezzi propri è positivo. A tal proposito occorre però considerare che la definizione proposta è stata concepita pensando alle società del settore industriale e commerciale, in cui il capitale di terzi costituisce esclusivamente una fonte di finanziamento e non il principale fattore produttivo, come avviene nel settore finanziario. Infatti, nella maggioranza dei casi, le assicurazioni non ricorrono al capitale di credito come forma di finanziamento, in quanto si finanziano emettendo prodotti assicurativi. Piuttosto, come si è visto nella prima parte, utilizzano prestiti subordinati ed ibridi a fini regolamentari. Inoltre, a causa della c.d. inversione del ciclo finanziario, in assenza di regolamentazione le imprese assicuratrici potrebbero, ameno in teoria, operare anche in assenza di mezzi propri (Cappiello, 2008).

Infine, dal punto di vista della liquidità, la società non appare in uno stato di crisi, anche se probabilmente ciò si verifica più grazie alle appena richiamate caratteristiche del *business* assicurativo piuttosto che per motivi endogeni.

⁶⁸ Cfr. art. 222 del Codice delle Assicurazioni Private. Il piano deve dettagliare le misure che il soggetto vigilato intende assumere al fine di ripristinare l'equilibrio patrimoniale.

Ciò nonostante, proprio per effetto delle perdite sofferte, la società risulta in ogni caso sottocapitalizzata, e questa circostanza espone gli assicurati ad un accresciuto rischio di default, ritenuto non accettabile in base alle disposizioni di vigilanza. Certamente in *distress* sono invece le società poste a monte della catena partecipativa.⁶⁹

L'insufficienza dei mezzi propri è ben sintetizzata dall'andamento del *solvency ratio* nel corso degli ultimi esercizi (cfr. Figura 3.2). Ad incidere negativamente sul quoziente sono state soprattutto le perdite, per effetto delle quali si è assistito ad una riduzione del patrimonio netto.

La difficile situazione patrimoniale, che già aveva imposto una ricapitalizzazione di FonSai stessa e di Milano Assicurazioni per complessivi € 800 Milioni a Luglio 2011,⁷⁰ richiede adesso una nuova e consistente iniezione di capitale, stimata dal CdA della compagnia per un importo non inferiore ad €1,1 Miliardi. L'aumento dovrebbe permettere di ricostituire il patrimonio della società, consentendole di raggiungere un margine di solvibilità pari al 120% del minimo regolamentare. A chiedere l'aumento, con una nota del 10 Gennaio emessa nell'esercizio dei poteri esaminati nel paragrafo 3.1.1, è stata proprio l'ISVAP, sulla scorta del fatto che il margine di solvibilità corretto del gruppo era sceso, al 31/12/2011, al 79% circa dell'ammontare minimo richiesto (cfr. Figura 3.2).⁷¹

In sintesi, l'esigenza di procedere ad un aumento di capitale deriva non soltanto dall'effettiva sottocapitalizzazione della società, ma soprattutto dal fatto che questa opera in un settore regolamentato e presenta livelli di capitale abbondantemente al di sotto dei livelli minimi richiesti. L'aumento di capitale, di per sé, non è però prefigurabile come un salvataggio, quanto piuttosto come uno strumento necessario a ricostituire il patrimonio al fine di rispettare i requisiti regolamentari e di dotare la società delle risorse necessarie a sostenerne la ristrutturazione ed il rilancio.

⁶⁹ Premafin ha un patrimonio netto a valori di mercato negativo; per quanto riguarda invece Sinergia ed Im.Co., per entrambe le società è stato chiesto il fallimento.

⁷⁰ L'importo dell'aumento FonSai è stato pari ad € 450 Milioni, quello di Milano Assicurazioni pari ad € 350 Milioni.

⁷¹ Nel calcolare tale indicatore la società si è avvalsa delle disposizioni previste nel Regolamento 37 dell'ISVAP del 15 marzo 2011 il quale, "*considerando l'eccezionale situazione di turbolenza dei mercati finanziari, ha permesso di tener conto negli elementi costitutivi della differenza tra il valore di iscrizione nel bilancio individuale ed il relativo valore di iscrizione nel bilancio consolidato dei titoli di debito destinati a permanere durevolmente nel patrimonio, al netto della parte attribuibile agli assicurati ed imputata alle passività assicurative*", consentendo così di neutralizzare, almeno in parte l'effetto dell'andamento avverso dei mercati finanziari. In assenza di tale disposizione il margine di solvibilità si sarebbe attestato al 54% del livello minimo richiesto.

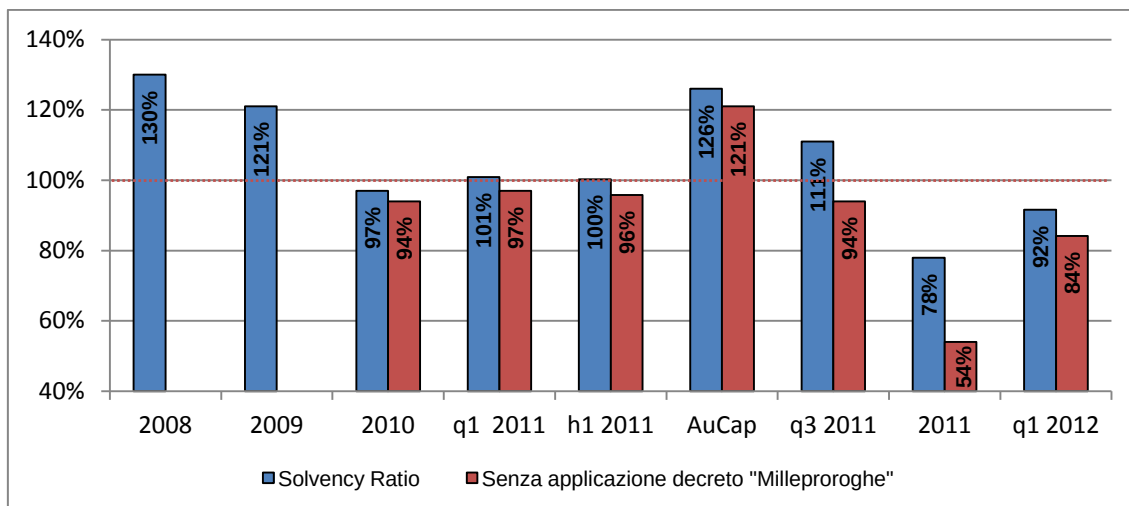


Figura 3.2: margine di solvibilità corretto di Fondiaria-Sai.
Fonte: bilanci consolidati e comunicati stampa FonSai, anni vari.

Il motivo per cui ha senso parlare di salvataggio è invece legato ad un fattore interno ed uno esterno. Con riguardo al primo, nel paragrafo 2.4.2 si sono già sottolineate le difficoltà patrimoniali del primo azionista di FonSai. Premafin infatti è al lavoro con i suoi creditori per raggiungere un accordo di risanamento dei propri debiti secondo l'articolo 67 della legge fallimentare, e non dispone di liquidità sufficiente per sottoscrivere pro-quota l'aumento di capitale della controllata, che le costerebbe l'esborso di circa € 400 Milioni.

Il fattore esterno è diretta conseguenza della situazione di dissesto finanziario di Premafin, per effetto della quale la responsabilità di sottoscrivere l'aumento ricadrebbe per intero sul mercato. Tuttavia, alla luce delle attuali condizioni economiche e del mercato azionario, appare estremamente difficile che i piccoli azionisti, a distanza di meno di un anno dal precedente aumento di capitale, siano disposti a far confluire nuova finanza in una società che negli ultimi quattro esercizi ha perso il 92% del proprio valore azionario ed ha generato € 2,3 Miliardi di perdite. Evidentemente anche gli istituti di credito, in assenza di un investitore terzo, avrebbero difficoltà a costituire un consorzio di garanzia per un aumento non opzionato dall'attuale azionista di maggioranza ed interamente affidato al mercato. In simili condizioni il rischio di sottoscrizione sarebbe eccessivamente elevato.

Per questi due motivi il salvataggio del gruppo non può che implicare un passaggio di proprietà del pacchetto di controllo.

3.1.3. Ristrutturazione operativa e Ristrutturazione finanziaria

Sulla scorta di quanto detto fin qui è possibile affermare che il gruppo necessita tanto di una ristrutturazione operativa quanto di una ristrutturazione finanziaria. I due aspetti sono strettamente complementari, ma la distinzione è rilevante in quanto su di essa è basata l'organizzazione dell'esposizione in questa seconda parte dell'elaborato.

Con il termine **ristrutturazione finanziaria** si farà riferimento al salvataggio vero e proprio, ovvero l'individuazione delle modalità ottimali attraverso le quali far confluire a FonSai le risorse finanziarie di cui ha urgente bisogno. Come si vedrà non è possibile individuare dei modelli teorici di salvataggio i quali costituiscano l'*optimum* per tutti gli *stakeholder* del gruppo. Questo perché ogni operazione di salvataggio è sottoposta a numerosi vincoli sia normativi che di fattibilità economica. L'approccio più ragionevole è invece quello di proporre un'analisi ragionata delle alternative fin qui emerse sul mercato. Per ogni proposta di salvataggio si tenterà di valutare l'attuale configurazione, con riguardo sia alla fattibilità sia agli effetti economici sugli interessi di cui sono portatori i vari *stakeholder* del gruppo.

Sotto il termine **ristrutturazione operativa** saranno invece raccolte tutte le azioni e le politiche gestionali che il nuovo azionista ed il suo management dovranno porre in essere al fine di riportare il gruppo a generare una redditività almeno in linea con i valori medi di settore. Tali azioni devono necessariamente trovare il loro presupposto nella rimozione dei fattori di crisi già individuati nella prima parte.

Per quanto riguarda le cause esterne della crisi il raggio d'azione dei singoli operatori è, come noto, limitato. Tuttavia è necessario pianificare un corretto posizionamento nei confronti delle *driving forces* che guidano il settore. Quanto alle cause interne, è proprio la numerosità e la gravità delle carenze individuate a costituire il presupposto per l'esistenza di ampi margini di miglioramento delle *performance*. Se è vero che molte delle iniziative necessarie sono già state attivate dal management di FonSai nel corso degli ultimi mesi, gran parte del potenziale di ristrutturazione deve essere ancora sprigionato, e costituisce il razionale economico alla base dell'interesse mostrato dai soggetti che hanno fatto pervenire proposte di salvataggio.

E' necessario precisare che la tematica della ristrutturazione operativa non può essere affrontata separatamente dalle modalità di salvataggio, in quanto queste ultime possono modificare i confini del gruppo, e con questi l'approccio strategico ottimale. Tuttavia la maggior parte delle opzioni strategiche dovrebbero essere indipendenti dal futuro perimetro del gruppo.

3.1.4. La ristrutturazione finanziaria: *Stakeholder* e Vincoli

Nel paragrafo precedente si è anticipato che per affrontare la ristrutturazione finanziaria si utilizzerà un approccio pratico, basato sull'analisi critica delle offerte che sono state rese pubbliche sul mercato piuttosto che sull'individuazione di modelli astratti di salvataggio. La motivazione principale alla base di una simile scelta è l'esistenza di numerosi vincoli di fattibilità economica e normativa, i quali limitano la libertà d'azione degli operatori, rendendo l'individuazione dell'alternativa migliore un'attività molto simile ad una complessa ottimizzazione vincolata.

Tuttavia la scelta di un approccio operativo non deve inibire l'utilizzo di un metodo sistematico e scientifico. Di conseguenza, proseguendo con la metafora dell'ottimizzazione vincolata, prima di descrivere le offerte è necessario impostare il problema. Tale attività consiste nell'individuazione di due componenti fondamentali: la funzione obiettivo da massimizzare ed i vincoli da rispettare.

L'individuazione della funzione obiettivo è un problema soltanto in apparenza semplice, ma che in realtà passa attraverso un censimento completo degli *stakeholder*, dei loro interessi e del loro potere contrattuale.

In prima battuta ogni proposta di salvataggio deve superare un test di efficacia: deve cioè essere in grado di garantire il buon esito dell'aumento di capitale di cui Fondiaria-Sai ha urgente necessità. Limitare però l'analisi al solo test di efficacia non permette di individuare di quali caratteristiche debba essere dotato il piano migliore. Al contrario soltanto la puntuale fissazione della variabile che si intende ottimizzare fornisce un parametro in base al quale valutare ed ordinare le offerte.

In termini generali gli obiettivi di lungo periodo di un'impresa in crisi non dovrebbero differire da quelli di una in condizioni di normale funzionamento. Di conseguenza un piano di risanamento andrebbe valutato sulla base della sua idoneità non soltanto a consentire il salvataggio in senso stretto, ma soprattutto a creare valore nel lungo periodo. Porre l'accento sulla creazione di valore fa sorgere però due problematiche di fondo, che riconducono la questione al più ampio dibattito sulla *governance* delle imprese. La prima difficoltà, che esula dagli obiettivi dell'elaborato, riguarda la scelta dell'indicatore con il quale misurare il valore creato. La seconda, che riguarda più da vicino Fondiaria-Sai, concerne invece l'individuazione dei soggetti a vantaggio dei quali il salvataggio e la ristrutturazione debbano creare ricchezza.

La situazione ottimale sarebbe, in questo caso, l'individuazione di un'alternativa in grado di creare valore per tutti i soggetti interessati, senza danneggiarne alcuno; in

sostanza un Ottimo Paretiano. Secondo uno dei più diffusi approcci di *corporate governance* l'impresa deve creare valore soprattutto a vantaggio dei propri azionisti, in quanto la massimizzazione del valore a beneficio dei "riceventi residuali" comporta automaticamente anche la massimizzazione dei benefici per tutti gli *stakeholder* (Milgrom e Roberts, 2005).⁷²

Tale approccio appare però di difficile applicazione al caso in esame. In primo luogo già all'interno del solo gruppo degli azionisti, è possibile distinguere diverse categorie,⁷³ i cui interessi in un'operazione di salvataggio che comporti il trasferimento del pacchetto di controllo possono risultare anche significativamente distanti.⁷⁴ Le prospettive non migliorano estendendo l'analisi anche ai creditori del gruppo. Gli interessi di questi ultimi, in condizioni di normale funzionamento, sono allineati a quelli degli azionisti. Al contrario, in un'impresa in crisi, azionisti e creditori hanno il comune ma confliggente interesse a ridurre i sacrifici sopportati dalla categoria di appartenenza nell'ambito del piano di salvataggio.

Già dall'individuazione di alcuni fra i principali attori coinvolti emerge chiaramente che non è possibile, in linea di massima, individuare un parametro univoco ottimizzando il quale si riesca a garantire la contemporanea massima soddisfazione di tutte le parti in gioco. Per questo motivo, abbandonata la ricerca di un'unica funzione obiettivo, è opportuno procedere con la puntuale identificazione di tutti gli attori coinvolti, degli interessi di cui questi sono portatori e del potere contrattuale di cui sono dotati (cfr. Figura 3.3).⁷⁵

⁷² Questa teoria è nota come "teoria degli azionisti", e si contrappone alle teorie degli *stakeholder*. Il motivo per cui massimizzare il valore per gli azionisti massimizza il valore totale risiederebbe nel fatto che i rapporti fra l'impresa ed i soggetti con cui questa effettua transazioni sono regolati da contratti perfetti, in grado di stabilire con precisione il contenuto delle prestazioni. Dal momento che il valore da riconoscere a questi soggetti costituisce un importo fisso, indipendente dalle *performance* dell'impresa, ogni beneficio derivante da un incremento del valore complessivo viene interamente goduto dagli azionisti, i cui compensi, in qualità di "riceventi residuali", non sono invece regolati contrattualmente. Tale circostanza permetterebbe un benefico allineamento degli incentivi in capo agli azionisti, per effetto del quale sarebbe fortemente stimolata la creazione di valore a vantaggio di tutti i portatori di interessi.

⁷³ All'interno della categoria degli azionisti è possibile distinguere azionisti risparmio e azionisti che detengono azioni ordinarie. All'interno di quest'ultima classe inoltre è possibile individuare azionisti di maggioranza ed azionisti di minoranza.

⁷⁴ Per effetto di questo disallineamento non soltanto le diverse categorie di azionisti possono trovarsi in conflitto circa le modalità di attribuzione del valore creato nell'ambito di una singola operazione, ma possono essere incentivate a preferire un'alternativa soltanto in base ai benefici economici che questa fa ricadere sulla categoria di appartenenza, indipendentemente dal fatto che possa essere peggiore a livello complessivo (Zattoni, 2006).

⁷⁵ Tuttavia, nell'analizzare i piani alternativi, si tenderà in ogni caso di individuare le loro conseguenze sull'interesse sociale nel suo complesso, inteso come massimizzazione nel lungo periodo del valore di mercato delle attività.

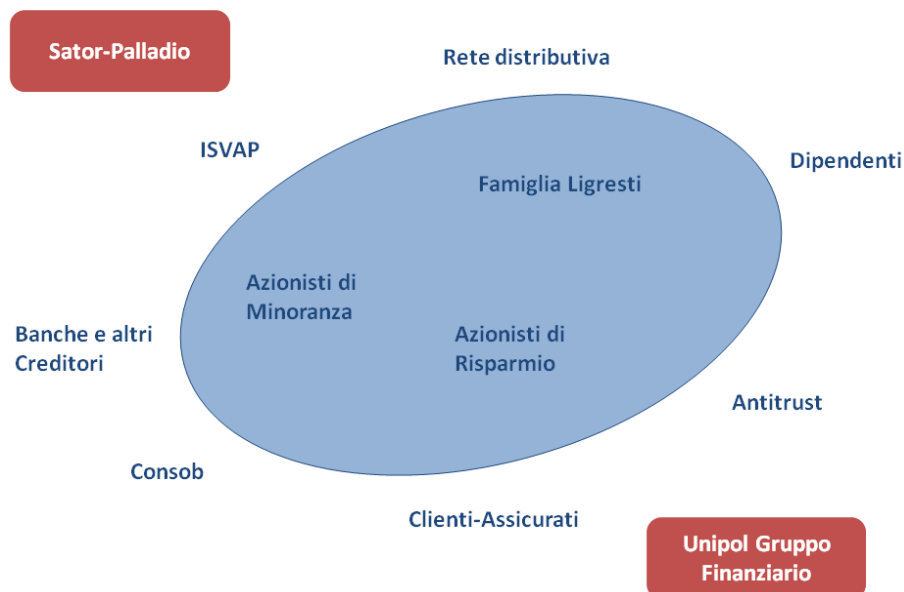


Figura 3.3: individuazione degli attori coinvolti nel salvataggio di Fondiaria-Sai.
Fonte: Autore.

Tale procedura di censimento, che trae ispirazione dalla matrice degli *stakeholder* (Freeman, 1984)⁷⁶, è di estrema rilevanza ai fini del prosieguo della trattazione. In primo luogo infatti permette di individuare sistematicamente, dove esistono, le divergenze fra gli interessi delle varie categorie; ma soprattutto, valutandone il potere contrattuale, permette di stimare in che misura ciascuna di esse possa influenzare i processi decisionali relativi al salvataggio. La misurazione di tale capacità di influenza è anche propedeutica all'analisi dei vincoli di fattibilità. Infatti, nella misura in cui i creditori o una categoria di azionisti dispongono di poteri legali o negoziali sufficienti ad impedire o a stimolare il buon esito di un piano o di un altro, ne possono influenzare significativamente la fattibilità.

I paragrafi 3.2 e 3.3 forniranno una trattazione il più possibile esaustiva tanto degli interessi e del potere degli *stakeholder* quanto dei vincoli cui il salvataggio del gruppo è sottoposto.

⁷⁶ La matrice proposta da Freeman classifica gli *stakeholder* all'interno di una matrice bidimensionale le cui dimensioni sono costituite da interessi e poteri di ciascuna categoria.

3.2. Gli Stakeholder

Fin qui, sono stati citati solamente i principali portatori di interessi, ovvero le diverse categorie di azionisti ed i creditori del gruppo. Il presente paragrafo ha lo scopo di approfondire l'analisi di interessi e poteri di cui questi soggetti sono portatori, ampliandola anche alle categorie non ancora prese in considerazione. La Tabella 3.1 fornisce una visualizzazione matriciale dei principali *stakeholder*, facilitandone l'identificazione lungo due dimensioni, in base alle quali vengono classificati a seconda delle attese che nutrono nei confronti del progetto di salvataggio ed il potere di influenza che su di esso possono esercitare (Zattoni, 2006).

Interesse	Potere Formale	Potere Economico	Potere Politico
Capitale di Rischio	- Famiglia Ligresti - Azionisti di minoranza - Azionisti Risparmio - Sator-Palladio		
Economico	- UGF - Sator-Palladio	- Creditori Premafin - Mediobanca (Subordinato) - UGF - Sator-Palladio - Mercato	
Influenza	- ISVAP - Consob - Antitrust		- ISVAP - Consob - Antitrust

Tabella 3.1: matrice degli *stakeholder*.

Fonte: adattamento dell'autore da Zattoni (2006), pag. 81.

Per potere formale si intende la capacità di influenzare il processo decisionale ponendo in essere azioni nell'esercizio di diritti contrattualmente o legalmente previsti. Per potere economico si intende la capacità di influenzare il processo decisionale attraverso la promessa o il diniego di fornire risorse finanziarie. Infine, per potere politico si intende la capacità di indirizzare il processo decisionale attraverso interventi di *moral suasion*. La matrice permette di individuare le categorie di *stakeholder* che di seguito saranno illustrate.

3.2.1. L'Azionista di Maggioranza

La Famiglia Ligresti, in qualità di azionista di maggioranza di FonSai, è sicuramente uno dei principali attori della vicenda. Tuttavia il dissesto finanziario delle *holding* della famiglia condiziona negativamente tanto la difesa degli interessi patrimoniali quanto il potere contrattuale prospettico derivanti dalla partecipazione in FonSai (cfr. Figura 3.4). In primo luogo la mancanza di disponibilità finanziarie impedisce la sottoscrizione in

opzione da parte di Premafin della quota di pertinenza dell'aumento di capitale di Fondiaria-Sai, per cui servirebbero €400 Milioni. Se la partecipazione in capo alla holding non dovesse essere trasferita nell'ambito del salvataggio del gruppo è lecito presumere che venga fortemente diluita con l'aumento di capitale di Fondiaria. Inoltre, allo stato attuale, del 70% di Premafin direttamente ed indirettamente riconducibile alla Famiglia, solamente il 30% di proprietà dei figli risulta libero da vincoli. Infatti, per le holding Sinergia ed Im.Co., titolari del 20% di Premafin, la Procura di Milano ha presentato istanza di fallimento (cfr. § 2.4.3). Per quanto riguarda invece il 20% circa di Premafin detenuto dai trust esteri e ricondotto dalla Consob prima e dalla Procura di Milano poi alla Famiglia Ligresti, la partecipazione è stata posta sotto sequestro nell'ambito delle indagini per agiotaggio.

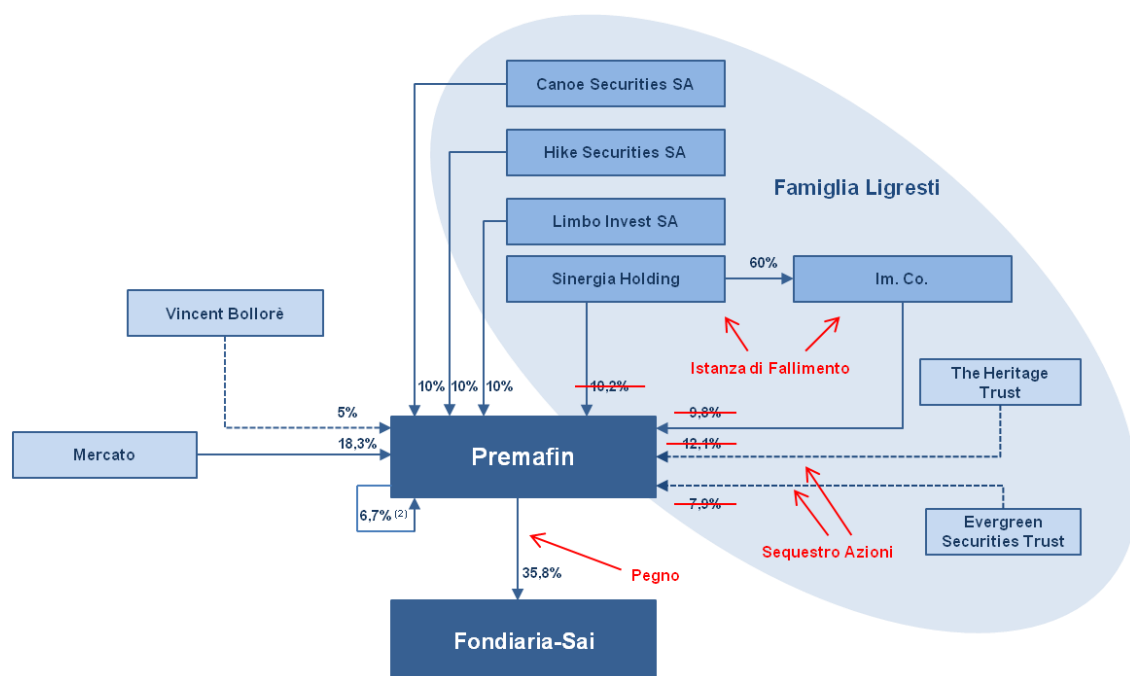


Figura 3.4: le determinanti dell'allentamento del controllo della Famiglia Ligresti sul gruppo.
Fonte: autore.

A questo va aggiunto che la stessa *holding* quotata presenta, a valori di mercato, un NAV negativo, e sta negoziando con i creditori una ristrutturazione della propria esposizione debitoria ai sensi dell'articolo 67 della legge fallimentare. Le banche creditrici detengono inoltre in pegno per tali finanziamenti l'intera partecipazione in Fondiaria-Sai, la quale, in forza della violazione dei *covenant*, può immediatamente essere escussa nell'eventualità il piano di risanamento non trovasse definitiva approvazione.

Per effetto di queste circostanze il valore reale della partecipazione detenuta dalla famiglia, al netto della leva finanziaria nelle società a monte, è – almeno teoricamente – prossima allo zero. Tuttavia la Famiglia è a conoscenza del fatto che, nonostante il pegno, detiene pur sempre il pacchetto di controllo, il quale può essere ceduto a premio rispetto ad una partecipazione di minoranza. Di conseguenza, considerando come scontata la perdita di controllo sul gruppo a valle del salvataggio, l'obiettivo dell'attuale azionista di maggioranza è quello di costruire una strategia di *exit* che permetta di estrapolare quanto più valore possibile da detta partecipazione e che consenta di scongiurare il fallimento delle *holding*.

Quanto al potere contrattuale, nonostante la progressiva perdita di potere decisionale su Premafin e FonSai a vantaggio di creditori, promotori di proposte di salvataggio ed autorità di vigilanza, negli organi di amministrazione di Fondiaria-Sai e di Milano gli amministratori espressi da Premafin costituiscono ancora la maggioranza. Di conseguenza, dal momento che proprio questi organi sono responsabili dell'approvazione delle principali delibere necessarie per il salvataggio, l'azionista di maggioranza gode ancora di potere contrattuale a sufficienza per influenzare le sorti della compagnia.

3.2.2. Gli Azionisti di Minoranza e di Risparmio

Gli Azionisti di Minoranza sono la categoria che probabilmente, più delle altre, ha già pagato pesantemente le conseguenze dell'inadeguatezza della gestione di Fondiaria-Sai durante gli ultimi anni. Molti di essi sono piccoli risparmiatori, i quali detengono individualmente quote infinitesimali del capitale sociale delle società del gruppo ma che, congiuntamente, controllano oltre il 43% di Fondiaria-Sai e quasi il 37% di Milano Assicurazioni (cfr. Figura 2.5).

L'interesse di questi azionisti è costituito a breve termine dal salvataggio del gruppo FonSai e a lungo termine dalla massimizzazione del valore azionario delle compagnie. Nel caso in cui il trasferimento del pacchetto di controllo avvenga, come presumibile, a premio rispetto ai valori azionari correnti, questa categoria ha interesse a vedersi riconosciuto tale maggior prezzo direttamente, attraverso il lancio di un'Offerta Pubblica di Acquisto, oppure indirettamente, ovvero tramite il riconoscimento di tale

premio in capo alla società stessa.⁷⁷

Nel caso in cui il salvataggio preveda un'operazione di aggregazione con altri soggetti, la massimizzazione del valore riconosciuto alle minoranze azionarie è funzione di due distinti parametri. Il primo è il valore di mercato delle azioni dell'entità *post-merger*, mentre il secondo è il numero di azioni della nuova entità riconosciuto agli azionisti di FonSai e Milano Assicurazioni, ovvero il rapporto di concambio (Vicari, 2004).

Come si vedrà meglio oltre, le attese dei piccoli azionisti di Milano Assicurazioni sono maggiori di quelle delle minoranze azionarie di FonSai. Infatti, a differenza della controllante, la situazione patrimoniale di Milano è caratterizzata da migliori fondamentali.⁷⁸ Ciò nonostante le minoranze azionarie rischiano, nell'eventualità di un'operazione di aggregazione finalizzata al salvataggio della controllante, ma non giustificata da uno stato di crisi della loro società, di vedersi imposti dei rapporti di concambio peggiorativi del valore del loro investimento.

Fra le minoranze azionarie rientrano anche Unicredit e la cordata Sator-Palladio, le quali tuttavia sono oggetto di autonoma analisi nell'ambito di altre categorie di *stakeholder*.

Quanto al potere contrattuale, l'eccessiva polverizzazione del capitale sociale ha sempre impedito un'adeguata rappresentanza delle minoranze negli organi di amministrazione e controllo. L'assenza del diritto di *voice* dovrebbe, almeno in teoria, essere compensata dalla possibilità di esercitare il "voto con i piedi", ovvero la cessione delle azioni (Zattoni, 2006). Tale opzione non risulta tuttavia conveniente: chi avesse acquistato un'azione FonSai a Gennaio 2008 potrebbe oggi recuperare meno del 10% del valore investito liquidando la propria posizione.

Di conseguenza il potere contrattuale delle minoranze azionarie risulta basso, e la difesa degli interessi della categoria passa necessariamente attraverso gli strumenti di tutela indiretta previsti dall'ordinamento. In particolare la salvaguardia del valore delle

⁷⁷ Come vedremo questa aspettativa risulta parzialmente incompatibile con gli interessi dei soggetti che si faranno carico del salvataggio, in quanto rende più gravosa l'operazione per essi. Ciò nonostante la seconda offerta Sator-Palladio, essendo rivolta direttamente a FonSai e prevedendo un aumento riservato ad un prezzo doppio rispetto a quello in opzione, riconosce in capo a tutti gli azionisti il premio per il trasferimento del pacchetto di controllo. Al contrario, il piano UGF riconosce in capo a Premafin un significativo premio. In questo caso, nell'eventualità in cui il lancio di un'OPA inibisca il potenziale acquirente dal portare a termine l'operazione, la tutela degli azionisti di minoranza può risultare addirittura in conflitto con l'interesse generale della società al buon esito del salvataggio. Come si vedrà oltre (cfr § 3.3.2) tale rischio viene mitigato da alcune previsioni del TUF che prevedono l'esenzione dall'obbligo di OPA su operazioni di risanamento.

⁷⁸ Milano Assicurazioni, se considerata individualmente, non necessiterebbe di un salvataggio. Infatti, nonostante la perdita pari ad € 780 Milioni per l'esercizio 2011, il margine di solvibilità alla stessa data ammontava al 151% del minimo richiesto, per un capitale in eccesso pari ad oltre 350 € Milioni (cfr. Bilancio Civilistico e Consolidato Milano Assicurazioni 2011, pag. 290)

loro partecipazioni dovrebbe essere garantita dalla normativa OPA e dalla vigilanza Consob ed ISVAP.

Passando agli azionisti di risparmio, tanto gli interessi quanto il potere contrattuale effettivo sono in larga parte assimilabili a quelli degli azionisti di minoranza. In particolare gli strumenti di tutela dei diritti delle minoranze azionarie assumono una maggiore rilevanza per i detentori di azioni risparmio, alla luce del fatto che questi ultimi non godono del diritto di voto in assemblea ordinaria né straordinaria, e di conseguenza, oltre a vedere fortemente limitato il loro diritto di *voice*, vedono i loro titoli esclusi dell'ambito di applicazione della disciplina sull'OPA obbligatoria. Gli azionisti di risparmio, inoltre, possono esercitare il loro diritto di *voice* soltanto attraverso le assemblee speciali ad essi riservate, dotate di un potere piuttosto limitato.

3.2.3. Gli istituti di Credito

Il ruolo degli istituti di credito nell'ambito del salvataggio di Fondiaria-Sai è estremamente importante a causa dell'elevata esposizione nei confronti delle società del gruppo e del potere contrattuale che deriva da questa circostanza.

Debitore	Importo	Creditori
FonSai-Milano	1050,0	Mediobanca
Premafin	322,5	UCI, Mediobanca, BP di Novara, BP di Verona, BP di Milano, CR di Parma e Piacenza, GE Capital, CR Firenze
Sinergia-Im.Co.	335,0	UCI, BP, BPM, GE Capital, Banca SAI
Totale	1707,5	

Tabella 3.2: esposizioni debitorie delle società del gruppo verso gli istituti di credito.

Fonti: bilanci delle società; allegato 1.2 all'accordo Premafin-UGF del 29/1/2012; istanza di fallimento di Sinergia ed Im.Co.

Il principale, se non unico, interesse dei creditori è il regolare servizio del debito. In una società in condizioni di normale funzionamento tale interesse combacia con le attese degli azionisti, e la soddisfazione di entrambe le categorie è legata ai risultati economici dell'impresa. Tale comunanza di interessi non viene a mancare, almeno ad una prima analisi, nelle società in crisi. Le probabilità che i creditori riescano a recuperare il proprio credito aumentano significativamente nel caso in cui la società in crisi si salvi, e questo è chiaramente anche negli interessi degli azionisti.

La potenziale conflittualità fra azionisti e creditori non è quindi da ricondursi a divergenze in merito alla necessità di un salvataggio, ma è generata dalle condizioni dello stesso. Il salvataggio di un'impresa in crisi, la quale con ogni probabilità presenta

problemi di eccessivo indebitamento in rapporto a mezzi propri, comporta infatti spesso anche la rimodulazione dell'esposizione debitoria, il suo riscadenzamento, o la sua parziale conversione in capitale. Queste misure, sebbene necessarie al rilancio dell'impresa in crisi, rappresentano un costo che il ceto bancario tenterà di ridurre al minimo, cercando di aumentare la quota di sacrificio a carico degli altri *stakeholder*, ad esempio con la richiesta di una maggiore iniezione di capitale.

La puntuale individuazione degli interessi del ceto bancario è in parte complicata da due circostanze. In primo luogo, per effetto della complessa struttura societaria del gruppo, le esposizioni verso gli istituti di credito sono dislocate a tre diversi livelli della catena partecipativa (cfr. Tabella 3.2). Una simile configurazione ha l'effetto di concentrare l'interesse delle singole banche al salvataggio della sola società verso la quale sono esposte. La seconda criticità riguarda la relativa frammentazione delle esposizioni debitorie di Premafin, Sinergia ed Im.Co., le quali sono debtrici verso dei *pool* di banche. La frammentazione delle esposizioni rende più difficoltoso e macchinoso il processo di ristrutturazione delle stesse, dal momento che la modifica delle condizioni dei contratti di finanziamento deve necessariamente passare per l'approvazione di più istituti.

Nel considerare gli interessi economici delle banche l'attenzione dovrebbe concentrarsi esclusivamente sulle esposizioni di FonSai. Tuttavia una serie di circostanze, impongono di prendere in considerazione tutti i livelli della catena partecipativa. Ci si riferisce in particolare al fatto che alcuni istituti sono esposti su più livelli oppure, pur essendo esposti solo a monte, sono coinvolti nei consorzi di garanzia per l'aumento di capitale FonSai. Inoltre il perdurante peso di Premafin nella *governance* di FonSai riduce la fattibilità di un salvataggio dal cui perimetro venga esclusa la *holding*.

Mediobanca, esposta per 1,05 € Miliardi di prestiti subordinati ed ibridi verso Fondiaria-Sai e Milano Assicurazioni, è anche creditrice di Premafin. In ogni caso le dimensioni dell'esposizione a valle fanno sì che i suoi interessi siano prevalentemente concentrati in Fondiaria, e si sostanziano nell'aspettativa di un efficace salvataggio che minimizzi il sacrificio richiesto sui subordinati.⁷⁹ In particolare Mediobanca nutre aspettative sul buon esito dell'operazione di salvataggio proposta da Unipol Gruppo Finanziario, di cui essa stessa ha contribuito all'ideazione e al quale offre supporto attraverso il coordinamento dei consorzi di garanzia degli aumenti di capitale. Il motivo del sostegno al piano UGF è fatto che l'operazione permetterebbe, a valle del prospettato progetto di integrazione, di far gravare l'esposizione subordinata su di un'entità di dimensioni

⁷⁹ Tale sacrificio potrebbe prendere la forma di una parziale conversione del prestito in azioni FonSai.

maggiori, con un beneficio in termini di riduzione della rischiosità (cfr. § 4.2.4).

Per quanto riguarda gli istituti esposti verso Premafin, che stanno trattando con la società un piano di risanamento ai sensi dell'art. 67 della legge fallimentare, la divergenza di interessi rispetto agli azionisti di FonSai e Milano è più evidente. Le loro aspettative di rimborso del debito sono infatti legate esclusivamente alle sorti della *holding*. Di conseguenza il *pool* di banche potrebbe trarre beneficio da una fusione di Premafin in FonSai o dal riconoscimento di un corposo premio di controllo alla Famiglia Ligresti. Entrambe le alternative risultano però dannose per Fondiaria ed i suoi azionisti di minoranza. La prima in quanto farebbe ricadere l'onere dei debiti di Premafin, sebbene ristrutturati, sul patrimonio della controllata; la seconda perché negherebbe agli azionisti di minoranza di potersi vedere riconosciuto, almeno in parte, il premio di controllo.

L'ipotesi peggiore dal punto di vista dei creditori di Premafin sarebbe rappresentata dal buon esito di un'offerta di salvataggio rivolta direttamente a Fondiaria. In tal caso, indipendentemente dal fatto che gli istituti di credito escutano il pegno sulle azioni FonSai, il rimborso dell'esposizione sarebbe legato alle sole prospettive reddituali della controllata. Inoltre, con una partecipazione della holding in FonSai notevolmente diluita e l'impossibilità da parte della controllata di pagare dividendi per i prossimi esercizi, in questo scenario una porzione significativa dei sacrifici ricadrebbe sui creditori di Premafin.

Infine, per quanto concerne le banche creditrici di Sinergia ed Im.Co. il loro grado di coinvolgimento nel salvataggio di FonSai è inferiore. La ragione di questo minore coinvolgimento è da ricercarsi nel fatto che, sebbene detengano in pegno il 20% delle azioni di Premafin, quest'ultima società si frappone fra essi e FonSai, limitando di fatto l'interdipendenza fra il salvataggio delle due *holding* immobiliari e quello delle società quotate. In secondo luogo le due società sono state coinvolte in indagini della Procura di Milano, che ne ha anche chiesto il fallimento (cfr. § 2.4.3). Di conseguenza l'eventuale ristrutturazione delle loro esposizioni debitorie avverrà in ogni caso sotto lo stretto controllo del tribunale ed indipendentemente dall'esito del salvataggio di Fondiaria-Sai.

Il potere contrattuale dei singoli istituti di credito varia significativamente in funzione della dimensione dell'esposizione e del livello della catena partecipativa a cui questa è stata erogata. In ogni caso il potere complessivo del ceto bancario è elevato.

La prima categoria di strumenti di tutela del credito che attribuiscono potere di influenza agli istituti sono le clausole di protezione inserite nei contratti di finanziamento

stessi, in particolare i *covenenant*. In ogni caso gli strumenti che conferiscono il maggiore potere alle banche sono le garanzie reali eventualmente prestate a garanzia del credito. A tal proposito rileva in particolare il pegno sulle azioni FonSai a garanzia dell'esposizione debitoria di Premafin⁸⁰.

Una seconda categoria di strumenti che attribuiscono potere al ceto bancario sono gli strumenti legali di tutela dello stesso, come le procedure concorsuali, e la pressione che può essere generata dalla minaccia di utilizzarli.

Infine il potere contrattuale delle banche, in particolar modo di Mediobanca, risiede nel fatto che, stanti le attuali condizioni del mercato dei capitali, senza il loro appoggio in qualità di sottoscrittori nell'ambito di un consorzio di garanzia per l'aumento di capitale di FonSai il salvataggio risulta praticamente impossibile. Il loro appoggio appare poi ancora più determinante alla luce del fatto che la ricapitalizzazione va eseguita in tempi brevi, pena il rischio di commissariamento della società da parte dell'ISVAP. Le banche possono utilizzare tale potere contrattuale garantendo l'aumento di capitale solo nell'ambito delle operazioni di salvataggio ad esse più gradite. Tale strumento risulta estremamente efficace ai fini della tutela dei loro interessi patrimoniali, ma costituisce un vincolo difficilmente aggirabile in grado di inibire ogni proposta di salvataggio che non sia di loro gradimento, indipendentemente dalla sua validità complessiva. Una manifestazione dell'abuso di tale potere può essere rintracciata – ad esempio – nelle condizioni del contratto fra Mediobanca e FonSai con cui la prima si è impegnata a garantire l'aumento di capitale della seconda. Il contratto contiene una serie di previsioni in forza delle quali non solo Mediobanca garantisce l'aumento esclusivamente nell'ambito del piano UGF, ma può esercitare un significativo potere di influenza sulla gestione della società fino al completamento dell'operazione di salvataggio.

3.2.4. Gli altri Stakeholder

I principali *stakeholder* diversi da quelli esaminati fin qui sono i clienti-assicurati, la rete distributiva ed i dipendenti del gruppo. Ciascuno di essi può vantare nei confronti della società delle obbligazioni regolate rispettivamente da contratti di assicurazione, di agenzia e di lavoro dipendente. La funzione obiettivo comune di questi attori è il salvataggio e la conservazione della società, che permetterebbe loro di esigere le

⁸⁰ Il pegno sulla totalità delle azioni FonSai detenute dalla holding è stato previsto nell'ambito della negoziazione del contratto di modifica e proroga dei finanziamenti "*Term Loan A*" e "*Revolving*" siglato con il *pool* di banche creditrici il 22/12/2010. Per maggiori dettagli, cfr. Bilancio Civilistico Premafin esercizio 2010, pag. 16.

prestazioni previste dai contratti di rispettiva competenza.

Un interesse ulteriore di cui è portatrice la categoria dei clienti è un regime tariffario trasparente e competitivo. Tale desiderio, che va inquadrato nel più generale interesse del pubblico ad un mercato assicurativo efficiente e concorrenziale, trova tutela nella normativa Antitrust e nell'attività di vigilanza dell'AGCM. Un'operazione di salvataggio che preveda un incremento della concentrazione del mercato assicurativo potrebbe rivelarsi potenzialmente lesiva di tale diritto. Una simile riflessione può essere fatta con riguardo ai lavoratori ed alla rete agenziale, che rischierebbero un ridimensionamento nell'ambito dello sfruttamento delle sinergie di costo nell'eventualità di una fusione.

3.2.5. Le autorità di Vigilanza

Le autorità di vigilanza operano a difesa di specifici interessi tutelati dall'ordinamento. Nell'espletare queste funzioni ciascuna di esse applica le normative di riferimento ed opera secondo la c.d. "discrezionalità tecnica" propria delle autorità indipendenti. Le autorità coinvolte nel salvataggio sono numerose, e ciascuna tutela gli interessi di una o più categorie di soggetti.

L'ISVAP vigila sulla la sana e prudente gestione degli intermediari assicurativi, con l'obiettivo di preservarne la stabilità e l'efficienza e di tutelare gli interessi degli assicurati.

La Consob regola e controlla il funzionamento dei mercati finanziari, la loro efficienza e trasparenza, gli emittenti quotati, gli intermediari mobiliari, l'appello al pubblico risparmio, l'informazione societaria. Nell'ambito di queste attribuzioni tutela gli interessi delle minoranze azionarie e degli altri *stakeholder* delle società quotate.

L'AGCM garantisce il rispetto delle regole che vietano le intese anticoncorrenziali tra imprese, gli abusi di posizione dominante e le concentrazioni in grado di creare o rafforzare posizioni dominanti dannose per la concorrenza, con l'obiettivo di migliorare il benessere dei cittadini. Nell'ambito del salvataggio di FonSai l'Autorità è coinvolta a difesa dei clienti-assicurati, al fine di evitare che il trasferimento del pacchetto di controllo del gruppo o un'operazione di aggregazione aziendale possano avere effetti restrittivi sulla concorrenza.

Il potere contrattuale di questi tre soggetti è elevato, in virtù degli ampi poteri di intervento ad essi conferiti dalla legge. Tali poteri saranno affrontati diffusamente nel paragrafo 3.3, dal momento che le normative che le Autorità applicano possono essere considerate dei vincoli nel rispetto dei quali l'operazione di salvataggio deve necessariamente avvenire.

3.2.6. I potenziali Acquirenti

I potenziali acquirenti vanno senza dubbio aggiunti al novero dei portatori di interessi nel salvataggio del gruppo Fondiaria-Sai. Nei paragrafi 4, 4.3 e 4.4 le proposte di salvataggio da essi presentate saranno analizzate e confrontate con il grado di approfondimento che meritano. Tuttavia, già in fase di mappatura degli *stakeholder* rilevanti, risulta utile definirli come categoria e realizzare una valutazione preliminare degli interessi e del potere contrattuale di cui godono.

In prima approssimazione è possibile modellizzare i loro interessi come il problema di un investitore che si trovi a valutare una qualsiasi opportunità di investimento, ed il cui obiettivo è di massimizzarne il ritorno economico. Tale ritorno è funzione di due fattori. Il primo è la misura del valore che è possibile sprigionare con un processo di ristrutturazione o con lo sfruttamento di sinergie industriali.

Il secondo è rappresentato dalle condizioni a cui avviene l'acquisizione del pacchetto di controllo. Tali condizioni chiamano in causa gli interessi degli attuali azionisti della compagnia, i quali possono chiaramente beneficiare o essere danneggiati tanto dalle modalità di acquisizione del controllo quanto, in una fase successiva, dalla capacità dell'acquirente di portare a termine efficacemente il processo di *turnaround*.

Un aspetto ulteriore che è necessario richiamare, anche se solo marginalmente, è la possibilità che l'acquirente o il management della società acquirente siano guidati, nel loro processo decisionale, non soltanto da motivazioni di ordine economico. L'acquisizione del secondo gruppo assicurativo italiano nel ramo danni conferisce infatti anche prestigio, visibilità presso la comunità finanziaria internazionale e potere di influenza economica in senso lato, in particolare alla luce dell'elevata capacità di investimento delle imprese assicurative.

Il potere contrattuale dei promotori delle proposte di salvataggio è il risultato dell'interazione di un elevato numero di fattori. Tuttavia una considerazione che è possibile fare a riguardo è che la loro capacità di influenza nei confronti del gruppo FonSai e del suo attuale azionista è inversamente proporzionale al numero ed alla diversità fra le offerte concorrenti. Infatti, a causa della condizione di crisi del gruppo, e quindi dell'urgente necessità di capitali che gli acquirenti possono apportare, il potere negoziale della società *target* nei confronti degli offerenti è teoricamente molto basso. Tuttavia, in presenza di offerte concorrenti, la competizione può ridurre il potere dei singoli acquirenti a vantaggio della società *target*.

3.3.1 Vincoli

Proseguendo con la metafora del salvataggio come ottimizzazione vincolata, dopo l'individuazione delle funzioni obiettivo rappresentative degli interessi economici degli attori coinvolti, è possibile muovere allo studio del secondo aspetto preliminare alla valutazione singoli piani: i vincoli a cui questi sono sottoposti.

Occorre precisare che i vincoli di cui parlerà il paragrafo non riguardano nello specifico, almeno in questa fase, nessuna delle offerte ad oggi presentate per il gruppo. Si tratta piuttosto di quei fattori che, delimitando il perimetro delle azioni possibili, definiscono l'insieme delle modalità e degli strumenti con i quali è possibile realizzare un piano di salvataggio e risanamento. Definire questo perimetro costituisce uno strumento molto utile, in quanto fornisce una chiave di lettura sulla base della quale spiegare le scelte degli operatori che hanno presentato offerte su Fondiaria-Sai.

I vincoli possono essere classificati in tre categorie (cfr. Tabella 3.3). La prima è rappresentata dai vincoli regolamentari, e racchiude le numerose normative ed autorità di vigilanza implicate nel salvataggio per via del fatto che il gruppo in analisi opera in un settore fortemente regolamentato. La seconda categoria è di ordine finanziario, ed afferisce alla disponibilità di risorse tanto sui mercati dei capitali quanto presso investitori individuali ed istituzionali. L'ultima categoria è infine rappresentata dai vincoli negoziali, e riguarda le richieste e le condizioni poste dai soggetti menzionati nel paragrafo 3.2 nell'esercizio del loro potere contrattuale.

Categoria	Vincoli
Vincoli Regolamentari	Autorizzazioni ISVAP all'assunzione di partecipazioni in imprese di assicurazione
	Normativa sull'OPA obbligatoria
	Disposizioni Antitrust in tema di Concentrazioni
Vincoli Finanziari	Disponibilità di risorse finanziarie sul mercato dei capitali
Vincoli Negoziali	Potere contrattuale degli <i>Stakeholder</i> rilevanti

Tabella 3.3: classificazione dei principali vincoli al salvataggio di Fondiaria-Sai.

Fonte: autore.

3.3.1. Vincoli regolamentari: autorizzazioni ISVAP

Un soggetto che intenda porre in atto un piano di salvataggio lo fa, come sottolineato nel paragrafo 3.2.6, soprattutto al fine di ottenere un ritorno economico dall'operazione. Tale ritorno è, come già detto nella sezione richiamata, funzione del costo dell'operazione e del valore della partecipazione a valle del processo di

turnaround. La capacità di porre in essere le azioni strategiche funzionali alla ristrutturazione e di appropriarsi del valore che da queste deriva è strettamente dipendente dall'acquisizione del controllo sul gruppo FonSai.⁸¹

L'acquisizione del controllo in una società assicurativa quotata è sottoposto ad una serie di vincoli normativi. Il primo è contenuto nel Codice delle Assicurazioni Private, e sarà descritto in questo paragrafo. Il secondo afferisce la normativa sull'OPA, e sarà affrontato nel paragrafo successivo (§ 3.3.2).

Nell'ambito dei suoi compiti di tutela della sana e prudente gestione degli intermediari assicurativi all'ISVAP sono conferiti, per legge, numerosi poteri. Alcuni di questi, richiamati nel paragrafo 3.1.1, sono finalizzati alla verifica del rispetto della normativa di vigilanza prudenziale riguardante le riserve tecniche ed il margine di solvibilità. Altri poteri si sostanziano invece nei controlli all'ingresso, e riguardano sia l'autorizzazione di nuovi soggetti all'esercizio dell'attività assicurativa che l'autorizzazione all'assunzione di partecipazioni rilevanti in imprese di assicurazione già esistenti. Se da un lato questi poteri costituiscono strumenti utili a scongiurare il rischio che le imprese assicuratrici siano controllate da soggetti che non danno garanzie di correttezza nell'esercizio dei loro poteri di controllo e gestione (Donati e Volpe Putzolu, 2009), la medesima normativa pone però anche dei vincoli alla libera trasferibilità dei pacchetti di controllo, rendendo l'autorizzazione dell'Autorità un passaggio obbligato nell'ambito di operazioni di salvataggio.

Il primo obbligo che grava sui soggetti che intendano assumere partecipazioni rilevanti in un'impresa di assicurazione è la previa comunicazione all'ISVAP.⁸² Inoltre l'acquisizione di una partecipazione rilevante, a qualunque titolo, deve essere autorizzata dall'Autorità. Al fine di facilitare l'individuazione della soglia di rilevanza è stata fissata una presunzione assoluta in base alla quale si considera rilevante ogni partecipazione, diretta ed indiretta, superiore al 10%. Ai fini del calcolo della soglia di rilevanza vanno computate, chiaramente, anche le azioni già detenute dal soggetto acquirente; di conseguenza anche per eseguire acquisti modificativi dell'entità della partecipazione è necessaria l'autorizzazione dell'ISVAP quando questi comportino il superamento della soglia del 10%. Tale disposizione si applica anche alle partecipazioni in soggetti che controllano un'impresa di assicurazione.

⁸¹ Particolarmente illuminante, a tal fine, la definizione di controllo fornita dallo IAS 27, che lo definisce come il *"potere di governare le politiche finanziarie e gestionali di un soggetto al fine di ottenere benefici dalla sua attività"*.

⁸² Tale obbligo è previsto all'art. 69 Codice delle Assicurazioni Private.

Il potere di concedere o negare l'autorizzazione non è puramente arbitrario, in quanto vincolato alla verifica della sussistenza di alcuni requisiti. L'ISVAP può negare l'autorizzazione solamente nel caso in cui l'entrata del nuovo soggetto nella compagine sociale possa pregiudicare le condizioni per una sana e prudente gestione, anche tenendo conto degli effetti dell'operazione sulla stabilità e sull'efficienza dell'impresa nonché sulla protezione degli assicurati (Cappiello, 2008).⁸³ Tali criteri, lungi dall'essere oggettivi, lasciano spazio all'esercizio di un certo grado di discrezionalità da parte dell'Autorità; per questo motivo i provvedimenti che concedono o rifiutano l'autorizzazione, che può essere revocata e sospesa in ogni momento, devono essere adeguatamente motivati.

3.3.2. Vincoli regolamentari: la disciplina dell'OPA obbligatoria

La seconda disposizione normativa che si applica al gruppo FonSai, in quanto società italiana con titoli ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati italiani, è la disciplina dell'OPA obbligatoria. L'obiettivo di tale norma è di tutelare l'interesse delle minoranze azionarie, in caso di acquisto di una partecipazione rilevante da parte di un terzo investitore, a vedersi riconosciuto il diritto di poter cedere i propri titoli al prezzo a cui è stata trasferita la partecipazione rilevante (Annunziata, 2010). La situazione tipica è quella del passaggio di mano del pacchetto di controllo di una società quotata, per effetto del quale l'azionista di maggioranza esce dalla compagine sociale vedendosi riconosciuto, solitamente, un prezzo comprensivo del c.d. premio di controllo. Un simile mutamento della struttura proprietaria può avere come conseguenza un cambiamento del top management ed una revisione delle strategie aziendali. In presenza di cambiamenti di tale portata all'azionista di minoranza deve essere consentito di esercitare il diritto di *exit* a condizioni simili rispetto a quelle riservate all'azionista di riferimento. La disciplina dell'OPA obbligatoria mira proprio ad assicurare la parità di trattamento fra tutti gli azionisti, contemperando il loro interesse con quelli, altrettanto legittimi, del soggetto alienante a massimizzare il ricavo e del mercato in generale a favorire la contendibilità delle società, evitando di rendere i processi di trasferimento del controllo societario eccessivamente onerosi (Chiappetta, 2010).

La norma appare rilevante in relazione al caso in esame in quanto, come si diceva in apertura del paragrafo precedente, la generazione e l'appropriazione dei benefici relativi al processo di ristrutturazione richiedono l'acquisizione del controllo del gruppo.

⁸³ Cfr. art. 68 del Codice delle Assicurazioni Private.

La regola di base della disciplina dell'OPA obbligatoria prevede l'obbligo di promuovere un'offerta pubblica avente ad oggetto tutti i titoli della categoria rilevante a carico di chiunque venga a detenere, a seguito di acquisti a titolo oneroso, una partecipazione superiore al 30% di una società italiana con titoli ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati italiani. Tale previsione, nel garantire gli interessi delle minoranze azionarie, rende tuttavia estremamente più onerosa l'acquisizione del controllo del soggetto *target* da parte dell'acquirente. La maggiore onerosità, oltre a costituire un ostacolo alla contendibilità delle società quotate, può rivelarsi potenzialmente anche d'ostacolo alla realizzazione di operazioni di salvataggio. Per questo motivo, al ricorrere di alcune condizioni,⁸⁴ la Consob può esentare l'acquirente dall'obbligo di promuovere l'offerta, subordinando così i diritti particolari delle minoranze al più generale interesse sociale e del mercato al salvataggio del soggetto in crisi.

Con riferimento al salvataggio del gruppo Fondiaria-Sai la disciplina dell'OPA obbligatoria costituisce quindi, salva la possibilità di ottenere l'esenzione dalla Consob, un vincolo particolarmente stringente, in quanto il maggiore onere derivante dall'obbligo di promuovere un'offerta totalitaria può finire per rendere non conveniente la realizzazione dell'operazione di salvataggio, disincentivando i potenziali investitori dal porla in essere.

A causa della struttura piramidale del gruppo l'applicazione della disciplina al caso in esame è piuttosto complessa, e gli obblighi in capo all'acquirente possono variare significativamente in base al livello della catena partecipativa in cui avviene l'iniezione di capitali. Sebbene in linea teorica sia possibile ipotizzare tanto un salvataggio di Premafin che comprenda la ricapitalizzazione di FonSai, quanto un intervento esclusivamente su quest'ultima, in questa fase sarà analizzato solamente il primo caso in quanto, per ciò che riguarda la disciplina dell'OPA obbligatoria, comprende al suo interno anche il secondo. L'intervento su Premafin, come vedremo può far sorgere tre diverse fattispecie di OPA obbligatoria, che potrebbero diventare quattro in caso di fusione del gruppo con un altro soggetto (cfr. Figura 3.5).

Si ipotizzi dunque che un investitore terzo desideri acquisire il controllo di Premafin al fine di ricapitalizzarla e di partecipare, pro-quota, all'aumento di capitale di Fondiaria-Sai. Dal momento che il NAV di Premafin a valori di mercato è negativo, la forma

⁸⁴ Tali condizioni sono contenute all'articolo 49 del Regolamento Emittenti (n° 11971) emesso dalla Consob in applicazione delle disposizioni del TUF.

tecnica preferibile ai fini dell'acquisizione del controllo della holding risulta essere la promozione di un aumento di capitale riservato dall'effetto fortemente diluitivo per l'attuale azionista di maggioranza.⁸⁵ Per effetto di tale aumento, il cui importo non può essere inferiore alla quota parte dell'aumento in opzione di FonSai, vale a dire circa € 400 Milioni, il nuovo investitore verrebbe senza dubbio a detenere più del 30% della holding quotata.

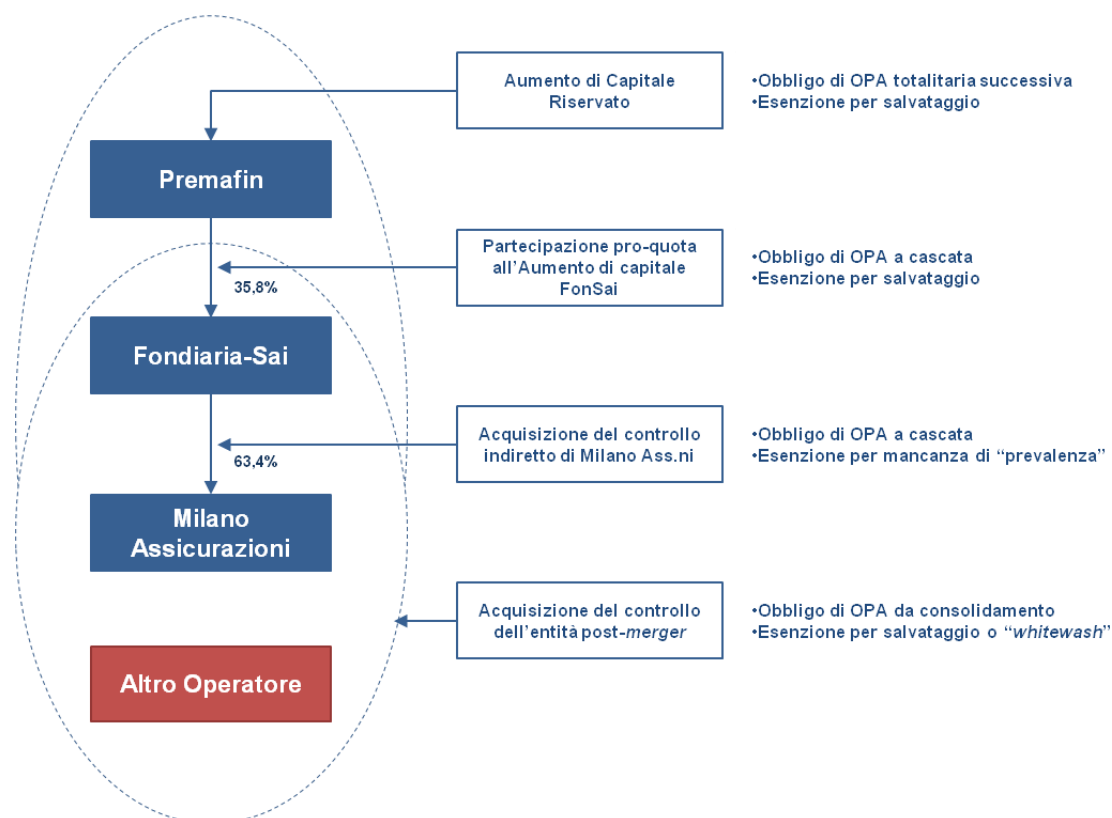


Figura 3.5: rappresentazione schematica dell'applicazione della disciplina OPA al salvataggio di FonSai.
Fonte: autore.

Tale operazione farebbe quindi sorgere, in capo all'acquirente, l'obbligo di promuovere un'OPA totalitaria successiva su Premafin. Con riguardo alla promozione di tale offerta, che pure non dovrebbe risultare particolarmente onerosa per l'acquirente, è possibile richiedere esenzione alla Consob sulla base della previsione dell'Art. 49 del Regolamento Emittenti. Premafin sembrerebbe infatti rientrare a pieno titolo fra i casi di esenzione da OPA obbligatoria, in quanto l'acquisto avverrebbe *“esclusivamente tramite la sottoscrizione di un aumento di capitale della società quotata, con esclusione del diritto di opzione, idoneo a consentire, anche attraverso*

⁸⁵ Un aumento di capitale riservato appare la forma tecnica più conveniente in quanto permette di conseguire la ricapitalizzazione e l'acquisizione del controllo di Premafin con un'unica operazione.

*una ristrutturazione del debito, il risanamento dell'esposizione debitoria dell'impresa e ad assicurare il riequilibrio della sua situazione finanziaria, posto in essere in esecuzione di un piano di risanamento: (i) che sia reso noto al mercato; (ii) che attesti l'esistenza di una situazione di crisi; (iii) la cui ragionevolezza sia certificata da un professionista ai sensi dell'articolo 67" della legge fallimentare.*⁸⁶

Per effetto dell'acquisizione del controllo su Premafin, l'investitore assumerebbe anche, indirettamente, il controllo su FonSai, con una partecipazione superiore al 30%. Tale circostanza farebbe sorgere anche l'obbligo di OPA "a cascata" sulla stessa FonSai. Tale obbligo sorgerebbe quasi certamente, dal momento che la partecipazione di Premafin in FonSai può essere definita "prevalente" ai sensi di quanto previsto all'articolo 45 del Regolamento Emittenti. In base a tale norma l'obbligo di OPA a cascata è previsto solamente nel caso in cui sussista almeno una di due condizioni, in cui Premafin sembrerebbe rientrare a pieno titolo. La prima considera rilevante la partecipazione quando il valore contabile della stessa *"rappresenta più di un terzo dell'attivo patrimoniale ed è superiore ad ogni altra immobilizzazione iscritta nel bilancio della società partecipante"*. La seconda fattispecie di prevalenza si ha quando *"il valore attribuito alle partecipazioni rappresenta più di un terzo e costituisce la componente principale del prezzo di acquisto dei titoli delle società partecipante"*.⁸⁷

L'obbligo di promuovere un'OPA a cascata su FonSai potrebbe tuttavia essere evitato ricorrendo ad un'altra delle previsioni del Regolamento Emittenti riguardante le imprese in crisi. Infatti, in base all'articolo 49, l'esenzione dall'obbligo può essere ottenuta anche nell'ambito di ricapitalizzazioni di società che versano in uno stato di crisi *"attestata da richieste formulate da un'autorità di vigilanza prudenziale, nel caso di gravi perdite"*⁸⁸, al fine di prevenire il commissariamento. Come per la capogruppo, anche per FonSai l'esistenza di documentate richieste di ricostituire il capitale da parte dell'ISVAP sembrerebbero idonee all'ottenimento dall'esenzione dell'OPA a cascata. Anche una proposta di salvataggio che si concentrasse esclusivamente su Fondiaria potrebbe facilmente rientrare nella previsione che premette l'esenzione.

Ben più complessa la situazione per quanto riguarda Milano Assicurazioni, la quale non versa in uno stato di dissesto finanziario. La controllata quotata, che non rientra quindi nelle fattispecie di esenzione per salvataggio di cui all'articolo 49, è partecipata

⁸⁶ Art. 49, comma 1, lettera b, punto 2 del citato regolamento 11971.

⁸⁷ Art. 45, comma 3 del regolamento 11971.

⁸⁸ Art. 49, comma 1, lettera b, punto 1 del regolamento 11971.

al 63,4% da FonSai; di conseguenza un soggetto che acquisisca il controllo di quest'ultima si troverebbe automaticamente a superare la soglia del 30% della controllata. In linea teorica, ai sensi dell'art. 45 del regolamento emittenti la partecipazione in Milano Assicurazioni non costituisce l'asset prevalente nel patrimonio della controllante, pesando per il 6,6% circa del totale attivo di FonSai.⁸⁹ Tuttavia, guardando alla sostanza dei valori economici, la capitalizzazione di mercato di Milano è stata, negli ultimi mesi, stabilmente superiore rispetto a quella di FonSai, il che potrebbe mettere in discussione la validità del primo criterio di prevalenza. Ben più difficile da verificare, anche alla luce dei valori di borsa, è la sussistenza del secondo criterio, specialmente in ragione del fatto che la prevalenza della componente di Milano Assicurazioni nel prezzo di acquisizione di FonSai dipende dall'apprezzamento dei valori economici realizzato dall'acquirente. Per questi motivi non si può escludere che la Consob, la quale ha il compito di effettuare le valutazioni e deliberare in merito di esenzioni dall'obbligo di OPA, nel valutare la sussistenza dei requisiti per Milano Assicurazioni possa dare un maggiore peso alla sostanza dei valori economici e finisca per non esentare l'acquirente dall'obbligo di promuovere un'offerta. Una simile imposizione, alla luce del fatto che il 37% di Milano flottante può essere valutato fino ad € 200 Milioni, potrebbe minare la convenienza economica di un'operazione di salvataggio, scoraggiando il potenziale acquirente dal porla in essere.

Infine occorre considerare un'ultima fattispecie che potrebbe verificarsi nel caso in cui l'operazione di salvataggio preveda, come parte integrante, anche l'integrazione di Fondiaria-Sai e/o di altre società del gruppo con altri soggetti all'interno di un conglomerato assicurativo o finanziario di nuova costituzione. Anche in questo caso l'operazione avrebbe significato industriale e finanziario per l'eventuale acquirente soltanto nel caso in cui, a valle dell'operazione di *business combination*, quest'ultimo venga a detenere il controllo di fatto o di diritto dell'entità *post-merger*. Una partecipazione idonea al conseguimento di questo obiettivo eccede chiaramente la soglia del 30%, di conseguenza comporterebbe l'obbligo di OPA preventiva totalitaria sui titoli azionari della nuova entità in capo al soggetto acquirente.

L'obbligo di promuovere l'offerta in teoria non sussiste nel caso in cui l'acquirente abbia già superato il 30% della target, ad esempio attraverso un aumento di capitale riservato su Premafin o su FonSai stessa precedente la fusione. Tuttavia qualora, come prevedibile, per effetto della fusione, la partecipazione dell'acquirente subisca un

⁸⁹ Il peso della partecipazione in Milano Assicurazioni nel bilancio di FonSai è stato stimato in base ai dati di bilancio dell'esercizio 2011.

incremento superiore al 5%, o comporti comunque il superamento della soglia rilevante del 50%, l'obbligo di promuovere l'offerta sarebbe tuttavia previsto dall'articolo 46 del regolamento 11971, che disciplina la c.d. "OPA da consolidamento".

Tale obbligo – occorre precisare – non sussisterebbe però nel caso in cui la delibera assembleare di approvazione del progetto di fusione da parte della società target venga assunta *“senza il voto contrario della maggioranza dei soci presenti in assemblea, diversi dal socio che acquista la partecipazione rilevante e dai soci [...] che detengono [...] la partecipazione di maggioranza”* (“whitewash”). Una possibilità alternativa di neutralizzare l'obbligo di OPA post fusione risiederebbe nel provare che la fusione costituisce parte integrante del progetto di salvataggio.

Come ormai dovrebbe essere chiaro, anche l'eventualità di una fusione con un altro operatore pone, data la complessità del caso, più di un problema di natura interpretativa, e rischia di generare, nel caso in cui la Consob non conceda l'esenzione dall'obbligo di OPA, un serio vincolo al buon esito dell'operazione.

3.3.3. Vincoli regolamentari: la normativa Antitrust

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.⁹⁰ Prima di individuare in che misura tale disciplina costituisca un vincolo rispetto all'insieme delle opzioni percorribili per il salvataggio del gruppo, occorre considerare, sebbene in estrema sintesi, la finalità ed i principali profili della normativa rilevante.

In termini generali, la disciplina ha l'obiettivo di contemperare gli interessi delle imprese che pongono in essere un'operazione di concentrazione con quelli dei consumatori e del mercato in generale.⁹¹ Le concentrazioni aziendali non sono considerate dal regolatore nocive in quanto tali; piuttosto quello che rileva sono gli effetti che la modifica duratura del controllo delle imprese interessate può generare sulla struttura degli operatori e sulle loro quote di mercato (Mangini e Olivieri, 2009). Tali effetti sono considerati nocivi soltanto nella misura in cui favoriscono la

⁹⁰ Le norme rilevanti sono contenute nella legge 287/1990 e nel regolamento CE 139/2004.

⁹¹ I primi, in particolare gli azionisti delle società che si aggregano, sono interessati allo sfruttamento dei benefici della concentrazione al fine di ottenere un maggiore profitto; i secondi, al contrario, rischiano di essere danneggiati dall'accresciuto potere di mercato del produttore. Gli interessi dei consumatori, che sono considerati “contraenti deboli”, sono quindi oggetto di tutela da parte delle autorità antitrust. Un'altra categoria di soggetti potenzialmente danneggiati da un'operazione di concentrazione sono le altre imprese presenti sul mercato. Il nuovo soggetto potrebbe infatti abusare della propria posizione dominante per costringerli ad uscire dal mercato.

“costituzione o il rafforzamento di una posizione dominante sul mercato nazionale in modo da eliminare o ridurre in modo sostanziale e durevole la concorrenza.”⁹²

Dal momento che le concentrazioni aziendali solitamente avvengono per il tramite di operazioni caratterizzate da un basso grado di reversibilità quali fusioni e acquisizioni, il legislatore italiano e comunitario hanno ritenuto di istituire, per le operazioni che superano determinate soglie di rilevanza, un obbligo di previa comunicazione all'autorità competente, perché ne possa valutare gli effetti.⁹³ L'autorità, ricevuta la comunicazione che descrive le caratteristiche dell'operazione, procede alla valutazione della stessa, che solitamente si sostanzia nel c.d. “test di dominanza”, il cui obiettivo è di verificare se l'operazione rischia di creare o rafforzare una posizione dominante sui mercati rilevanti. Il test si basa prevalentemente sull'analisi delle quote di mercato, ma può avvalersi anche di indicatori alternativi. All'esito di questa analisi, l'Autorità può alternativamente autorizzare l'operazione, vietarla o autorizzarla a determinate condizioni ritenute necessarie a ridurre al minimo gli effetti anticoncorrenziali (Mangini e Olivieri, 2009).

Come già visto, il settore delle assicurazioni è sottoposto alla vigilanza dell'ISVAP, che ha fra i propri obiettivi la tutela della stabilità degli operatori. Dal momento che un maggiore livello di concorrenza può essere teoricamente lesivo della stabilità, in quanto espone le imprese ad una maggiore pressione competitiva, esiste una certa divergenza fra gli obiettivi istituzionali perseguiti dall'AGCM e dall'ISVAP. Tale divergenza assume maggiore rilevanza in particolare nell'ambito delle operazioni di concentrazione, che costituiscono uno degli strumenti tipici per mezzo dei quali porre in essere il salvataggio di imprese in difficoltà. In questo caso, stante la necessità di stabilire con attenzione le competenze delle due autorità, il legislatore nazionale, per le operazioni di aggregazione che coinvolgono imprese assicurative, ha attribuito primarie competenze all'AGCM, lasciando all'ISVAP la mera possibilità di emettere un parere non vincolante. In sostanza, almeno perciò che concerne il settore assicurativo, le ragioni della concorrenza hanno prevalso su quelle della stabilità (Desiderio, 2011). Resta da chiarire se e in che misura le ragioni della stabilità non debbano invece prevalere in caso di operazioni di concentrazione finalizzate al salvataggio.

Il motivo per cui la disciplina antitrust è rilevante ai fini del caso in esame è duplice. In primo luogo, come già ampiamente sottolineato, il salvataggio del gruppo Fondiaria-

⁹² Cfr. art. 6 legge 287/1990.

⁹³ In Italia tale autorità è l'AGCM; tuttavia per le “operazioni di rilevanza comunitaria” è competente l'autorità europea.

Sai comporta necessariamente il trasferimento del controllo del gruppo stesso in capo ad un soggetto terzo rispetto all'attuale azionista di riferimento. Qualora questo soggetto fosse un operatore già attivo nel mercato assicurativo italiano, è fuori dubbio che la sua posizione competitiva in termini di quote di mercato ne uscirebbe sensibilmente rafforzata.

A darne conferma è la capacità competitiva che già il gruppo Fondiaria-Sai è già in grado, da solo, di esprimere (cfr. Tabella 3.4 e Tabella 3.5). Come emerge dai dati ANIA il gruppo è il terzo operatore assicurativo italiano ed il secondo con riferimento ai rami danni, con una quota di mercato prossima al 20%.

Gruppi di imprese in ordine decrescente		Premi complessivi (€ Migliaia)	Quota di Mercato (%)
1	GRUPPO GENERALI	21.204.841	16,84
2	GRUPPO INTESA SANPAOLO	13.562.422	10,77
3	GRUPPO FONDIARIASAI	11.693.012	9,28
4	GRUPPO ALLIANZ SE	11.597.242	9,21
5	GRUPPO ASSICURATIVO POSTE VITA	9.518.149	7,56
6	GRUPPO ASSICURATIVO UGF	9.466.324	7,52
7	MEDIOLANUM VITA	8.840.969	7,02
8	GRUPPO AXA	6.175.458	4,90
9	GRUPPO AVIVA	6.058.621	4,81
10	GRUPPO CATTOLICA ASSICURAZIONI	4.682.375	3,72
Totale prime 10			81,62

Tabella 3.4: primi 10 gruppi di imprese – premi complessivi e quote di mercato

Fonte: ANIA (premi diretti del lavoro italiano 2010)

Gruppi di imprese in ordine decrescente		Premi rami danni (€ Migliaia)	Quota di Mercato (%)
1	GRUPPO GENERALI	7.688.829	21,45
2	GRUPPO FONDIARIASAI	7.103.946	19,81
3	GRUPPO ASSICURATIVO UGF	4.361.457	12,17
4	GRUPPO ALLIANZ SE	4.132.104	11,53
5	GRUPPO REALE MUTUA	1.971.176	5,50
6	GRUPPO CATTOLICA ASSICURAZIONI	1.593.954	4,45
7	GRUPPO AXA	1.561.657	4,36
8	GROUPAMA ASSICURAZIONI	1.194.342	3,33
9	GRUPPO SARA	690.994	1,93
10	VITTORIA ASSICURAZIONI	674.173	1,88
Totale prime 10			86,39

Tabella 3.5: primi 10 gruppi di imprese – premi rami danni e quote di mercato

Fonte: ANIA (premi diretti del lavoro italiano 2010)

Inoltre, andando ad analizzare il dettaglio relativo ai singoli rami danni, FonSai ricopre sistematicamente le prime posizioni nei mercati di maggior rilievo, ed è *leader* del ramo RC Auto (cfr. Tabella 3.6).⁹⁴

Rami Danni	Ranking	Quota di Mercato
1 - Infortuni	2	14%
2- Malattia	3	11%
3 - Corpi Veicoli Terrestri	1	23%
5 - Corpi Veicoli Aerei	2	27%
6 - Corpi Veicoli Marittimi	2	34%
7 - Merci Trasportate	2	21%
8 - Incendio	2	18%
9 - Altri danni a beni	2	16%
10 - RC Auto	1	23%
11 - RC Aeromobili	2	20%
12 - RC Veicoli Marittimi	1	24%
13 - RC Generale	2	18%
15 - Cauzione	1	20%
16 - Perdite Pecuniarie	4	8%
17 - Tutela Legale	5	7%
18 - Assistenza	4	18%

Tabella 3.6: quota di mercato e posizione relativa del gruppo Fondiaria-Sai nei principali rami danni.

Fonte: rielaborazioni dell'autore su dati ANIA.

Per effetto dell'aggregazione con un altro operatore del mercato assicurativo, la nuova entità si verrebbe sicuramente a trovare in una posizione di dominanza sul mercato nazionale. Di conseguenza le operazioni straordinarie funzionali alla concentrazione sarebbero necessariamente soggette all'autorizzazione da parte dell'Autorità Antitrust. Sebbene assai di rado l'Autorità abbia disposto misure estreme quali il divieto dell'esecuzione di un'operazione (Mangini e Olivieri, 2009), l'esercizio del potere di richiedere modifiche alla stessa finirebbe, con ogni probabilità, per vincolarne fortemente i termini. In particolare, in caso di autorizzazione condizionata alla cessione di quote di mercato, il buon esito del salvataggio potrebbe, in modo simile rispetto a quanto visto con riguardo alla normativa OPA, diventare economicamente non conveniente. Infatti la forzata rinuncia a quote di mercato rischierebbe di vanificare, almeno in parte, i benefici in termini di sinergie di costo e di ricavo ottenibili

⁹⁴ Ai fini dell'individuazione dei mercati nell'ambito dei quali gli effetti di un'operazione di concentrazione devono essere valutati, il "punto di partenza è rappresentato dall'esame dei prodotti idonei a soddisfare un dato bisogno. Nel caso del settore assicurativo, in linea di principio, ogni singolo rischio può essere soddisfatto da una specifica copertura e dunque appare corretto individuare un mercato distinto per ogni rischio". (Provvedimento AGCM 23503 pubblicato sul bollettino n. 15/2012 del 30/4/2012, pag. 16.)

da un'operazione di aggregazione aziendale, scoraggiando il potenziale acquirente dal portarla a termine.

3.3.4. Vincoli finanziari: le condizioni di mercato

Il principale presupposto per il buon esito del salvataggio del gruppo Fondiaria-Sai è senz'altro la provvista di nuove risorse finanziarie.⁹⁵ Come vedremo nel capitolo 4 si presume che una parte significativa dell'impegno finanziario sarà sopportata dall'investitore che subentrerà alla famiglia Ligresti in qualità di azionista di riferimento. Ciò nonostante una porzione delle risorse dovrà necessariamente provenire dal mercato, in particolare dai piccoli azionisti. Con il termine vincoli finanziari si vuole far riferimento alle difficili condizioni di mercato, nonché allo scoraggiamento delle minoranze azionarie; circostanze che mettono a repentaglio il buon esito dell'aumento di capitale di FonSai, e che rappresentano pertanto un vincolo *at large* nei confronti dell'intera operazione di salvataggio.

Per quanto riguarda le minoranze azionarie resta da chiarire la convenienza, a distanza di meno di un anno dal precedente aumento di capitale, a far confluire nuova finanza in una società che negli ultimi quattro esercizi ha perso il 92% del proprio valore azionario ed ha generato € 2,3 Miliardi di perdite. Inoltre, sempre a tal proposito, non si possono sottovalutare le dimensioni dell'impegno finanziario già richiesto alle minoranze azionarie. Degli 800 Milioni di Euro complessivamente iniettati nelle due società a Luglio 2011, almeno € 235 Milioni sono stati conferiti dalle minoranze azionarie di FonSai, mentre agli azionisti di minoranza di Milano Assicurazioni è stato chiesto uno sforzo per complessivi € 128 Milioni.

Per quanto invece concerne il mercato dei capitali in generale, i rischi impliciti nell'operazione sono ben riassunti dall'enorme impegno finanziario già profuso nel mercato azionario da investitori e risparmiatori nel corso degli ultimi anni. Gli aumenti di capitale, per le sole società quotate italiane, hanno raggiunto la cifra record di € 12,7 Miliardi nel 2011, il 93% dei quali riconducibili alle sole società del settore finanziario, chiamate a raccogliere nuovo capitale per adeguarsi alle nuove disposizioni di vigilanza (cfr. Figura 3.6). In un simile contesto il collocamento di un aumento di capitale pari ad € 1100 Milioni non può certo avvenire senza il supporto degli istituti di

⁹⁵ Come sarà meglio illustrato nel capitolo 5 l'apporto di nuove risorse finanziarie è condizione necessaria, ma non sufficiente per il *turnaround* del gruppo. Infatti, sebbene non sia possibile un salvataggio senza la ricostituzione dei margini di solvibilità, il ritorno ad una redditività sostenibile passa necessariamente per la messa a punto e l'implementazione di un piano strategico finalizzato alla ristrutturazione operativa.

credito. Tuttavia, la disponibilità di questi ultimi ad assumersi almeno in parte il rischio di mercato dell'operazione non può ipotizzarsi incondizionata, soprattutto alla luce delle preesistenti esposizioni debitorie verso le società del gruppo. Di conseguenza la tematica dei vincoli finanziari va necessariamente letta sotto la lente del potere contrattuale del ceto bancario.

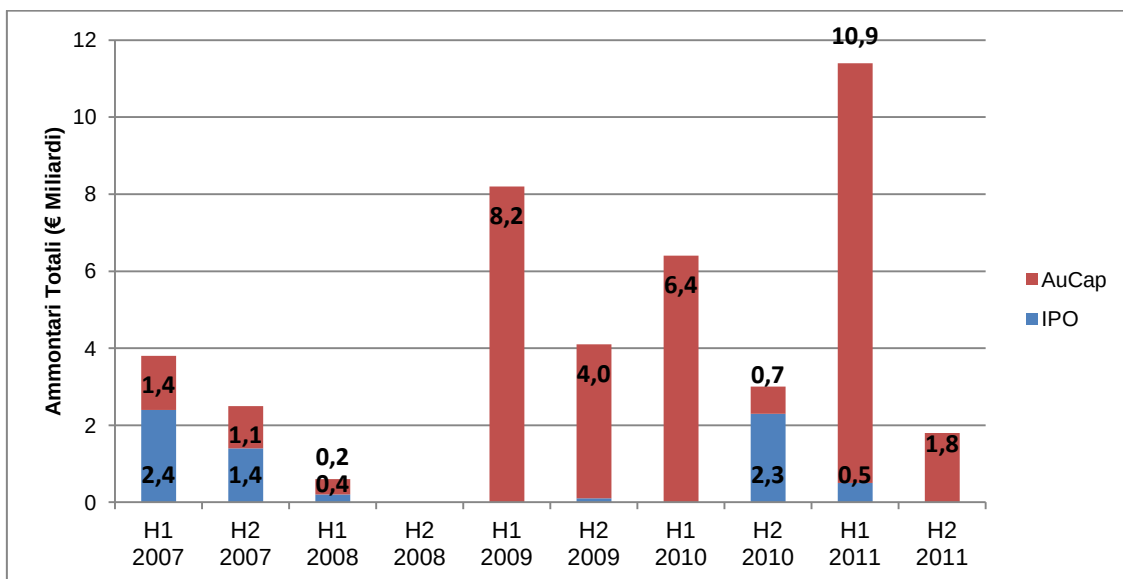


Figura 3.6: valore totale IPO e AuCap Italia (dati in € Miliardi).

Fonte: elaborazioni dell'autore su dati Bloomberg.

3.3.5. Vincoli negoziali: il potere contrattuale delle parti

L'ultimo vincolo da analizzare rispetto alle modalità di realizzazione del salvataggio del gruppo è costituito dal già citato potere negoziale delle parti interessate (cfr. § 3.2). A tal proposito giova ricordare che gli unici attori dotati di un potere contrattuale tale da determinare un'influenza determinante rispetto agli esiti del salvataggio sono probabilmente gli istituti di credito e le autorità di vigilanza. I primi, infatti, oltre ad essere creditori di tutte le società della catena partecipativa, sono virtualmente anche azionisti di maggioranza di FonSai, in ragione del pegno sulle azioni della società detenuto a garanzia dell'esposizione verso Premafin. Il loro ruolo è inoltre centrale nella costituzione dei consorzi di garanzia necessari per garantire il buon esito dell'aumento di capitale di Fondiaria-Sai.

Di conseguenza, nell'eventualità in cui il ceto bancario desideri opporsi ad una proposta di salvataggio che non tuteli a sufficienza le sue esposizioni verso il gruppo, ha senza dubbio potere a sufficienza da minacciare di non garantire l'aumento di capitale FonSai, di non approvare la ristrutturazione dei debiti di Premafin e di escutere

il pegno in forza dello sfioramento dei *covenant*. Si tratta di un potere di influenza davvero notevole, che trova argine soltanto nel potere delle autorità di vigilanza e nell'opportunità di non incorrere nelle conseguenze negative a cui potrebbe portare la difesa di pretese eccessivamente focalizzate sul solo interesse di categoria, con il rischio di condurre la società al fallimento, pregiudicando gli interessi delle banche stesse.

Un ruolo centrale è rivestito anche dalle autorità di vigilanza, in particolare dalla Consob e, per quanto riguarda eventuali operazioni di concentrazione, dall'AGCM. Infatti, nell'agire a difesa degli interessi che sono chiamate a rappresentare, possono imporre a carico dei potenziali acquirenti misure finalizzate a meglio ripartire fra tutti gli *stakeholder* costi e benefici dell'operazione. Tuttavia, proprio in ragione dell'incisività dei loro poteri di intervento, anche per le autorità di vigilanza si prospetta il difficile compito di trovare un giusto bilanciamento fra pieno esercizio del potere contrattuale a tutela delle categorie rappresentate ed interesse al salvataggio della compagnia. Come per gli istituti di credito il rischio è che una posizione negoziale eccessivamente rigida finisca per ostacolare la riuscita del risanamento, danneggiando le medesime categorie che si tentava di difendere.

4. Le Offerte di Salvataggio

4.1. Introduzione

Completato il quadro teorico necessario ad un corretto inquadramento delle offerte di salvataggio è possibile procedere alla descrizione ed alla valutazione individuale delle stesse. Posta la varietà e la divergenza di pretese ed interessi che convergono sul salvataggio del gruppo, non è verosimile immaginare di poter individuare un'offerta in grado di garantire la massima e contemporanea soddisfazione di tutti gli *stakeholder*.⁹⁶ Inoltre, se anche un piano dotato di queste caratteristiche esistesse, un ulteriore elemento di complessità sarebbe rappresentato dalla presenza dei vincoli di natura normativa, finanziaria e negoziale analizzati nel paragrafo 3.3.

Prendendo in considerazione queste due circostanze la naturale conclusione a cui si giungerebbe è che non esiste e non può esistere un piano di salvataggio ottimale in grado di superare tutti i vincoli e di soddisfare allo stesso tempo tutte le categorie di soggetti interessati. Esistono però delle alternative emerse sul mercato nel corso degli ultimi mesi, ed è su queste che sarà concentrata l'analisi del capitolo. In primo luogo sarà presentata quella promossa da Unipol Gruppo Finanziario, quindi saranno analizzate le due offerte presentate dalla cordata Sator-Palladio su Premafin prima e su Fondiaria-Sai poi.

La valutazione delle offerte sarà basata su due elementi fondamentali: la capacità di soddisfazione di ciascuna categoria di *stakeholder* e la fattibilità. Quest'ultima caratteristica, in particolare, si riferisce alla compatibilità con i vincoli regolamentari, finanziari e negoziali.

Fra i vincoli, a parere di chi scrive, un ruolo fondamentale è giocato dal potere contrattuale delle banche e delle autorità di vigilanza, le cui funzioni obiettivo, come vedremo, possono anche divergere significativamente. Se è vero infatti che soddisfare le prime permette di aumentare considerevolmente le probabilità di successo del piano, espone anche al rischio di doverlo poi revisionare a seguito dell'intervento delle seconde a difesa degli azionisti di minoranza e del mercato.

⁹⁶ Tale circostanza non dovrebbe in effetti sorprendere più di tanto, dal momento che si tratta di un salvataggio di un gruppo in crisi; situazione dalla quale è possibile trarre benefici economici, ma dal cui esito è più lecito attendersi una distribuzione di sacrifici economici.

Per favorire le comparazioni, nell'affrontare le tre offerte si tenterà di seguire il più possibile uno schema fisso, articolato nei seguenti passaggi:

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

4.2. Il piano Unipol

4.2.1. La descrizione del piano

Quella di Unipol Gruppo Finanziario (UGF) è stata la prima offerta di salvataggio presentata sul mercato. L'impianto complessivo dell'offerta è stato fissato in un "accordo di investimento" fra UGF e Premafin firmato il 29 Gennaio 2012. Tuttavia i dettagli del piano ed i valori economici sono stati definiti nel tempo dall'azione del potere negoziale delle parti, nonché dall'opera delle autorità di vigilanza. In ogni caso, ai fini della descrizione dell'operazione, l'accordo del 29 Gennaio costituisce ancora la fonte più precisa ed affidabile. Altre fonti cui si farà riferimento sono il già citato provvedimento con cui l'AGCM ha aperto un'istruttoria sull'operazione,⁹⁷ nonché le *slide* presentate dall'AD di Unipol Carlo Cimbri e dall'AD di Sator Matteo Arpe rispettivamente durante l'assemblea UGF del 16 Marzo 2012 e la *conference call* organizzata da Sator e Palladio il 20 Marzo.

L'operazione prospettata da UGF è finalizzata alla fusione fra Premafin, FonSai, Milano Assicurazioni ed Unipol Assicurazioni, a valle della quale UGF assumerà il controllo del nuovo soggetto ("UniFonSai"). Il progetto è articolato in più fasi, le quali sono definite come inscindibili in quanto tutte finalizzate all'integrazione fra le società:

- Un **aumento di capitale di UGF** per un importo pari ad € 1,1 Miliardi, sottoscritto *pro-quota* dal principale azionista Finsoe e finalizzato a fornire le provviste necessarie a ricapitalizzare Premafin ed Unipol Assicurazioni. Il rischio di mercato relativo alla sottoscrizione dell'aumento è coperto da un consorzio di garanzia guidato da Mediobanca.

⁹⁷ Provvedimento AGCM 23503 pubblicato sul bollettino n. 15/2012 del 30/4/2012, pag. 16.

- Un **aumento di capitale di Premafin** riservato ad UGF per un importo pari ad € 400 Milioni. Per effetto di tale aumento gli attuali azionisti di Premafin vedono la loro partecipazione significativamente diluita, mentre UGF acquisisce il controllo della holding. Il prezzo delle azioni di nuova emissione è determinato nella misura di € 0,195, e comporta l'acquisizione da parte di UGF del controllo diretto di Premafin, con l'83,3% del capitale, e la conseguente acquisizione del controllo indiretto di Fondiaria-Sai. I proventi dell'aumento di capitale devono essere destinati esclusivamente a finanziare la partecipazione della *holding*, per la quota di sua competenza, all'aumento di capitale FonSai.
- La sottoscrizione, fra Premafin ed i suoi creditori, di un **piano di risanamento** ai sensi dell'articolo 67 della Legge Fallimentare. Il piano ha ad oggetto l'indebitamento finanziario della *holding*,⁹⁸ attualmente in scadenza il 31/12/2014. L'importo complessivo interessato dal piano è pari ad € 368 Milioni, e comprende il contratto di *Equity Swap* stipulato con Unicredit.
 Il piano prevede due fasi. Nella prima, che precede l'integrazione con Unipol, l'*Equity Swap* viene trasformato in una posizione debitoria del valore di € 45,5 Milioni. Quest'ultima, assieme ai preesistenti € 322,5 Milioni di debito, viene convertita in un finanziamento *senior* garantito da un pegno sulle azioni ordinarie FonSai e con scadenza prorogata al 31/12/2020.
 Durante la seconda fase, a valle della fusione, una porzione di € 225 Milioni viene trasformata in un prestito convertendo in azioni della nuova società al 31/12/2015, mentre i residui € 143 Milioni vengono convertiti in un finanziamento *senior* al nuovo soggetto con scadenza 31/12/2018. E' poi previsto che il convertendo sia così suddiviso: € 75 Milioni vengono rilevati da UGF, probabilmente con un acquisto *cash* direttamente dalle banche; i rimanenti € 150 Milioni vengono invece attribuiti pro-quota alle banche stesse (cfr. Figura 4.1).
- Un **aumento di capitale di FonSai** per un importo complessivo pari ad € 1,1 Miliardi, con la partecipazione di Premafin per l'intera quota di competenza. Tale aumento è finalizzato a ricostituire il patrimonio di FonSai a seguito delle richieste dell'ISVAP, ed è garantito da un consorzio di collocamento guidato da Mediobanca.
- Un **aumento di capitale di Unipol Assicurazioni**, (controllata al 100% da UGF) integralmente sottoscritto da UGF stessa, per un importo indicativo pari ad € 600 Milioni e finalizzato al rafforzamento patrimoniale della società in vista della

⁹⁸ Cfr. il § 2.4.2.

fusione.

Questa costituisce l'ultima delle numerose operazioni preliminari alla fusione, riassunte in Figura 4.2.

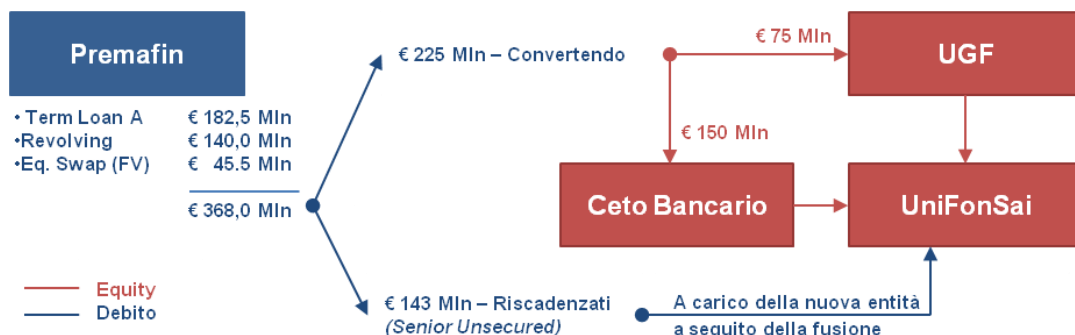


Figura 4.1: schema riassuntivo dell'accordo di ristrutturazione dei debiti di Premafin nel piano UGF.
Fonte: elaborazioni dell'autore su dati AGCM, accordo UGF-Premafin e bilanci Premafin.

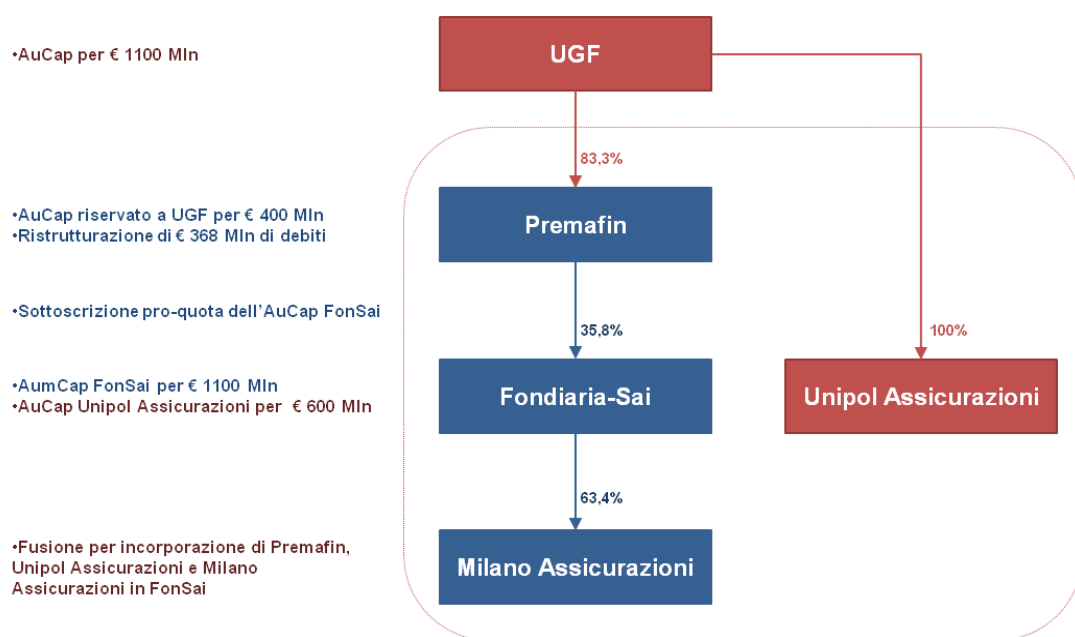


Figura 4.2: schema riassuntivo delle operazioni preliminari alla fusione.
Fonte: elaborazioni dell'autore su dati AGCM e accordo UGF-Premafin.

- Il perfezionamento, entro la fine del 2012, della **fusione per incorporazione in Fondiaria-Sai di Premafin, Milano Assicurazioni e Unipol Assicurazioni**. La nuova entità sarà quotata presso l'MTA e controllata da UGF. In merito alla determinazione del contributo economico delle società interessate al capitale della nuova entità, UGF ha indicato che a valle della fusione dovrà detenere il 66,7% del nuovo polo assicurativo. Ciò nonostante, a seguito dell'evoluzione della trattativa

fra le società interessate si è giunti, nel tentativo di avvicinare le posizioni negoziali, alla determinazione di proposte di concambi significativamente diverse da quelle inizialmente previste. La proposta, accettata da Premafin e Milano e fatta pervenire da FonSai ad UGF il 24 Maggio, prevede un peso di quest'ultima pari al 61%, mentre agli attuali azionisti di FonSai, Milano e Premafin spetterebbe rispettivamente il 27,45%, 10,70% e lo 0,85% dell'entità post-merger.

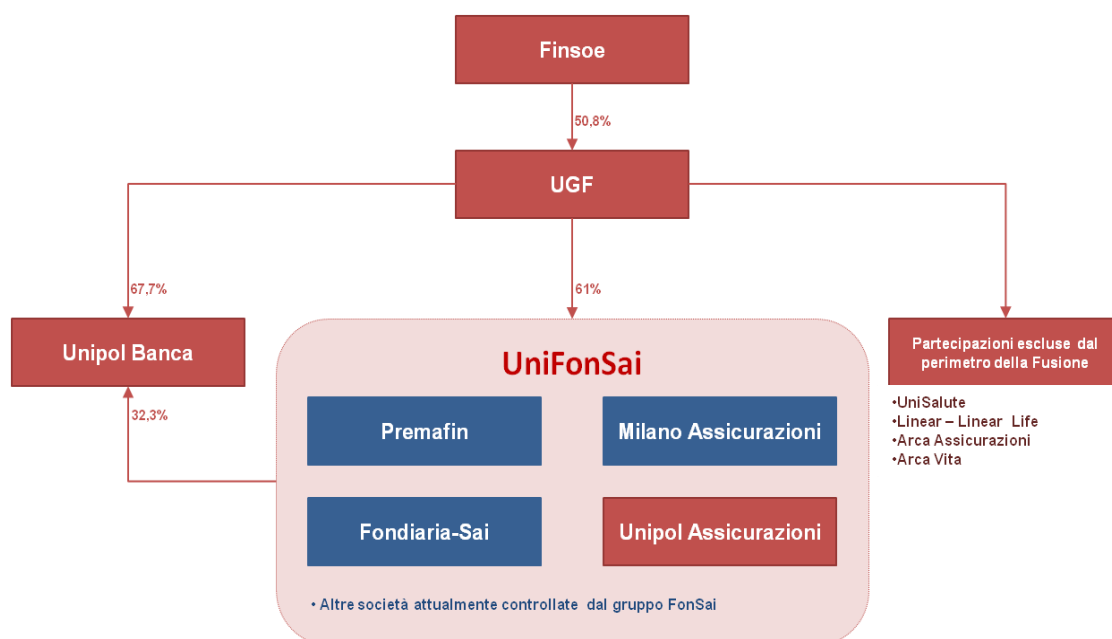


Figura 4.3: schema della struttura del nuovo gruppo a valle della fusione.

Fonte: elaborazioni dell'autore su dati AGCM, accordo UGF-Premafin e presentazione UGF 16/3.

Nel corso della già citata assemblea UGF del 16 Marzo l'AD Cimbri ha precisato che saranno incluse nel perimetro della fusione tutte principali società controllate dal gruppo FonSai, mentre ne resteranno al di fuori le controllate di UGF, compresa Unipol Banca. Tuttavia è doveroso precisare il 32,3% del capitale di quest'ultima, attualmente detenuto da Unipol Assicurazioni, sarà controllato, a valle della fusione, dalla nuova "UniFonSai".

A fronte dell'impegno a sottoscrivere l'aumento di capitale di Premafin, UGF ha richiesto alla controparte di assumersi una serie di obblighi, ed ha subordinato l'efficacia del proprio all'avverarsi di una serie di condizioni. Un primo insieme riguarda l'ottenimento delle autorizzazioni ISVAP all'acquisizione del controllo di Premafin ed alla fusione, l'ottenimento delle quattro esenzioni OPA già illustrate nel paragrafo 3.3.2, nonché il nulla-osta dell'AGCM (cfr. § 3.3.3). Ai creditori di Premafin, a fronte della ricapitalizzazione della società, è richiesto di dare consenso scritto all'aumento di

capitale e di rinunciare al pegno sulle azioni FonSai nell'ambito dell'approvazione del piano di risanamento.

Premafin si è inoltre impegnata a trattare in esclusiva con UGF fino al 20 Luglio 2012. L'accettazione di questa previsione, come vedremo, ha attribuito a UGF un notevole potere contrattuale nei confronti della controparte, ponendo il gruppo di Bologna nella condizione di poter minacciare di ritirare l'offerta o promuovere un'azione di risarcimento in presenza di tentativi, da parte della *holding* della Famiglia Ligresti, di ottenere condizioni migliorative attraverso la sollecitazione di piani di salvataggio alternativi.

4.2.2. Test di efficacia

Seguendo lo schema che si è deciso di adottare, il primo aspetto da valutare è l'impatto del piano sugli interessi economici delle diverse categorie di *stakeholder*.

A monte delle divergenze di categoria, interesse comune a tutti gli *stakeholder* è il salvataggio della società. Limitando per adesso l'analisi alla sola FonSai, il piano Unipol, con la promessa di immettere, degli € 1,7 Miliardi a servizio del nuovo soggetto, € 1,1 Miliardi direttamente nella società dei Ligresti, supera con successo il test di efficacia. I motivi sono due. In primo luogo in quanto la dimensione dell'aumento di capitale appare sufficiente a ricostituire adeguati margini di solvibilità. In secondo luogo perché l'operazione, se eseguita nell'ambito del piano UGF, trova adeguate garanzie di completa esecuzione grazie alla formazione di un consorzio di garanzia guidato da Mediobanca.

Tuttavia l'operazione non si esaurisce con l'aumento FonSai, e questo rende necessario indagare anche gli effetti della successiva fusione. Come sottolineato dall'ISVAP nella nota inviata a Premafin e FonSai il 10 Gennaio, se l'uscita della crisi passa per l'immediata ricapitalizzazione della compagnia, occorrono anche garanzie in merito alla solvibilità futura del gruppo. In questo caso, quindi, ciò che rileva non è tanto la solidità di FonSai *standalone*, quanto piuttosto quella dell'entità *post-merger* nel suo complesso.

La solidità della nuova società post-fusione è funzione di tre variabili fondamentali. La prima è rappresentata dal quantitativo di risorse finanziarie complessivamente messe a servizio del nuovo soggetto dal piano, la seconda dai suoi fabbisogni patrimoniali, che dipendono dalla solidità patrimoniale delle singole società coinvolte, la

terza dai benefici in termini di valore ottenibili dallo sfruttamento delle sinergie.

Quanto al primo punto l'ammontare di risorse finanziarie complessivamente messe a disposizione ammonta a circa 1,7 € Miliardi, derivanti dalla somma dei due aumenti di capitale di FonSai ed Unipol Assicurazioni. La somma è di dimensioni rilevanti, e a tal proposito, l'ISVAP avrebbe fatto pervenire alla Consob una *“prima valutazione positiva sull’operazione complessivamente considerata, rilevando che [...] questa, così come unitariamente prospettata dalle società, si ritiene consenta alle entità coinvolte di soddisfare i requisiti di solvibilità per il periodo 2012-2015.”*⁹⁹

Tuttavia – muovendo al secondo punto – la solidità a medio termine di UniFonSai post-*merger* potrebbe risultare meno minacciata da alcune gravi criticità che caratterizzano il piano UGF. Infatti parte degli € 1,7 Miliardi raccolti potrebbero dover essere destinati a fronteggiare alcune criticità di seguito illustrate (cfr., a valle della descrizione delle criticità, Figura 4.7).

La prima è rappresentata dall'indebitamento che graverà direttamente su UniFonSai, il servizio del quale determinerà un accresciuto fabbisogno finanziario. Infatti il nuovo soggetto, oltre a subentrare a FonSai e Milano Assicurazioni per quanto riguarda i prestiti subordinati erogati da Mediobanca (cfr. § 2.4.1), dovrà farsi carico anche di € 143 Milioni di finanziamenti *senior* provenienti da Premafin (cfr. Figura 4.4). Infatti, al netto dell'elisione della partecipazione in FonSai, la holding della Famiglia Ligresti apporterà ben pochi asset, a fronte dei quali il nuovo soggetto dovrà invece farsi carico dell'indebitamento. Sull'opportunità dell'utilizzo del capitale di credito nelle assicurazioni ci si è già espressi nel paragrafo 2.4.1; in questa sede basti precisare che fra il 2018 ed il 2026 la nuova società dovrà affrontare scadenze su € 943 Milioni di esposizioni subordinate e *senior* (cfr. Tabella 4.1). Qualora nel medesimo periodo l'attività operativa non sia in grado di generare utili e liquidità a sufficienza, potrebbero rendersi necessarie ulteriori iniezioni di capitale o una nuova rinegoziazione del debito.

⁹⁹ Risposta Consob ai quesiti formulati da UGF in merito all'esenzione dall'obbligo di OPA, pag 11-12. (Disponibile all'indirizzo <http://www.unipol.it/media/pagine/Comunicato.aspx?CID=520>)

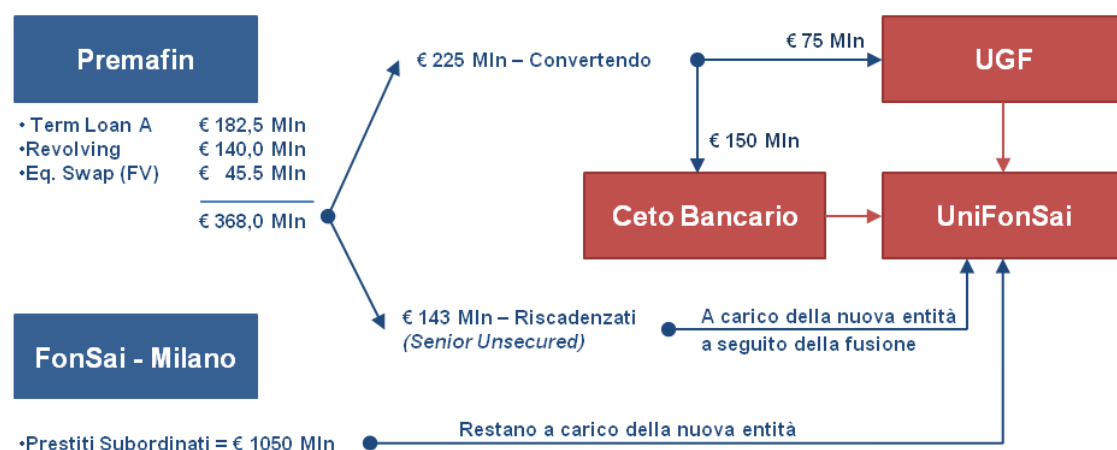


Figura 4.4: indebitamento di UniFonSai ad esito della ristrutturazione dell'esposizione di Premafin e della fusione.

Fonte: elaborazioni dell'autore su dati AGCM, accordo UGF-Premafin e bilanci Premafin.

Scadenza	Tipologia	Importo (€Mln)
31/12/2018	Finanziamento <i>senior</i>	143
23/07/2023	Prestito subordinato	400
20/12/2025	Prestito subordinato	100
22/06/2026	Prestito subordinato	300
Totale		943

Tabella 4.1: finanziamenti UniFonSai in scadenza fra il 2018 ed il 2026.

Fonte: dati AGCM, accordo UGF-Premafin e bilanci Premafin.

Un secondo elemento di debolezza può derivare dalla partecipazione della società di nuova formazione in Unipol Banca (cfr. Figura 4.3). La controllata bancaria del gruppo UGF, che ha fatto registrare perdite per € 280 Milioni nel 2011, ha uno stock di sofferenze pari a circa € 1,5 Miliardi su un totale attivo pari a circa € 12 Miliardi, ed ha recentemente portato a termine un aumento di capitale di importo pari ad € 100 Milioni. Nonostante il piano di rilancio implementato dalla capogruppo, non si può escludere che la società necessiti in futuro di nuove ricapitalizzazioni. In tal caso chiaramente, UniFonSai sarebbe chiamata dalla controllante UGF a fare la sua parte, con conseguente distrazione di risorse dal piano di rilancio della compagnia assicurativa.

Una terza minaccia è insita nella valutazione di alcune poste patrimoniali del bilancio di Unipol Assicurazioni, in particolare i prodotti strutturati. Lo stesso AD Cimbri, nel presentare agli analisti i risultati relativi ai primi tre mesi del 2012, ha riferito che il gruppo ha in portafoglio titoli strutturati semplici per circa € 2,4 miliardi e titoli strutturati complessi per € 1,1 Miliardi. Queste esposizioni sono interessate, a valori di mercato, da minusvalenze implicite per un totale di € 620 Milioni. Da una valutazione effettuata

dall'advisor di FonSai Ernst&Young, le minusvalenze su queste posizioni sarebbero invece pari ad € 1.3 Miliardi (cfr. Figura 4.5). Se le minusvalenze dovessero permanere a scadenza, il loro impatto sul patrimonio netto potrebbe più che dimezzare l'eccedenza di capitale per circa un Miliardo di Euro vantata dal gruppo al 31/3/2012. Per questo motivo la contabilizzazione di queste voci è stata oggetto tanto di un esposto alla Consob da parte della cordata Sator-Palladio quanto di alcune riflessioni interne al gruppo FonSai. Il gruppo ha infatti portato a termine, con il bilancio 2011, una severa operazione di "pulizia contabile", finalizzata da un lato a produrre una stima attendibile dei valori economici in vista della fusione, dall'altro a determinare definitivamente e con precisione il reale ammontare di risorse necessario a ripristinare un adeguato margine di solvibilità. A fronte di questo approccio, la scelta di Unipol di non contabilizzare minusvalenze che, sebbene non realizzate, sono ritenute solo in parte reversibili, è stata letta come un deliberato tentativo di minimizzare le criticità.

Ma le incertezze circa la solidità di UGF e controllate non si limitano ai dati di bilancio. Significative divergenze emergono anche dalle valutazioni effettuate dagli *advisor* Goldman Sachs e Lazard sul NAV di FonSai, Unipol Assicurazioni e Milano Assicurazioni a valle dei rispettivi aumenti di capitale (cfr. Figura 4.5 e Figura 4.6). L'enorme distanza fra le valutazioni, che non trova sufficienti giustificazioni nell'utilizzo di diverse metodologie, rileva, ai fini del paragrafo, in particolare con riguardo alla stima del NAV della controllata di UGF. Secondo Goldman Sachs Unipol Assicurazioni, anche a valle dell'aumento di capitale da € 600 Milioni, presenterà un NAV negativo di oltre € 200 Milioni. Al contrario Lazard propone una stima, sempre post-aumento, pari ad € 1704 Milioni. Le ragioni alla base delle differenze sono numerose, ma ancora una volta un peso rilevante è ricoperto dalla valutazione dei portafogli di strumenti finanziari. Secondo Goldman Sachs il portafoglio "*Loans & Receivables*" di Unipol Assicurazioni, nel quale sono classificati alcuni degli strumenti strutturati, deve essere svalutato per € 1332 Milioni, il portafoglio HTM per € 151 Milioni e gli asset immobiliari per € 106 Milioni. Diametralmente opposte, sulle medesime voci, le stime messe a punto da Lazard per UGF. Dopo la pubblicazione sulla stampa economica di queste valutazioni, il primo Giugno l'ISVAP, al fine di assumere tutte le informazioni rilevanti in vista del via libera alla fusione, ha richiesto a FonSai la trasmissione di tutta la documentazione relativa alla *due diligence* su Unipol, fra cui proprio le valutazioni dell'*advisor* sul NAV di Unipol Assicurazioni.

Summary of Armonized EV Adjustments FonSAI vs UGF

	Ernet & young/Goldman Sachs Adjustments Applied by FonSAI			Kpmg/Lazard Adjustments Applied by UGF			Delta FonSAI vs UGF		
	FonSAI	Milano	Unipol A.	FonSAI	Milano	Unipol A.	FonSAI	Milano	Unipol A.
Shareholders' Equity (2011 IFRS) (A)	1.037	928	1.111	1.037	928	1.111	-	-	-
Securities Portfolio	(829)	(184)	(1.000)	603	178	423	(1.432)	(302)	(2.413)
Gain / (Loss) on Securities Portfolio in L&R	(220)	(85)	(1.332)	-	-	-	(220)	(85)	(1.332)
Gain / (Loss) on Securities Portfolio in HTM	30	8	(151)	-	-	-	30	8	(151)
Shadow Accounting	(639)	(107)	(507)	(632)	(104)	(507)	(7)	(3)	-
AFS Loss Related to Life Separate Account	-	-	-	1.348	351	1.301	(1.348)	(351)	(1.301)
Capital Gain / (Loss) on Securities Portfolio in L&R / HTM - Non Life	-	-	-	(30)	(22)	(365)	30	22	365
Capital Gain / (Loss) on Securities Portfolio in L&R / HTM - Life Free Capital	-	-	-	(63)	(47)	(6)	63	47	6
Embedded Capital Gain / Loss on Real Estate Portfolio	806	180	(106)	-	-	172	806	180	(278)
Intangible Assets	(1.278)	(231)	(307)	(1.276)	(231)	(307)	(2)	-	-
DAC	(21)	(11)	(18)	(26)	(11)	(18)	5	-	-
Popolare Vita	327	-	-	-	-	-	327	-	-
Delta Reserves (Estimated for UGF based on €460m total gap)	(433)	(284)	(379)	(661)	(449)	(379)	228	165	-
Other Pluri-annual Costs	(92)	(11)	(38)	(51)	(11)	(38)	(1)	-	-
Holdings in Controlled Companies, Associates and JVs	-	-	(327)	-	-	-	-	-	(327)
Deferred Tax Assets	-	-	-	(220)	(40)	(70)	220	40	70
Loan Exposure	-	-	-	(264)	(106)	-	264	106	-
Acquisto Costa Futura	-	-	-	(114)	(90)	-	114	90	-
Banco SAI Exposure to Sinergia IMCO and Delta	-	-	-	(30)	-	-	30	-	-
Gross Adjustments Excl. Subordinated Liabilities	(1.520)	(552)	(3.164)	(2.069)	(761)	(217)	549	209	(2.947)
Tax	373	150	974	240	176	1	136	(20)	973
Net Adjustments Excl. Subordinated Liabilities	(1.145)	(396)	(2.190)	(1.829)	(585)	(216)	685	189	(1.974)
Subordinated Liabilities Adjustments (Post Tax)	399	55	270	-	-	-	399	55	270
Net Adjustments Incl. Subordinated Liabilities (B)	(755)	(341)	(1.920)	(1.829)	(585)	(216)	1.074	244	(1.704)
Rights Issue / Capital Increase (C)	1.040	-	800	1.040	-	800	-	-	-
Adj. NAV Pro Forma for Rights Issue / Cap. Incr. (A + B + C)	1.322	587	-209	248	344	1.495	1.074	244	-1.704
VIF	256	108	183	254	108	183	96	0	0
VIF Calculated on Agreed Framework	299	108	183	254	108	183	2	0	0
Popolare Vita	0	0	0	-38	0	0	38	0	0
Greek Government Bonds	0	0	0	-56	0	0	56	0	0
Embedded Value post Armonization Adjustments	1.618	695	-26	448	452	1.678	1.170	244	-1.704

Figura 4.5: sintesi delle valutazioni del NAV di FonSai, Unipol Assicurazioni e Milano Assicurazioni effettuate dagli *advisor* delle parti.

Fonte: sito di informazione "Linkiesta" (<http://www.linkiesta.it/>)

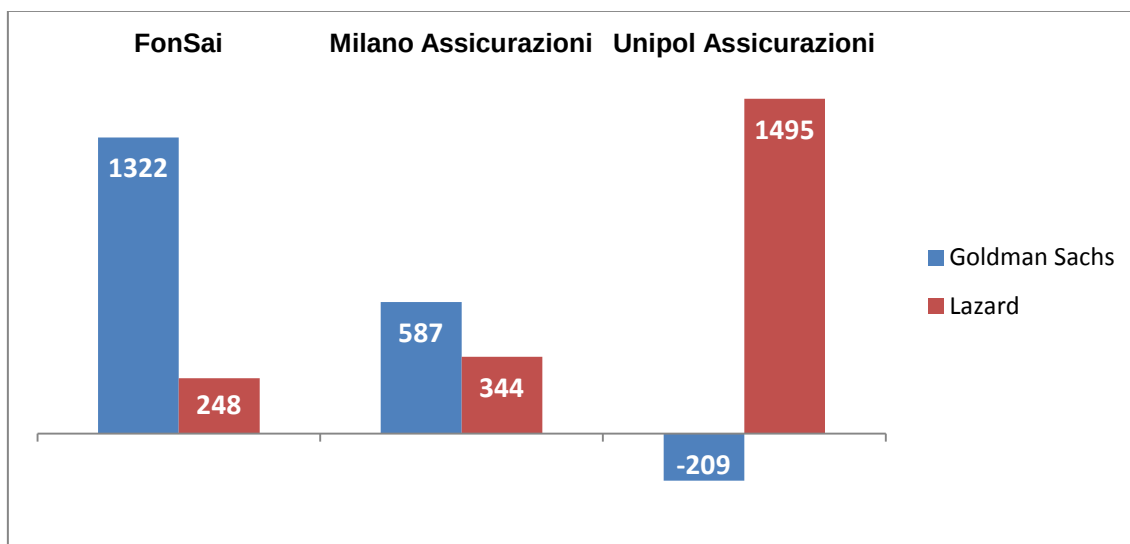


Figura 4.6: stima del NAV di FonSai, Milano Assicurazioni e Unipol Assicurazioni dopo i rispettivi aumenti di capitale da parte degli *advisor* Goldman Sachs e Lazard. (Dati in € Milioni).

Fonte: Sole 24 Ore del 24 Maggio 2012.

Alla luce di queste evidenze, il CdA di Milano Assicurazioni, nella dialettica interna finalizzata al raggiungimento di un accordo sui rapporti di concambio, il 22 Maggio scriveva alla controllante che *“si ritiene necessario che nel corso dell’ulteriore fase negoziale sia prestata adeguata attenzione all’aggiornamento [...] delle valutazioni di asset di maggiore rilevanza, in particolare per quanto riguarda [...] il portafoglio dei titoli strutturati”*.¹⁰⁰

L’ultimo aspetto critico è infine rappresentato dalla possibilità che l’attuale azionista di maggioranza, a seguito del cambiamento dell’oggetto sociale di Premafin implicato dalla fusione, sfrutti la possibilità di esercitare il diritto di recesso per uscire dalla compagine sociale a condizioni vantaggiose. L’esercizio del diritto di recesso, tuttavia, può avere conseguenze negative sul patrimonio di UniFonSai. Il CdA di FonSai, su richiesta degli azionisti Sator e Palladio, ha infatti stimato il costo del recesso in circa € 110 Milioni, pari a 5 punti di margine di solvibilità corretto¹⁰¹.

In sintesi, se il piano proposto da Unipol appare senza dubbio efficace ai fini del salvataggio di FonSai, non si può affermare con altrettanta certezza che lo stesso garantisca al nuovo soggetto una dotazione patrimoniale idonea a garantirne la solidità nel medio periodo senza ipotizzare ulteriori contributi da parte degli azionisti.

La Figura 4.7, già citata in apertura di paragrafo, riassume le riflessioni fatte fin qui, mettendo in evidenza come il piano UGF, nonostante l’abbondanza di risorse messe a disposizione, presenta altrettanto abbondanti e numerose criticità potenzialmente in grado di distrarre, almeno in parte, i proventi degli aumenti di capitale dalla loro primaria funzione: ripristinare il margine di solvibilità di FonSai.

¹⁰⁰ Cfr. corrispondenza allegata su richiesta Consob al comunicato stampa FonSai del 24/5/2012.

¹⁰¹ A questo proposito occorre inoltre anticipare che il 24 Maggio la Consob ha escluso l’ammissibilità dell’esenzione dall’obbligo di OPA obbligatoria su Premafin nel caso in cui la Famiglia Ligresti eserciti il diritto di recesso (cfr. § 4.2.8). Dal momento che l’esenzione OPA costituisce una delle condizioni sospensive dell’accordo di investimento del 29 Gennaio, la rinuncia degli azionisti di Premafin appare un passaggio obbligato per il buon esito dell’intera operazione. Per questo motivo l’annuncio della decisione irrevocabile di non rinunciare al diritto di recesso effettuato l’8 Giugno da parte di Paolo e Jonella Ligresti mette seriamente in discussione la fattibilità – e quindi l’efficacia – del piano UGF.

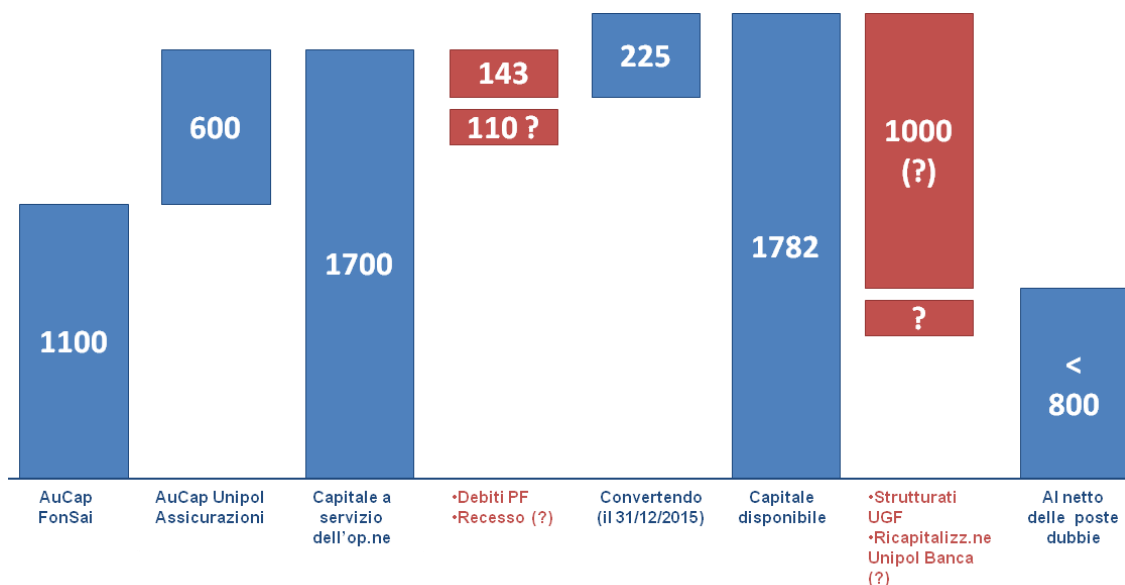


Figura 4.7: provenienza e destinazione dei fondi nel piano UGF. (Dati in € Milioni – non in scala)
Fonti: elaborazioni dell'autore.

4.2.3. Impatto sugli *stakeholder*: la Famiglia Ligresti

L'offerta Unipol è stata concepita e concordata con l'appoggio dell'azionista di maggioranza di FonSai e del ceto bancario, di conseguenza ci si attende che, nei limiti posti dai vincoli, tenda a considerare con maggiore attenzione gli interessi di queste parti.

Per quanto riguarda l'azionista di maggioranza, il quadro è il seguente. La Famiglia Ligresti accetta, a valle dell'aumento di capitale Premafin, di vedere diluita la propria partecipazione complessiva all'11,7% della *holding*, corrispondente a meno del 4% di FonSai e a meno dell'1% della società post-fusione.¹⁰² A fronte della diluizione tuttavia, grazie alla ristrutturazione del debito, viene scongiurato lo scenario in cui le banche alternativamete escutono il pegno sulle azioni FonSai o chiedono direttamente il fallimento di Premafin.

A ben vedere inoltre il prezzo dell'aumento pari ad € 0,195 valuta la holding circa € 80 Milioni e restituisce, in trasparenza, un prezzo della controllata pari ad € 6,5 per azione circa. Confrontando questo valore con i prezzi di borsa di FonSai, emerge chiaramente che UGF accetta di pagare un consistente premio di controllo, riconoscendolo in capo alla *holding* ed ai suoi azionisti, ma lasciando escluse le

¹⁰² L'ultima proposta di concambi nota al momento della redazione del paragrafo assegna agli attuali azionisti della *holding* lo 0,85% della società post-fusione. Considerando che oggi la Famiglia Ligresti controlla il 70% della *holding*, la sua partecipazione nella nuova entità può stimarsi in uno 0,6% circa.

minoranze azionarie di FonSai. A tutela di queste ultime interverrebbe l'obbligo di OPA a cascata per il quale però, come visto nel paragrafo 3.3.2, può essere chiesta esenzione a causa dello stato di crisi del gruppo.

L'attribuzione di un simile valore alla *holding* va letta come l'effetto del potere contrattuale della Famiglia Ligresti e del ceto bancario. Le due opzioni alternative a quella effettivamente scelta, che pure avrebbero permesso ad UGF un considerevole risparmio, non avrebbero infatti trovato la soddisfazione di queste parti. La prima opzione, ovvero fissare un prezzo più basso per l'aumento, avrebbe infatti costretto gli azionisti di Premafin ad una maggiore diluizione, disincentivandoli a votare in assemblea l'esclusione del diritto di opzione a vantaggio di UGF. La seconda, ovvero promuovere un'offerta direttamente su FonSai, avrebbe invece trovato l'opposizione non solo degli amministratori eletti dalla controllante, ma soprattutto dei suoi creditori, i quali, lasciati fuori dal salvataggio, avrebbero potuto minacciare di non garantire gli aumenti di capitale di UGF e di FonSai.¹⁰³

La Famiglia Ligresti, almeno nella formulazione originale dell'accordo, può inoltre godere di alcuni benefici aggiuntivi. In primo luogo i soci di Premafin possono esercitare il diritto di recesso ad un prezzo sicuramente superiore rispetto al valore della partecipazione di loro spettanza nella nuova UniFonSai.¹⁰⁴ In questo modo Jonella, Giulia e Paolo Ligresti potrebbero beneficiare direttamente della liquidazione delle loro quote attraverso i tre veicoli di cui sono titolari (cfr. Figura 2.1). Al contrario i trust esteri Evergreen ed Heritage non potrebbero, almeno al momento, godere di questo diritto, a causa del sequestro pendente sulle loro azioni Premafin (cfr. Figura 3.4). Quanto a Sinergia ed Im.Co., la possibilità di liquidare le loro quote in Premafin potrebbe facilitarne il processo di ristrutturazione dei debiti, dando la possibilità di offrire alle banche una piccola somma *cash*.

Al diritto di recesso vanno aggiunti due benefici personali accordati alla Famiglia Ligresti e contenuti in due *side letter* allegate all'accordo del 29 Gennaio. Il primo riguarda l'impegno, da parte di UGF, a *“non proporre, e in ogni caso, a votare contro eventuali proposte di esercizio dell'azione sociale di responsabilità [...] e azioni*

¹⁰³ Come emergerà più avanti, sono proprio queste le difficoltà insite in ogni offerta che non prenda in considerazione Premafin, come quella presentata da Sator e Palladio.

¹⁰⁴ Nelle società quotate prezzo a cui vengono liquidate le azioni recedute viene calcolato come media ponderata dei prezzi di borsa del semestre precedente la convocazione dell'assemblea che ha fatto sorgere il diritto, in questo caso l'assemblea che approverà il progetto di fusione.

Oltre alla presenza di uno dei requisiti oggettivi, per poter esercitare il diritto di recesso occorre non aver partecipato alla deliberazione che ha fatto sorgere il diritto, in questo caso l'approvazione del progetto di fusione. Dal momento che la Famiglia Ligresti ha negoziato e concordato con UGF i termini dell'operazione non è ben chiaro come possa allo stesso tempo astenersi o votare contro la delibera di fusione per maturare il diritto.

*giudiziarie di altra natura*¹⁰⁵ nei confronti dei sindaci e degli amministratori in carica negli ultimi cinque anni. Il secondo è invece costituito dall'impegno, da parte di UGF, a corrispondere a tutti gli amministratori delle società, *“a titolo di indennizzo per la cessazione anticipata dalla carica, gli importi che ciascuno di essi avrebbe dovuto percepire per il restante periodo della carica”*.

La ragione d'essere di queste clausole è da ricercarsi nel tentativo di guadagnare l'appoggio della Famiglia e facilitare così l'operazione. Il giudizio su queste pattuizioni invece non può che essere negativo. Queste infatti fanno ricadere sulla nuova società, e quindi tutti i suoi azionisti, i costi necessari a garantire un ingiustificato trattamento di favore all'azionista di riferimento uscente. L'aspetto maggiormente critico è rappresentato dal fatto che a beneficiarne siano proprio quei soggetti cui è possibile attribuire la maggior parte delle responsabilità della crisi di FonSai.

Alla luce di queste riflessioni è fuori dubbio che le previsioni originali dell'accordo con UGF sono in grado di soddisfare le attese dell'azionista di maggioranza così come sono state descritte nel paragrafo 3.2.1.

4.2.4. Impatto sugli *stakeholder*: il ceto bancario

Il piano Unipol offre agli istituti di credito la garanzia di non dover svalutare nell'immediato le proprie esposizioni verso Premafin. Come nel paragrafo 3.2.3 è necessario considerare separatamente i vari livelli della catena partecipativa. Grazie alla fusione i finanziamenti subordinati erogati da Mediobanca a FonSai ed UGF e, per la porzione riscadenzata, anche i debiti di Premafin, vengono fatti confluire nella nuova UniFonSai. La nuova società, con la sua maggiore dotazione patrimoniale, offre alle banche probabilità di rimborso migliori rispetto alla situazione attuale. I soggetti che vedono il più significativo miglioramento delle proprie attese di rientro sono proprio i finanziatori di Premafin, i quali, da creditori di una *holding* quasi insolvente, si ritrovano esposti verso una società operativa *in bonis*. Questi ultimi, inoltre, potrebbero anche beneficiare di un piccolo rimborso immediato a fronte del subentro di UGF in € 75 Milioni del convertendo. Per godere di questo beneficio, il *pool* è chiamato però a contribuire all'alleggerimento dell'esposizione attraverso la parziale conversione in *equity* dei suoi crediti. In ogni caso la dimensione del sacrificio è mitigata dal fatto che le banche riceveranno azioni della nuova UniFonSai.

Salendo ancora a monte, il piano non comprende le società azioniste di Premafin.

¹⁰⁵ Allegato 8 all'accordo UGF-Premafin del 29/1/2012.

Tuttavia i creditori di Sinergia ed Im.Co. possono sperare, come visto, di beneficiare della sistemazione della situazione a valle attraverso l'esercizio, da parte delle due società, del diritto di recesso sulle loro azioni Premafin.

Il ceto bancario ha collaborato a formulare e sostenuto sin dall'inizio il piano del gruppo Unipol, proprio a causa della convinzione che si trattasse della soluzione migliore al fine della tutela dei propri crediti. Il sostegno delle banche ha trovato espressione sia nel supporto alle due operazioni di aumento di capitale di FonSai ed UGF che nelle migliori condizioni offerte per il risanamento di Premafin nel caso in cui la fusione dovesse andare a buon fine. Tuttavia, come vedremo, la soddisfazione degli interessi di categoria avverrebbe, in caso di buon esito del piano, a danno degli interessi degli altri *stakeholder*.

4.2.5. Impatto sugli *stakeholder*: gli azionisti di minoranza

Le minoranze azionarie di Fondiaria-Sai e di Milano Assicurazioni sono probabilmente le categorie peggio tutelate dal piano UGF. Date le diverse condizioni delle sue società, le loro aspettative differiscono su più punti, ma i loro interessi in larga parte comuni giustificano una trattazione unitaria.

Un buon approccio per affrontare la tematica è costituito dal confronto fra ciò che è richiesto alle minoranze azionarie e ciò che il piano offre ad esse in cambio. Agli azionisti di minoranza è richiesto, nell'ambito dell'aumento di capitale FonSai, di fare la propria parte apportando complessivamente € 700 Milioni.

Di più difficile misurazione è invece la contropartita ad essi offerta. Come introdotto nel paragrafo 3.2.2 in caso di fusione il valore riconosciuto agli azionisti di minoranza è funzione sia del valore della nuova entità sia della porzione di questa che ad essi viene attribuita (Vicari, 2004).

Per quanto riguarda il primo aspetto, agli azionisti di minoranza non resterebbe alcun valore nel caso in cui nessuna offerta di salvataggio avesse buon esito; pertanto all'opzione UGF va in ogni caso il merito di superare il test di efficacia di cui al § 4.2.2. Quanto invece al valore di lungo periodo, molto di esso dipenderà dalla capacità di UGF di portare a termine con successo l'integrazione delle società e di estrarre i promessi € 335 Milioni di valore dalle sinergie industriali. Forti dubbi possono invece essere espressi, come visto, in merito alla partecipazione in Unipol Banca, ai prodotti strutturati ed alla scelta di includere Premafin nel perimetro della fusione, con i conseguenti effetti negativi derivanti dal diritto di recesso e dall'indebitamento della

holding. Un altro aspetto critico è rappresentato dal fatto che, in caso di fusione, gli azionisti di FonSai dovrebbero condividere con gli azionisti delle altre società partecipanti all'integrazione le plusvalenze implicite nel patrimonio immobiliare della loro società, stimate in oltre € 800 Milioni.

Quanto al secondo aspetto, ovvero la quota di partecipazione degli azionisti nella nuova entità, questo è diretta conseguenza dei valori economici impliciti negli aumenti di capitale e nei rapporti di concambio. Una prima nota negativa riguarda la completa assenza di riconoscimento, né alla società, né direttamente agli azionisti, del premio pagato da UGF per acquisire il controllo di Premafin. Quanto invece ai rapporti di concambio, anche in questo caso il limitato potere contrattuale delle minoranze rischia di condizionarne negativamente la capacità di spuntare condizioni favorevoli. Come noto gli interessi della Famiglia Ligresti sono concentrati in Premafin, sicché il loro incentivo a battersi in difesa delle minoranze è limitato, e il potere contrattuale di Unipol rischia di dilagare. Gli unici baluardi in loro difesa sembrano quindi essere da un lato gli amministratori indipendenti ed i sindaci, cui è attribuito un ruolo fondamentale nell'approvazione delle condizioni economiche dell'operazione, dall'altro la Consob, in grado di imporre ad UGF di riconoscere anche alle minoranze azionarie il premio di controllo attraverso il lancio di un'OPA.

Le condizioni riservate agli azionisti di risparmio di FonSai non sembrano essere migliori. Infatti la delibera di aumento di capitale approvata dall'assemblea riunita in seduta straordinaria il 19 Marzo dispone la creazione di una seconda categoria di azioni di risparmio ("Categoria B") da offrire in opzione agli attuali azionisti risparmio. Le caratteristiche delle azioni di nuova emissione appaiono peggiorative rispetto a quelle già in circolazione ("Categoria A"). In particolare tanto loro rimborso in sede di liquidazione o rimborso del capitale quanto la percezione del dividendo maggiorato sono postergate ai simmetrici diritti degli azionisti di categoria A. Inoltre non si può non sottolineare come l'emissione di una terza categoria di azioni introduca un ulteriore elemento di complessità in una struttura del capitale già eccessivamente articolata.

Una riflessione a parte meritano gli azionisti di Milano assicurazioni. Lo stato di salute della loro società è infatti tale da non richiedere né un aumento di capitale né, tantomeno, una fusione. Ciò nonostante l'operazione Unipol, oltre ad imporre un cambiamento degli assetti proprietari, aggiunge il rischio di coinvolgere la società in una complicata fusione, con tutti i conseguenti rischi di *execution* ed il pericolo di vedersi riconosciuto un valore inadeguato nell'ambito dei rapporti di concambio.

4.2.6. Impatto sugli altri *stakeholder*

L'effetto dell'operazione Unipol su dipendenti e rete agenziale è ambivalente. Da un lato infatti la promessa di preservare l'esistenza e la stabilità di FonSai, fusa nel nuovo soggetto, fornisce positive rassicurazioni. Dall'altro però la promessa di ottenere € 165 Milioni di risparmi di costi operativi dallo sfruttamento delle sinergie farebbe far pensare all'intenzione di ridimensionare la rete agenziale nelle aree in cui dovessero emergere delle sovrapposizioni e di utilizzare il costo del personale come leva di efficientamento.

Anche per quanto riguarda clienti e mercato in generale, allo stato attuale non è semplice proporre un'analisi univoca. Infatti la creazione di un gruppo di grandi dimensioni ha il contemporaneo effetto di incrementare l'efficienza e di aumentare la concentrazione del mercato assicurativo. Sotto il primo profilo si può affermare che il miglioramento della struttura dei costi non necessariamente si traduce in un abbassamento delle tariffe. Quanto all'incremento della concentrazione, questo può generare una riduzione dell'intensità della competizione, con effetti inflattivi sulle tariffe.

4.2.7. Analisi di fattibilità: mercato, banche e *Authority*

Il secondo passaggio obbligato nell'analisi di ciascuna offerta è la valutazione della sua fattibilità. Come già sottolineato, le parti dotate di maggiore potere di influenza sono il ceto bancario e le autorità di vigilanza. In particolare, senza l'appoggio delle banche appare estremamente difficile portare a termine il salvataggio. L'offerta Unipol è caratterizzata da un'elevata probabilità di successo proprio in quanto, essendo stata costruita di concerto con il ceto bancario, fornisce una soluzione gradita agli istituti di credito. Tuttavia, come vedremo, i termini e le condizioni dell'offerta sono soggetti a cambiare nel tempo per effetto degli interventi delle autorità di vigilanza. Queste ultime hanno infatti la possibilità di intervenire a difesa degli interessi delle parti dotate di minore potere contrattuale, e che rischiano pertanto di venire danneggiate dall'operazione.

Il primo vincolo di cui è necessario verificare la soddisfazione è quello finanziario. L'operazione implica quattro aumenti di capitale¹⁰⁶, i quali comportano, da parte dei piccoli azionisti di UGF e di FonSai, un esborso complessivo pari ad € 1,4 Miliardi (cfr. Figura 4.8).

¹⁰⁶ Cinque comprendendo anche l'aumento Finsoe.

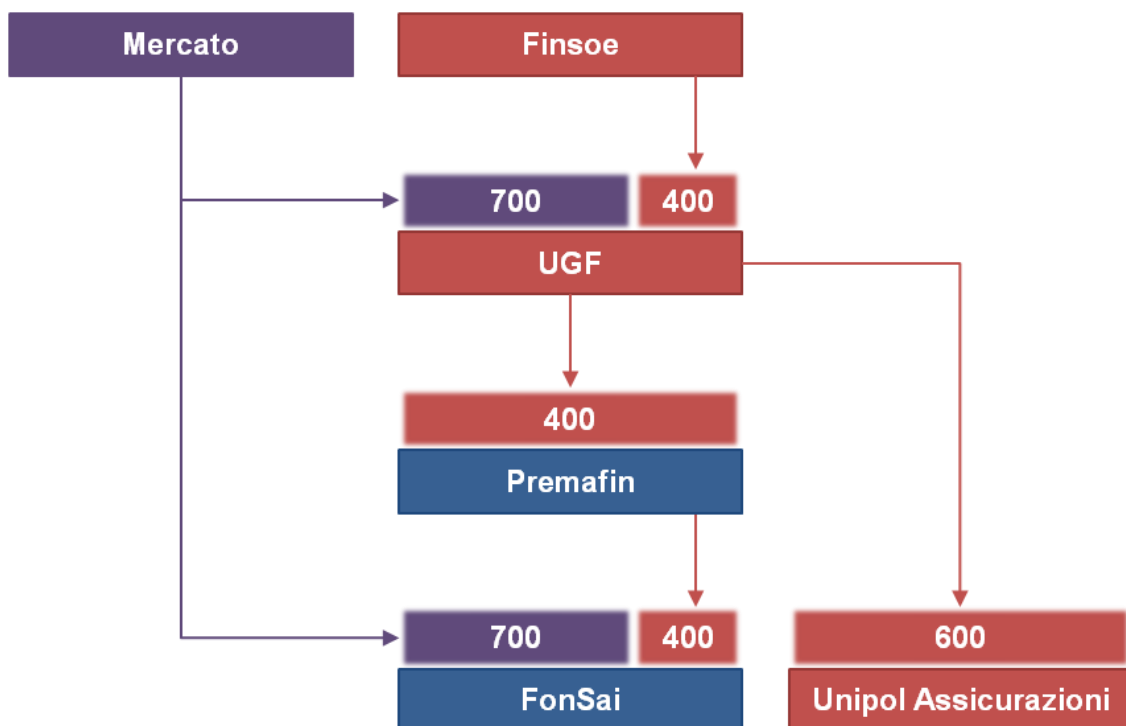


Figura 4.8: contributo del mercato e di Finsoe agli aumenti di capitale implicati dall'operazione.
Fonte: elaborazioni dell'autore.

Si tratta di un impegno finanziario di dimensioni rilevanti, specialmente alla luce delle correnti condizioni dei mercati finanziari. Tuttavia il buon esito degli aumenti UGF e FonSai è garantito, nell'ambito del piano Unipol, dai consorzi di garanzia organizzati da Mediobanca, grazie ai quali il piano Unipol supera efficacemente il vincolo finanziario. Tuttavia, volendo essere più precisi, il vincolo è piuttosto aggirato: la piena sottoscrizione degli aumenti non è infatti assicurata dalla fiducia del mercato e delle minoranze azionarie, quanto piuttosto dall'appoggio del ceto bancario. A tal proposito è opportuno sottolineare che l'appoggio degli istituti di credito è subordinato al buon esito della fusione con Premafin, Milano Assicurazioni ed Unipol Assicurazioni. Questa circostanza, finalizzata a massimizzare la fattibilità del piano UGF ed a scoraggiare piani alternativi, non costituisce tuttavia l'alternativa migliore per la società, la cui condizione di sottopatrimonializzazione avrebbe suggerito la costituzione di un consorzio valido anche nell'ipotesi di un risanamento *standalone*.

Il secondo aspetto che è necessario prendere in considerazione è l'interazione fra il vincolo temporale e la complessità del percorso societario implicito nel piano. Il numero di soggetti coinvolti è davvero elevato: cinque società, quattro delle quali quotate in borsa. Gli aumenti di capitale da approvare, sottoscrivere ed eseguire sono quattro;

altrettante sono anche le società coinvolte nella fusione. Per arrivare alla fusione finale è necessario passare per una serie di operazioni intermedie, ciascuna caratterizzata da un elevato grado di coinvolgimento degli organi sociali in un lungo e complicato iter autorizzativo e regolamentare. Ma il tempo a disposizione è limitato, dal momento che l'ISVAP esercita pressioni affinché il margine di solvibilità di FonSai venga ripristinato in tempi rapidi. E il rischio è che, qualora una qualunque delle operazioni intermedie si areni a causa di vizi formali di qualche delibera o per altri motivi, il ritardo non venga più tollerato dalla Vigilanza. Le conseguenze potrebbero essere pesanti, ed arrivare fino al commissariamento di FonSai ed al fallimento di Premafin. In tal caso le probabilità di successo del piano UGF sarebbero gravemente compromesse, in quanto la controparte sarebbe rappresentata non più dalla Famiglia Ligresti, ma dal commissario, e l'accordo andrebbe quasi integralmente riformulato.

Quanto ai vincoli regolamentari, come visto gli impegni di Unipol Gruppo sono subordinati all'ottenimento di tutte le autorizzazioni del caso da parte delle autorità di vigilanza. Proprio in conseguenza di queste condizioni sospensive le decisioni delle Autorità assumono particolare rilevanza nel determinare le probabilità di successo del piano.

Per quanto riguarda l'ISVAP, la sua autorizzazione tanto all'assunzione del controllo di Premafin da parte di UGF, quanto alla realizzazione della fusione non rappresentano un ostacolo per il gruppo di Bologna. Relativamente al primo profilo, UGF esercita già l'attività assicurativa attraverso Unipol Assicurazioni, di conseguenza l'ISVAP, reputando UGF in possesso tanto delle risorse finanziarie quanto delle competenze necessarie, ha positivamente giudicato l'aumento di capitale Premafin ed il conseguente passaggio di controllo. Anche per quanto riguarda la fusione, nel fornire un parere alla Consob l'Istituto ha già espresso un parere positivo, sottolineando che l'operazione sortirà effetti positivi sulla solvibilità prospettica del nuovo soggetto (cfr. § 4.2.2).

Ben più complicato è invece il quadro autorizzativo riguardante l'esenzione dall'obbligo di OPA da parte di Consob e il benestare alla fusione da parte dell'Autorità Antitrust. Infatti l'offerta UGF ha il duplice difetto di non tenere in debita considerazione gli interessi delle minoranze azionarie e di aumentare in maniera significativa il grado di concentrazione del mercato assicurativo danni nazionale. Di conseguenza, come si vedrà nei prossimi paragrafi, le due autorità, attraverso l'esercizio degli ampi poteri ad

esse conferiti dalla legge, hanno la possibilità di condizionare significativamente le modalità e gli esiti del piano.

4.2.8. Analisi di fattibilità: l'esenzione dall'obbligo di OPA

Il rischio che non vengano concesse le esenzioni dall'obbligo di OPA costituisce, assieme alla disciplina Antitrust, il principale vincolo in grado di minare realmente la fattibilità dell'offerta Unipol. Il mancato ottenimento delle esenzioni comporterebbe, a carico dell'acquirente, significativi oneri aggiuntivi, a punto tale da rendere l'investimento non conveniente. Per questo motivo UGF ha subordinato i propri impegni all'ottenimento di tutte le esenzioni del caso. Tuttavia, come vedremo, il lancio di un'OPA totalitaria, per quanto in grado di mettere a rischio l'esito del salvataggio, costituisce lo strumento di tutela ideale degli interessi delle minoranze azionarie.

Il 24 Maggio la Commissione ha risposto ai quesiti inviati da Unipol il 20 Febbraio. In merito all'esenzione dall'obbligo di OPA successiva su Premafin, la Commissione ha riconosciuto la sussistenza dei requisiti di cui all'articolo 49 del regolamento emittenti (cfr. § 3.3.2). In particolare, l'acquisizione del controllo *“avrebbe luogo esclusivamente per il tramite della sottoscrizione dell'aumento di capitale Premafin riservato a UGF, senza che quest'ultima abbia effettuato o anche solo pattuito, nei dodici mesi precedenti un qualsivoglia acquisto di azioni Premafin”*.¹⁰⁷ Anche con riguardo al piano di risanamento, alla luce della delibera del CdA di Premafin e all'attestazione ai sensi dell'art. 67 della legge fallimentare, la Commissione confermato la sussistenza di tutti i requisiti di legge.

Nell'illustrare la norma, la Consob ha tuttavia anche sottolineato che la *ratio* della stessa è quella di garantire che i fondi investiti dal soggetto che acquisisce il controllo siano al solo servizio della società da risanare, e non vengano invece in qualche modo destinati a vantaggio esclusivo di alcuni soci della stessa in violazione del principio della parità di trattamento. Di conseguenza, *“l'esenzione dall'obbligo di OPA non è applicabile [...] ogni qual volta vi siano benefici di natura economica concessi [...] ai vecchi azionisti di controllo, ulteriori rispetto a quelli derivanti dal semplice salvataggio della società.”*¹⁰⁸

Per questo motivo la Commissione, nel qualificare la clausola di rinuncia da parte di

¹⁰⁷ Cfr. raccomandata Consob del 24/5/2012 indirizzata a UGF e pubblicata sul sito web di UGF stessa, pagine 4-5.

(Documento disponibile all'indirizzo: <http://www.unipol.it/media/pagine/Comunicato.aspx?CID=520>)

¹⁰⁸ Cfr. la già citata raccomandata Consob, pagina 6.

UGF all'esercizio dell'azione di responsabilità contro gli amministratori (cfr. § 4.2.1) come un patto parasociale in grado di comportare un *“beneficio economico a favore degli azionisti di controllo uscenti”*, ne ha escluso la compatibilità con l'esenzione dall'obbligo di OPA.

La Commissione ha inoltre definito ingiustificato ed incompatibile con la finalità di salvataggio dell'aumento di capitale anche il vantaggio economico che i precedenti soci di controllo di Premafin otterrebbero dall'esercizio del diritto di recesso. Inoltre, qualora le azioni per le quali dovesse essere esercitato il diritto venissero acquistate da UGF, l'accordo del 29 Gennaio fra le parti potrebbe essere interpretato come una pattuizione di acquisto diversa dall'aumento di capitale, rendendo pertanto inapplicabile l'esenzione. Per questi motivi la Consob si è riservata di non concedere l'esenzione anche nell'eventualità in cui gli attuali azionisti di Premafin dovessero esercitare il diritto di recesso.

Per quanto riguarda FonSai, la Commissione ha invece ritenuto accettabile la richiesta di esenzione presentata da UGF, in quanto le condizioni di cui all'art 49 del regolamento emittenti risultano pienamente applicabili al caso (cfr. § 3.3.2).

Riguardo all'esenzione su Milano Assicurazioni la Commissione non ha ritenuto possibile pronunciarsi sul punto *“fino a quando il quadro informativo non sarà completato dalle decisioni di natura valutativa che le società interessate dovranno assumere in vista della progettata fusione”*. Se infatti, come già osservato, non sembra ricorrere per Milano il criterio della rilevanza “oggettiva”, dal momento che la partecipazione pesa circa per il 6,6% del totale attivo di FonSai, di più dubbia interpretazione è la sussistenza della prevalenza “valutativa”, almeno fintanto che le parti non comunicheranno alla Commissione le valutazioni da esse effettuate.

Infine, per quanto riguarda l'OPA da consolidamento a valle della fusione, la Commissione ha dovuto in primo luogo valutare se la fusione possa o meno essere considerata, unitamente all'aumento di capitale, operazione idonea al rafforzamento patrimoniale richiesto dall'ISVAP. Dall'analisi dell'accordo fra UGF e Premafin emerge che l'aumento di capitale FonSai e la fusione costituiscono parti inscindibili di un'unica proposta di salvataggio, e che di conseguenza, sotto questo profilo, la richiesta di esenzione può ritenersi accettabile. Quanto invece all'efficacia della fusione stessa, la Commissione ha sostanzialmente rimesso all'ISVAP l'onere di confermare quanto già espresso nell'ambito dello scambio di informazioni fra le autorità, ovvero che l'operazione, unitariamente concepita, consenta di ristabilire adeguatamente i margini

di solvibilità delle società interessate.

Alcuni dubbi sono invece stati espressi in merito all'inclusione di Premafin nel perimetro della fusione, dal momento che la situazione patrimoniale particolarmente dissestata della *holding* potrebbe determinare un contributo negativo in termini di valore, mal conciliandosi con la finalità di salvataggio dell'operazione. Per questo motivo la Consob ha subordinato l'esenzione anche alla previa verifica dei dati definitivi relativi ai rapporti di concambio.

Nel momento in cui questa sezione viene redatta, ancora non sono stati approvati dai CdA delle società i rapporti di concambio definitivi da sottoporre alle assemblee, di conseguenza l'applicabilità dell'esenzione OPA su Milano Assicurazioni non è ancora nota.

Meritevoli di una breve considerazione sono invece i paletti posti dalla commissione per concedere l'esenzione su Premafin. L'intervento dell'autorità ha infatti agito in modo mirato al fine di tutelare gli interessi generali della società ed eliminare gli ingiustificati benefici economici concessi alla Famiglia Ligresti. E' il caso di sottolineare che i costi del recesso e delle manleve, sebbene gravanti su Premafin pre-fusione, avrebbero in ogni caso comportato un peggioramento della solvibilità corretta della nuova UniFonSai, causando un danno agli azionisti di quest'ultima.¹⁰⁹

4.2.9. Analisi di fattibilità: l'istruttoria AGCM

Come illustrato nel paragrafo 3.3.3 un'operazione di integrazione con un altro soggetto attivo nel mercato assicurativo nazionale avrebbe fatto sorgere profili rilevanti dal punto di vista della normativa Antitrust. L'operazione Unipol rientra a pieno titolo nella categoria, a punto tale che l'impegno del gruppo di Bologna a ricapitalizzare Premafin e a portare a termine la fusione è condizionato alla previa approvazione da parte dell'autorità Antitrust. Il 24 Febbraio UGF ha quindi provveduto, ai sensi di quanto previsto dalla legge 287/1990, a comunicare termini e condizioni della prospettata operazione all'Autorità, la quale, il 26 Aprile, ha comunicato al mercato di aver avviato un'istruttoria sull'operazione, e di aver disposto la sua parziale e momentanea sospensione in attesa di portare a termine le proprie valutazioni.

Nel documento pubblicato dall'Autorità emergono due profili critici legati all'operazione. Il primo è relativo ai legami di natura creditoria, azionaria e personale che, a valle della

¹⁰⁹ Il CdA di FonSai, su richiesta dei soci Sator e Palladio, ha stimato in 5 punti percentuali il peggioramento del margine di solvibilità corretta che il diritto di recesso comporterebbe sul gruppo FonSai. L'impatto sulla nuova UniFonSai sarebbe in ogni caso stato minore, ma comunque significativo.

fusione, si verranno a creare fra Mediobanca e la nuova UniFonSai, considerato il fatto che Mediobanca esercita anche un controllo di fatto sul primo operatore assicurativo italiano, il Gruppo Generali. Il secondo aspetto oggetto di approfondimento da parte dell'Antitrust è relativo invece al rischio che l'integrazione fra Unipol Assicurazioni, FonSai e Milano possa dare vita ad un operatore il quale verrebbe a ricoprire, in molti rami danni, una posizione di dominanza che rischia di avere effetti restrittivi sulla concorrenza. Il resto del paragrafo sarà dedicato ad una breve ricognizione di quanto emerso dall'istruttoria AGCM.

Come sottolineato in più passaggi, il piano UGF fa leva sul supporto del ceto bancario, al quale è richiesta una collaborazione attiva in numerose delle operazioni straordinarie previste, dagli aumenti di capitale UGF e FonSai fino alla ristrutturazione dell'indebitamento di Premafin. Il sostegno degli istituti di credito costituisce uno dei punti di forza dell'operazione, ma porta con sé anche dei profili critici dal punto di vista Antitrust. Infatti, all'interno del ceto bancario, un ruolo primario è ricoperto da Mediobanca, la quale, a valle dell'operazione, vedrà rafforzati i già intensi legami azionari, personali e di finanziamento con UGF e le società interessate dalla fusione. Tali legami, alla luce del fatto che Mediobanca, con una partecipazione pari al 13,4%, esercita un controllo di fatto sul gruppo Generali, potrebbero, a detta dell'Autorità, generare effetti restrittivi della concorrenza. In particolare si paventa che questa convergenza di interessi possa fornire *“all'entità post merger ed al gruppo Generali sempre minori incentivi economici per innescare strategie competitive”*.¹¹⁰

I rapporti fra Mediobanca e le società interessate dal piano Unipol sono infatti tali da far presumere che la *governance* del nuovo soggetto possa essere significativamente condizionata dalle politiche di indirizzo dettate dalla *merchant bank* milanese. Una schematica sintesi di questi rapporti può forse aiutare a comprendere il grado di coinvolgimento della banca nell'operazione e nel nuovo soggetto che verrà ad esistenza a valle di questa (cfr. Figura 4.9). I rapporti in oggetto sono i seguenti:

- l'esposizione debitoria subordinata del gruppo UGF verso Mediobanca per € 400 Milioni;
- l'esposizione debitoria di Premafin verso un *pool* di banche, oggetto di ristrutturazione nell'ambito del piano Unipol. A valle della fusione è attesa un'esposizione di Mediobanca verso la nuova UniFonSai per circa € 58 Milioni, di cui € 30 Milioni relativi al prestito convertendo in azioni del nuovo soggetto;

¹¹⁰ Cfr. provvedimento AGCM 23503 pubblicato sul bollettino n. 15/2012 del 30/4/2012, pag. 21.

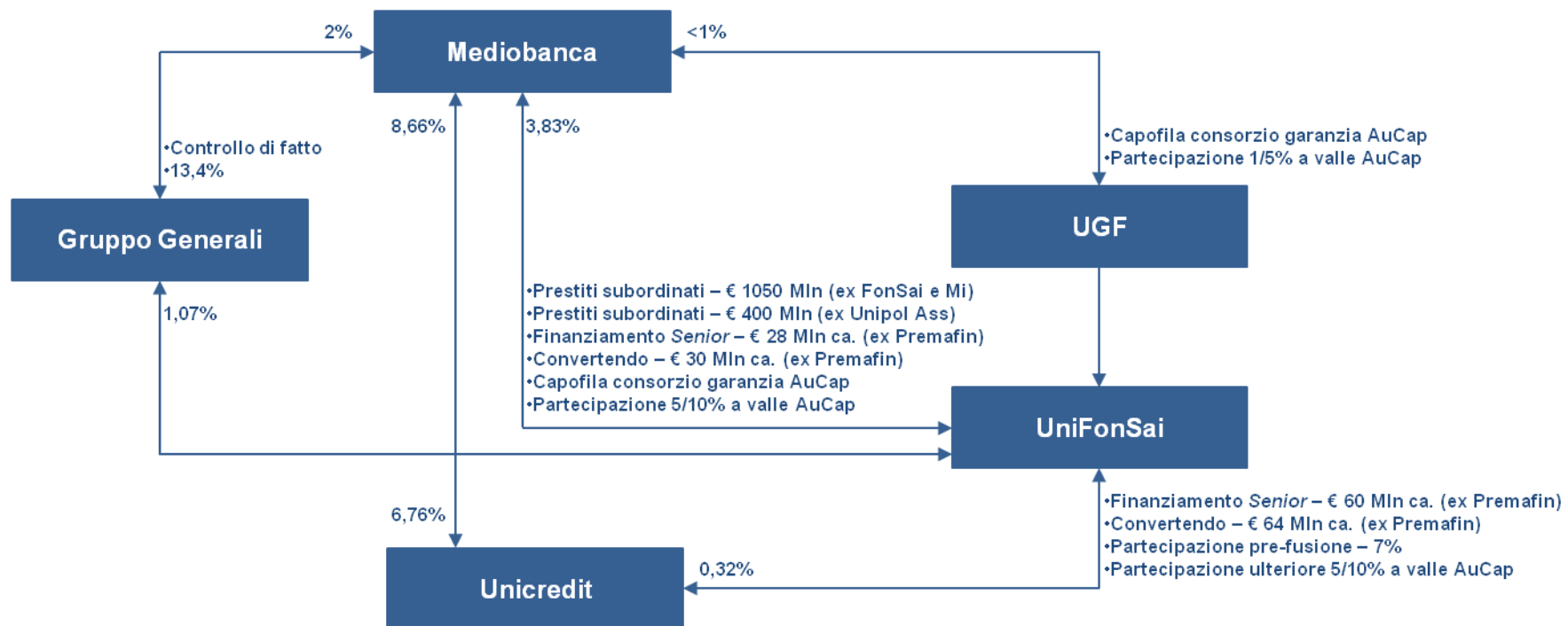


Figura 4.9: legami finanziari, azionari e personali fra Mediobanca ed il gruppo UGF post-fusione – i riflessi nei rapporti con il gruppo Generali .
Fonte: elaborazione dell'autore su dati AGCM.

- i prestiti subordinati erogati da Mediobanca a vantaggio di FonSai e Milano Assicurazioni per un importo complessivo pari ad € 1050 Milioni. E' atteso che la società post-fusione subentri in queste esposizioni, alcune delle quali prevedono, in capo al finanziatore, il diritto di richiedere la conversione del debito in capitale;
- il ruolo di Mediobanca in qualità di capofila del consorzio di garanzia degli aumenti di capitale di FonSai ed Unipol Gruppo, a valle dei quali la banca potrebbe arrivare a detenere rispettivamente il 5/10% ed l'1/5% del capitale delle due società. Le lettere di incarico attribuiscono inoltre a Mediobanca il potere di acquisire tutte le informazioni necessarie presso le società, nonché comportano l'impegno, da parte delle società stesse, a sottoporre qualunque operazione di modifica del capitale alla banca per ottenere l'autorizzazione, nonché a non effettuare alcuna operazione straordinaria non rientrante nell'ambito del piano Unipol;
- la detenzione, da parte di FonSai e UGF, di partecipazioni azionarie in Mediobanca per un importo complessivo prossimo al 5% del capitale sociale. La nuova società post-fusione subentrerà probabilmente in entrambe le posizioni, cumulandole;
- il ruolo di Unicredit, in qualità di azionista di Mediobanca e FonSai, finanziatore di Premafin e partecipante del consorzio di garanzia dei due aumenti di capitale.

Per quanto invece riguarda il secondo profilo, ovvero gli effetti restrittivi sulla concorrenza determinati dal cumulo, in capo al nuovo soggetto, delle quote di mercato già detenute dal gruppo FonSai ed UGF, l'analisi dell'*Authority* si articola su più livelli. Il primo passaggio è costituito dall'identificazione dei mercati produttivi nazionali determinanti ai fini dell'applicazione del test di dominanza. Tali mercati sono costituiti dai singoli rami vita e danni. Il secondo passaggio riguarda invece l'analisi dei mercati distributivi, la quale avviene invece a livello provinciale.

Le quote di mercato del nuovo soggetto, in particolare in alcuni rami danni (cfr. Tabella 4.2), sarebbero tali, già a livello nazionale, da determinare *“il rischio di costituzione o rafforzamento di una posizione dominante, e, quindi, possibili effetti restrittivi della concorrenza”*.¹¹¹

¹¹¹ Cfr. provvedimento AGCM 23503 pubblicato sul bollettino n. 15/2012 del 30/4/2012, pag. 28.

Ramo	UGF (%)	Premafin (%)	Entità post merger (%)	Generali (%)	1° concorrente diverso da Generali (%)	2° concorrente diverso da Generali (%)
RAMO 1	12,36	14,27	26,63	25,91	11,35 Allianz	4,64 Reale M.
RAMO 3	12,02	23,19	35,21	16,06	13,11 Allianz	6,23 Reale M.
RAMO 10	13,48	23,45	36,93	16,19	12,28 Allianz	4,89 Reale M.
RAMO 12	12,09	23,55	35,64	15,05	16,44 Allianz	5,85 Reale M.
RAMO 13	11,93	18,76	30,69	27,44	9,44 Allianz	7,50 Reale M.
RAMO 15	8,68	19,43	28,11	17,21	10,68 Coface	8,67 Reale M.
RAMO 18	13,27	13,00	26,27	21,78	15,65 Allianz	4,59 Cattolica

Tabella 4.2: quote di mercato UGF, gruppo FonSai, gruppo Generali e principali concorrenti (2010).
Fonte: elaborazioni AGCM su dati ISVAP.

Inoltre, proprio alla luce di quanto detto in merito ai legami con il Gruppo Generali, rileva ancor di più la circostanza che, nella quasi totalità dei rami esaminati, il secondo operatore dopo la nuova entità sia proprio il gruppo di Trieste.

Simili evidenze emergono dall'analisi dei mercati provinciali. L'AGCM ha accertato che nel ramo RC Auto il nuovo soggetto potrà contare, in 78 province su 110, su una quota di mercato superiore al 30%. In 22 di queste, inoltre, tale quota potrebbe superare il 50%.

Alla luce di queste analisi l'Antitrust ha avviato l'istruttoria ufficiale sull'operazione, disponendo, nel frattempo, la sospensione della stessa in attesa di portare a termine tutte le analisi necessarie. In un primo momento si era ritenuto che la sospensione avrebbe avuto l'effetto di bloccare completamente la trattativa e le operazioni sul capitale delle società interessate per i quarantacinque giorni di durata dell'istruttoria. Al contrario, dopo alcuni incontri fra le parti e l'Autorità, è emersa la disponibilità, da parte di Unipol, ad assumere *“tutti i provvedimenti necessari a garantire il rispetto della concorrenza e del mercato, sia attraverso la futura cessione di uno o più brand facenti parte del Gruppo Fondiaria-Milano Assicurazioni, sia mediante l'adozione di opportune misure tese a sterilizzare i legami partecipativi in essere con altri soggetti coinvolti nel richiamato progetto di integrazione”*.¹¹² In contropartita all'offerta di questa disponibilità l'Autorità ha autorizzato Premafin a procedere alle delibere di aumento di capitale ed alla stipulazione degli accordi di ristrutturazione del debito con le banche creditrici. Le parti hanno inoltre ricevuto il via libera a proseguire la negoziazione sui concambi, mentre sono state sospese le fasi di sottoscrizione degli aumenti di capitale UGF e Premafin, l'approvazione del progetto di fusione e ogni attività che riguardi la condivisione del piano industriale congiunto della fusione.

¹¹² Cfr. comunicato stampa Unipol del 2 Maggio.
(disponibile presso <http://www.unipol.it/Media/Pagine/ArchivioComunicati.aspx>)

Nel momento in cui questo paragrafo viene redatto, è stato possibile soltanto desumere da indiscrezioni pubblicate sulla stampa i principali impegni presi dalle parti, mentre ancora non è pervenuta la definitiva autorizzazione da parte dell'AGCM. Per quanto di rilevanza in relazione ai vincoli, ad oggi l'esito che appare maggiormente verosimile è che l'Autorità, a fronte degli impegni delle parti a cedere quote di mercato e a sterilizzare parte dei legami azionari e di credito, autorizzi l'operazione. Restano da valutare, come per l'OPA obbligatoria su Milano Assicurazioni, gli effetti economici delle cessioni eventualmente imposte dall'AGCM ed il loro impatto sulla convenienza economica dell'operazione per UGF. L'assunzione degli impegni da parte dell'acquirente lascia in ogni caso immaginare che le parti riusciranno a trovare una soluzione di compromesso senza rendere l'operazione antieconomica.

Di più difficile valutazione è invece l'efficacia e la fattibilità degli impegni presi dalle società coinvolte nell'operazione. Per quanto riguarda i legami fra il nuovo gruppo e Mediobanca, quest'ultima si è impegnata a cedere le eventuali azioni FonSai sottoscritte a garanzia dell'aumento ed a rinunciare ai diritti di conversione sui prestiti subordinati. FonSai ha invece messo sul piatto la cessione della partecipazione nella *merchant bank*. Gli impegni, specialmente alla luce del cumulo fra i prestiti subordinati concessi a FonSai e ad Unipol, sembrano però soltanto parzialmente efficaci ad allentare i rapporti fra le due società.

Anche sulla fattibilità di queste operazioni possono essere espressi alcuni dubbi. Infatti le cessioni dovrebbero avvenire a condizioni di mercato, con l'immediata contabilizzazione di corpose minusvalenze per entrambe le società. Più facile immaginare che l'Antitrust conceda un ragionevole margine di tempo per le dismissioni, congelando nel frattempo l'esercizio dei diritti amministrativi.

Anche l'impegno assunto da UGF a cedere rami d'azienda per complessivi € 1,5 Miliardi di premi da un lato appare insufficiente a sterilizzare la posizione dominante del nuovo soggetto, dall'altro non sembra realizzabile in tempi rapidi.

Concludendo, se l'esito dell'istruttoria dovesse essere questo, anche il vincolo relativo alle norme Antitrust potrebbe considerarsi formalmente soddisfatto dall'offerta UGF. Tuttavia, come già sottolineato, resterebbero dubbi in merito all'efficacia sostanziale delle cessioni che il nuovo soggetto si è impegnato a portare a termine.

4.3.L'offerta di Sator e Palladio su Premafin

4.3.1. La descrizione del piano

La prima offerta della cordata Sator-Palladio, avente ad oggetto l'investimento nel capitale azionario di Premafin, è stata presentata al mercato il 22 Febbraio, prorogata per due volte, ed è definitivamente scaduta il 30 Aprile senza aver dato luogo ad una trattativa né con Premafin né con il ceto bancario. L'impossibilità di procedere anche alla sola valutazione dell'offerta, come si vedrà nel paragrafo 4.3.7, è stata causata dagli impegni di esclusiva cui Premafin si è vincolata con UGF a seguito dell'accordo del 29 Gennaio.

Dal momento che l'offerta non ha conosciuto una fase negoziale, gli unici documenti ufficiali cui attingere per la disamina della stessa sono i comunicati stampa e la *conference call* con cui i due fondi hanno presentato l'offerta alla comunità finanziaria.

Prima di procedere alla descrizione dell'offerta su Premafin vera e propria, occorre brevemente richiamare quanto già detto nel paragrafo 2.3 in merito alle recenti evoluzioni dell'assetto azionario di FonSai. Infatti nel mese di Febbraio 2012 Sator Capital Ltd. e Palladio Finanziaria hanno acquistato due pacchetti azionari pari rispettivamente a circa il 3% ed il 5% del capitale ordinario della società (cfr. Figura 2.5). I due fondi hanno poi stipulato un patto di consultazione con il quale si impegnano a partecipare alla ricapitalizzazione di FonSai ed a consultarsi in merito all'esercizio dei diritti relativi alle azioni da essi detenute.

Il piano Sator-Palladio, sebbene più semplice di quello Unipol, si compone in ogni caso di numerose operazioni (cfr. Figura 4.10):

- Un **aumento di capitale Premafin** per un importo fino ad € 450 Milioni, finalizzato a riequilibrarne la struttura economico-patrimoniale ed a consentire alla *holding* di partecipare, per la quota di competenza, all'aumento di capitale di FonSai. Gli € 450 Milioni massimi previsti sono così ripartiti: un massimo di € 400 milioni riservati a Sator e Palladio, con esclusione del diritto di opzione, ed un minimo di € 50 Milioni offerti in opzione agli attuali azionisti di Premafin e garantiti da un consorzio di collocamento organizzato da Banca Profilo.

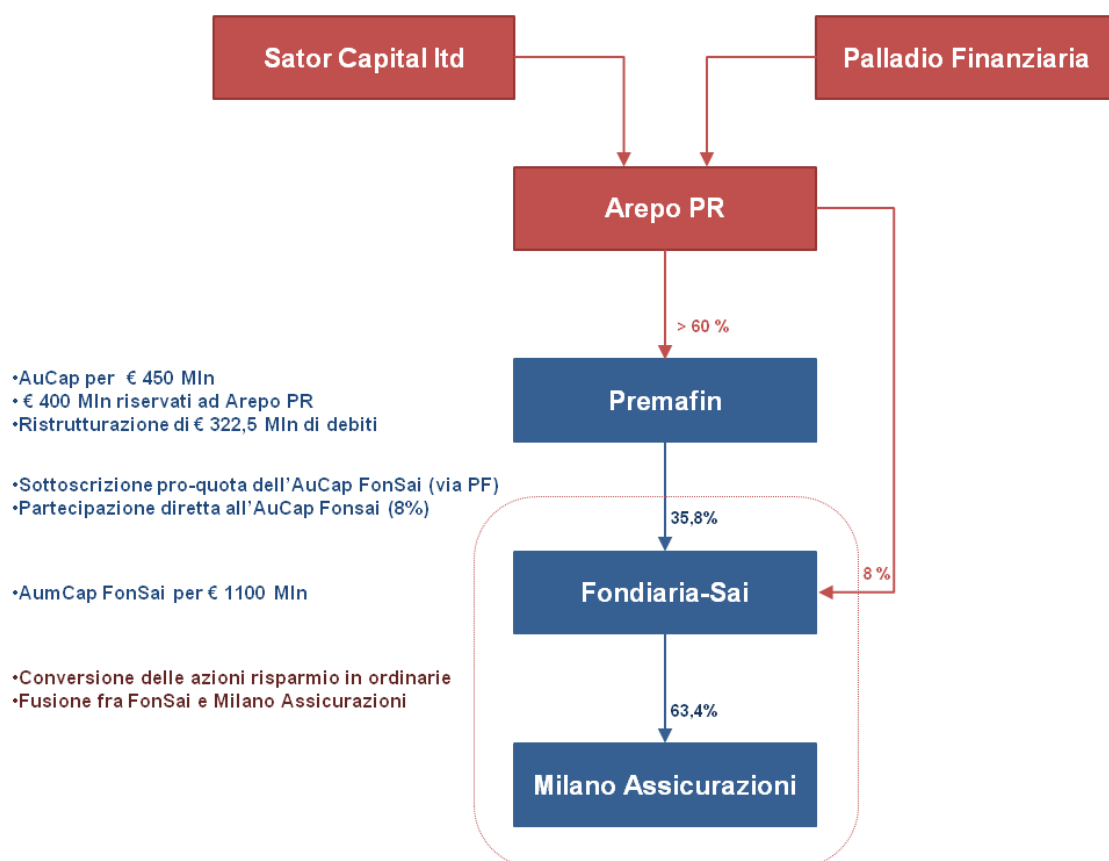


Figura 4.10: schema della struttura del gruppo a valle delle operazioni previste nell'ambito del piano Sator-Palladio.

Fonte: elaborazioni dell'autore su dati *conference call* e comunicati stampa.

- La **ristrutturazione del debito di Premafin**, comprendente il riscadenzamento di € 150 Milioni in capo a Premafin; l'accollo di € 150 Milioni da parte del veicolo a monte della *holding* (Arepo PR); un rimborso *cash* per un importo massimo di € 100 Milioni (cfr. Figura 4.11).
- Un **aumento di capitale FonSai** per un importo pari ad € 1100 Milioni, cui Sator e Palladio si offrono di prendere parte direttamente, per l'8% della società già posseduto, ed indirettamente, attraverso Premafin, per la quota da quest'ultima detenuta.
- Una **rinegoziazione dell'indebitamento di Fondiaria-Sai**, in particolare dei prestiti subordinati (cfr. Figura 4.11).
- Una successiva **fusione fra FonSai e Milano Assicurazioni**, preceduta dalla conversione delle azioni risparmio delle due società in azioni ordinarie ed in ogni caso con esclusione di Premafin dal perimetro della fusione.

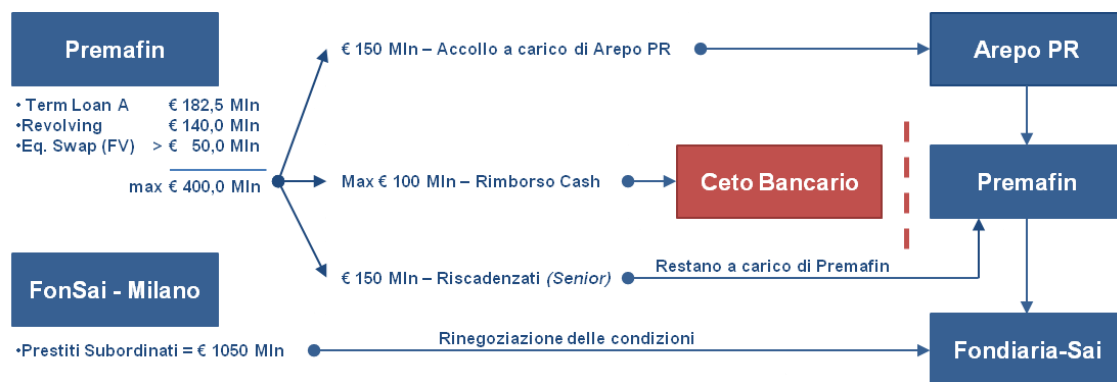


Figura 4.11: schema riassuntivo dell'accordo di ristrutturazione dei debiti di Premafin nel piano Sator-Palladio.

Fonte: elaborazioni dell'autore su dati *conference call* e comunicati stampa.

Anche la validità dell'offerta Sator-Palladio, come quella Unipol, è subordinata al verificarsi di alcune condizioni sospensive, fra cui l'ottenimento di tutte le autorizzazioni necessarie da parte delle autorità competenti, in particolar modo l'ISVAP, e la conferma, da parte della Consob, della non sussistenza dell'obbligo di promuovere un'OPA su Premafin e, a cascata, su FonSai e Milano. L'offerta è inoltre condizionata all'approvazione, da parte delle banche, tanto del prospettato piano di ristrutturazione del debito quanto dell'offerta nel suo impianto generale.

4.3.2. Test di efficacia

Sebbene in questa fase dell'opera non siano previste comparazioni fra le diverse offerte di salvataggio,¹¹³ la migliore metodologia per valutare l'efficacia del piano Sator-Palladio è probabilmente quella di partire da quanto già affermato per il piano Unipol e sottolineare gli effetti comportati dalle differenze fra i due.

Per quanto riguarda FonSai, il piano promette di mettere a disposizione un importo pari ad € 1,1 Miliardi, ma, a differenza del piano UGF, questa somma è al servizio della sola società assicuratrice, non essendo prevista alcuna fusione né con Premafin né con altri operatori del settore assicurativo, ma soltanto, in un secondo momento, con Milano Assicurazioni. Per effetto di questa scelta, l'aumento di capitale avrebbe la conseguenza immediata di portare il margine di solvibilità di FonSai a circa il 140% del minimo richiesto, garantendo di fatto il pieno adempimento alle richieste del regolatore. Inoltre la totalità dei proventi dell'aumento potrebbe essere utilizzata per il rilancio della società, senza ulteriori gravami derivanti dall'indebitamento della controllante, senza

¹¹³ Il paragrafo 4.5 a chiusura di capitolo sarà interamente dedicato alle comparazioni fra le offerte.

costi derivanti dal recesso e senza rischi relativi alla dubbia consistenza patrimoniale delle altre società partecipanti alla fusione.

Nel lungo periodo l'efficacia del piano dovrebbe essere misurata sulla base della capacità portare a compimento un completo *turnaround* operativo, in grado di generare flussi di reddito e di pagare dividendi in misura sufficiente al servizio del debito delle società a monte. Sotto il profilo della ristrutturazione operativa possono essere fatte soltanto alcune considerazioni generali, stante lo stato embrionale a cui è forzatamente rimasta l'offerta. I già sottolineati vantaggi derivanti dalla mancata fusione con un operatore terzo vanno infatti soppesati con il minor potenziale reddituale derivante dall'impossibilità di sfruttamento delle sinergie.

Un elemento positivo in relazione alla stabilità di lungo periodo della nuova FonSai sarebbe invece garantito dall'intenzione, prospettata dagli offerenti, di rinegoziare le condizioni dei prestiti subordinati erogati da Mediobanca.

Muovendo all'analisi di Premafin, la prima considerazione da fare è che la società conserverebbe un ruolo sostanzialmente di *holding* di partecipazioni, ed il suo unico asset rilevante rimarrebbe il 35,6% di FonSai. Di conseguenza, in linea teorica, la soluzione prospettata deve fronteggiare le principali criticità legate al ricorso alla leva finanziaria nelle *holding*, criticità già annoverate fra le cause interne della crisi. Il piano Sator-Palladio affronta la tematica dotando la *holding* di un quantitativo di nuove risorse in eccedenza rispetto al necessario per sottoscrivere l'aumento di capitale FonSai,¹¹⁴ riducendo il valore assoluto dell'esposizione debitoria e aggiungendo una società a monte di Premafin su cui convogliare parte dell'indebitamento. Per effetto di questi tre provvedimenti i rapporti di indebitamento delle due holding scenderebbero significativamente, raggiungendo livelli fisiologici.¹¹⁵ In ogni caso, l'efficacia del risanamento di Premafin, nel lungo periodo, rimarrebbe strettamente legata alla capacità della sua controllata di tornare a produrre e distribuire reddito.

In sintesi, nel breve periodo il piano Sator-Palladio offre buone garanzie di efficacia per quanto riguarda il salvataggio e la sopravvivenza sia di FonSai che di Premafin. L'efficacia di lungo periodo del piano è invece strettamente dipendente dalle prestazioni future di FonSai, sulle quali non è possibile esprimersi con un sufficiente grado di certezza.

¹¹⁴ L'eccedenza di mezzi propri forniti rispetto ai fondi necessari per la sottoscrizione dell'aumento FonSai in opzione dovrebbe ammontare ad € 50/60 Milioni.

¹¹⁵ Nella presentazione agli analisti i due fondi prevedono un *debt-to-equity* pari al 40% per Arepo PR ed un *debt-to-asset* a valori di mercato ridotto al 30% dall'attuale 220% per Premafin.

4.3.3. Impatto sugli *stakeholder*: gli azionisti di Premafin

Agli attuali azionisti di Premafin, in particolare alla Famiglia Ligresti, viene offerto un coinvolgimento nel progetto di salvataggio, attraverso la possibilità di sottoscrivere in opzione una quota dell'aumento di capitale della *holding*. E' tuttavia fuori dubbio che il piano comporti in ogni caso una diluizione dell'attuale azionista di maggioranza, con conseguente perdita del controllo societario su Premafin e, a cascata, su FonSai. La Famiglia Ligresti potrebbe in ogni caso beneficiare del salvataggio della *holding* e, nel lungo termine, del risultato reddituale della controllata FonSai. Per poter conservare questi benefici e limitare gli effetti della diluizione la famiglia dovrebbe comunque sostenere un impegno finanziario nell'ordine degli € 40 Milioni, che appare difficilmente realizzabile stante la situazione di Sinergia ed Im.Co. ed il sequestro delle azioni Premafin detenute dai trust.¹¹⁶

Inoltre il piano non consentirebbe in ogni caso agli azionisti Premafin di godere né della possibilità di esercitare il diritto di recesso, né della rinuncia formale all'esercizio dell'azione sociale di responsabilità da parte dei nuovi azionisti, né la possibilità, per gli amministratori uscenti, di beneficiare di alcuna buonuscita.

4.3.4. Impatto sugli *stakeholder*: il ceto bancario

L'impatto del piano Sator-Palladio sugli interessi economici degli istituti di credito va valutato operando una separazione fra i vari livelli della catena di controllo.

Per quanto riguarda i prestiti subordinati erogati da Mediobanca a FonSai, la proposta si caratterizza per il fatto che gli offerenti *"ritengono auspicabile, al fine di garantire una più equa distribuzione degli oneri relativi al piano di salvataggio del gruppo Premafin/FonSai, anche una contestuale ridefinizione dell'indebitamento subordinato della controllata FonSai"*.¹¹⁷ Il piano non specifica l'entità né le modalità con cui si intende assicurare questa *"più equa distribuzione"*, ma la frase lascerebbe immaginare una rosa di opzioni, fra cui il riscadenzamento, la revisione degli *spread* creditizi o la parziale conversione in *equity* o in strumenti ibridi di capitale. La revisione del finanziamento, la quale dovrebbe in ogni caso essere negoziata, comporterebbe un sacrificio a carico del creditore, ma avrebbe il vantaggio di fornire allo stesso accresciute garanzie di rimborso sull'esposizione ristrutturata.

¹¹⁶ Occorre in ogni caso considerare che l'offerta di Sator e Palladio non poteva incorporare questi eventi, in quanto presentata in un momento precedente alla loro realizzazione.

¹¹⁷ Comunicato stampa congiunto Sator-Palladio del 22 Febbraio, pagina 1.
(Disponibile all'indirizzo http://www.satorgroup.com/Comunicati_Stampa_SPEF/000000/00000002.pdf)

Per quanto invece concerne l'indebitamento di Premafin, alle banche sarebbe proposta una ristrutturazione sicuramente in grado di incrementare le probabilità di recupero, anche se in misura minore rispetto al piano Unipol. La ragione della differenza risiede sostanzialmente nella mancata fusione di Premafin in FonSai, e quindi nella circostanza che non vi sia la possibilità di godere del patrimonio di una società più solida ai fini della soddisfazione del proprio credito. Le condizioni per le banche appaiono in ogni caso accettabili, tenendo conto dello stato in cui versa Premafin. Tuttavia, mentre il parziale rimborso *cash* risulterebbe particolarmente gradito, il trasferimento a monte di una porzione dell'esposizione potrebbe risultare difficile da accettare. Infatti il servizio del debito gravante su Arepo PR dovrebbe sistematicamente avvenire successivamente alla previa soddisfazione dei creditori e degli azionisti sia di FonSai che di Premafin. In ogni caso il grado di rischio dipenderebbe anche dalla definizione delle clausole contrattuali, nonché dall'entità del sacrificio chiesto a Mediobanca sui prestiti subordinati a FonSai.

4.3.5. Impatto sugli stakeholder: gli azionisti di minoranza

Almeno nel breve periodo, la riallocazione di costi e benefici legati ad una proposta di salvataggio costituisce un gioco a somma zero. Di conseguenza, a fronte di maggiori sacrifici o, in ogni caso, minori benefici concessi all'azionista di maggioranza ed al ceto bancario, vi deve essere qualche altra categoria di *stakeholder* ad avvantaggiarsene. Nel caso della proposta Sator-Palladio, a beneficiare della riallocazione sono in particolare gli azionisti di minoranza di FonSai.

In maniera simile rispetto a quanto già affermato con riguardo al piano UGF, l'interesse delle minoranze azionarie è in primo luogo legato alla sopravvivenza della società ed al massimo accrescimento del suo valore azionario di lungo periodo. Per quanto riguarda questi due aspetti, il rimando è a quanto già affermato in merito al test di efficacia (cfr. § 4.3.2).

Per quanto invece riguarda la specifica distribuzione di costi e benefici, appare opportuno partire dal già utilizzato schema richieste-promesse.

Agli azionisti di minoranza è richiesto di apportare € 620 Milioni circa di nuove risorse alla società. A fronte di questo contributo, oltre alla promessa di rilancio di FonSai, il piano dei due fondi propone di far ricadere parte dei sacrifici anche sul creditore Mediobanca, nonché, di escludere categoricamente una fusione con Premafin. Per effetto dell'esclusione si evita di dare la possibilità a creditori ed azionisti della *holding*

di migliorare la propria condizione a spese della solidità della controllata. Infatti l'impossibilità di esercitare il diritto di recesso, nonché il mancato accollo dei debiti della controllante permetterebbero, secondo una stima dei fondi, di scongiurare un peggioramento del margine di solvibilità pari a circa 21 punti percentuali.

Il piano Sator-Palladio ha però il limite di pagare a Premafin un significativo premio per l'acquisizione del controllo di FonSai, premio che non viene in alcun modo goduto, direttamente o indirettamente, dalle minoranze azionarie della controllata. In assenza della determinazione del prezzo dell'aumento di capitale di Premafin il calcolo della valutazione di FonSai implicita nel prezzo della *holding* può essere soltanto stimata. Tuttavia alcune condizioni dell'offerta dei due fondi e l'andamento della trattativa con Unipol possono suggerire alcuni parametri per costruire un *range*. Ipotizzando una sottoscrizione, da parte degli attuali azionisti della *holding*, della totalità degli € 50 Milioni ad essi riservati ad un prezzo di € 0,195, pari cioè a quello concordato fra Premafin ed UGF, il prezzo di FonSai implicito sarebbe pari ad € 6,84 per azione. Il premio riconosciuto alla *holding* crescerebbe ulteriormente nel caso in cui si ipotizzasse un prezzo per l'aumento Premafin pari ad € 0,305, ovvero il prezzo-soglia fissato nella delibera di aumento nel caso in cui quest'ultimo fosse sottoscritto da altri operatori assicurativi diversi da UGF o investitori istituzionali. Questo prezzo contiene, implicitamente, una valutazione di FonSai pari ad € 7,18 per azione. Anche se, al momento della redazione di questo paragrafo, non è ancora nota la forchetta di prezzo dell'aumento di capitale FonSai, un rapido confronto con i correnti valori borsistici è in grado, da solo, di evidenziare l'entità del premio pagato per acquisire il controllo del 36% di FonSai detenuto dalla *holding*.

Infine una breve considerazione specifica va fatta anche riguardo agli azionisti di minoranza di Milano Assicurazioni ed agli azionisti di risparmio di entrambe le società. Queste categorie di soggetti condividono le aspettative e le condizioni riservate alle minoranze azionarie di FonSai. In aggiunta, però, i primi sono interessati dalla successiva fusione fra FonSai e Milano Assicurazioni, mentre gli azionisti di risparmio dalla conversione delle loro azioni in azioni ordinarie.

Come noto, le attuali condizioni di Milano non rendono necessario, come per la controllante, un salvataggio. Di conseguenza, anche alla luce della gestione integrata che già caratterizza le due società, e del conseguente limitato potenziale sinergico non ancora sfruttato, una fusione non trova, nella prospettiva degli azionisti della controllata, ragioni economiche diverse da quelle della razionalizzazione della struttura

societaria. In ogni caso la reale determinazione degli specifici effetti economici dipenderebbe dalla misura dei rapporti di concambio, nonché dallo stato di avanzamento del risanamento di FonSai al momento dell'integrazione.

Similmente, per quanto riguarda gli azionisti di risparmio, la misura degli effetti economici della conversione delle loro azioni in azioni ordinarie delle rispettive società andrebbe valutata sulla base del rapporto di conversione loro offerto. Da un punto di vista generale il passaggio ad un unico tipo di azioni avrebbe invece il benefico effetto di semplificare e rendere più trasparente la struttura di controllo.

4.3.6. Impatto sugli altri *stakeholder*

Le conseguenze del piano Sator-Palladio sulle altre categorie di stakeholder sono in larga parte legate alla capacità dei nuovi azionisti di risanare il gruppo. Di conseguenza, per quanto riguarda tale aspetto, si rimanda al paragrafo 4.3.2.

Per quanto invece riguarda le specifiche attese della rete distributiva e dei dipendenti, la mancata previsione di una fusione con un operatore terzo avrebbe il positivo effetto di non generare rischi di ridimensionamenti ed esuberi.

Per quanto riguarda la struttura competitiva del mercato nazionale delle assicurazioni, il piano Sator-Palladio avrebbe invece un effetto neutro, non aumentandone il livello di concentrazione.

4.3.7. Analisi di fattibilità

L'offerta Sator-Palladio, come noto, è definitivamente scaduta il 30 Aprile, senza nemmeno aver dato luogo ad una trattativa fra le parti. L'oggetto del paragrafo, di conseguenza, non è quello di valutare in astratto la fattibilità del piano, quanto piuttosto di concentrarsi sulle motivazioni che ne hanno effettivamente impedito la realizzazione.

La motivazione principale che ha impedito all'offerta anche solo di essere presa in considerazione e valutata dal CdA di Premafin è riconducibile alla categoria dei vincoli negoziali, e dipende dalla clausola di esclusiva contenuta nell'accordo di investimento Premafin-Unipol del 29 Gennaio. Sotto questo profilo il principale limite dell'offerta dei due fondi è costituito proprio dal *timing*, ovvero dalla circostanza di essere stata formulata in un momento successivo rispetto al piano UGF. I due fondi, i quali speravano probabilmente che la clausola di esclusiva fosse destinata a decadere a seguito di modifiche dell'accordo imposte dalle autorità di vigilanza, hanno tuttavia

preferito, dopo due rinnovi, lasciarla decadere per presentarne una nuova avente ad oggetto FonSai stessa (cfr. § 4.4).

Al vincolo di esclusiva sono collegati tutti gli altri aspetti che hanno impedito la realizzazione dell'offerta. Il piano Sator-Palladio prevede infatti un significativo contributo finanziario da parte degli attuali azionisti di minoranza di FonSai, quantificabile in oltre € 600 Milioni (cfr. Figura 4.12). Stanti le attuali condizioni di mercato – lo si è già sottolineato – un'operazione di simili dimensioni, se non adeguatamente supportata da un consorzio di garanzia, rischia di non poter essere portata a termine con la completa sottoscrizione delle azioni offerte.

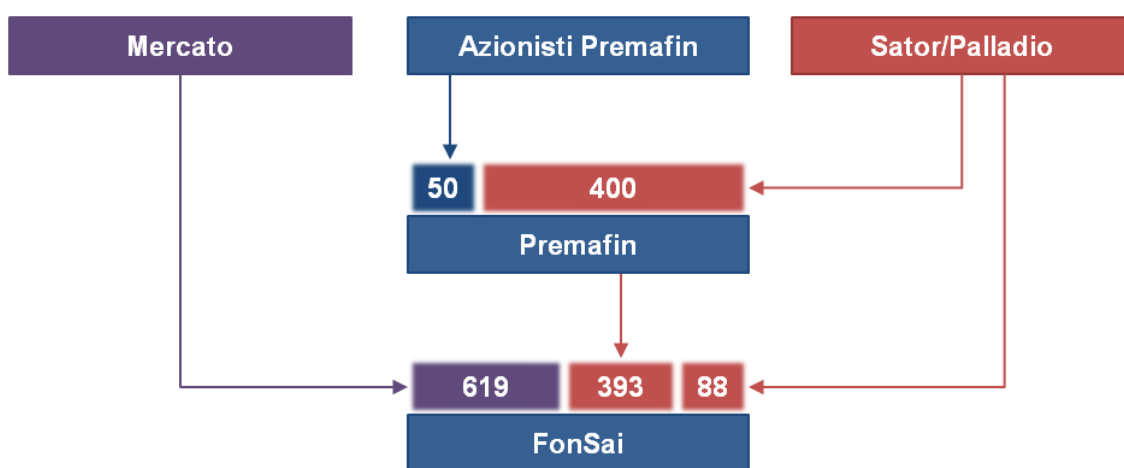


Figura 4.12: contributo del mercato e di Sator/Palladio agli aumenti di capitale implicati dall'operazione.
Fonte: elaborazioni dell'autore.

L'accordo fra UGF e Premafin ha tuttavia indirettamente condizionato anche le possibilità di costituire un consorzio di garanzia al di fuori dell'operazione Unipol. Infatti, sebbene Mediobanca si sia assunta la responsabilità di costituire il consorzio, ha subordinato il proprio impegno al successo dell'operazione Unipol, in particolare alla fusione fra Unipol Assicurazioni, FonSai, Milano e Premafin. Di conseguenza non pochi ostacoli avrebbero trovato i tentativi di costituire un consorzio alternativo, al quale chiaramente non avrebbero potuto partecipare gli istituti già impegnatisi nei confronti di Mediobanca.

In realtà, alla luce di ciò, la natura del vincolo negoziale non risiede tanto nell'accordo fra UGF e Premafin, quanto piuttosto nel potere contrattuale di Mediobanca, in qualità di creditore di FonSai e del Gruppo Unipol. Come già sottolineato, la fusione permetterebbe a Mediobanca di far confluire le proprie esposizioni verso FonSai, Milano e UGF in un'unica società dotata di maggiore solidità

patrimoniale. Confrontando questa prospettiva con quella, certamente meno allettante, di dover contribuire al salvataggio di FonSai *standalone* rinegoziando le condizioni dei suoi prestiti subordinati, è subito chiara la convenienza, per la *merchant bank* milanese, a supportare l'operazione Unipol e ad ostacolare ogni offerta alternativa. In sostanza, stanti gli attuali impegni contrattuali assunti dalle parti, nessuna offerta alternativa su Premafin è realizzabile senza costringere la *holding* a rispondere per la violazione dell'accordo con UGF e senza aver ottenuto il previo gradimento da parte di Mediobanca.

Dal momento che i vincoli negoziali e finanziari illustrati fin qui sono stati in grado, da soli, di impedire la realizzazione dell'offerta, gli altri fattori assumono una minore rilevanza. In ogni caso è corretto fornire una breve descrizione del posizionamento del piano Sator-Palladio nei confronti dei vincoli regolamentari.

Per quanto concerne l'ottenimento delle autorizzazioni ISVAP all'assunzione di partecipazioni rilevanti in FonSai, la natura degli investitori avrebbe potuto generare qualche difficoltà. Si tratta infatti di fondi di *Private Equity*, soggetti che di solito valorizzano i propri investimenti per cederli entro i 5/10 anni dall'acquisizione, circostanza che mal si concilia con le esigenze di stabilità di un settore sottoposto a vigilanza prudenziale come quello delle assicurazioni. Gli offerenti hanno però dichiarato, nel corso della presentazione alla comunità finanziaria di avere un orizzonte di investimento a lunghissimo termine, e di non avere vincoli di sorta che potrebbero imporre una valorizzazione di breve periodo.

A tal proposito non si può inoltre tralasciare di sottolineare che Sator ha già ottenuto dalla Banca d'Italia l'autorizzazione ad assumere il controllo di un istituto di credito al fine di portarne a termine il salvataggio.

Muovendo all'esenzione dall'obbligo di OPA, la situazione è in larga parte riconducibile a quanto già osservato in merito al piano Unipol (cfr. § 4.2.8), con l'esclusione, per ovvi motivi, dell'OPA da consolidamento post-fusione, dal momento che la prospettata fusione con Milano avrebbe l'effetto di ridurre, e non già di aumentare, la partecipazione dei due fondi nel nuovo soggetto.

Per quanto infine riguarda l'autorizzazione Antitrust, l'offerta ha il vantaggio di non comportare variazioni negli equilibri competitivi del settore, e di non essere quindi soggetta al regime autorizzativo AGCM.

4.4.L'offerta di Sator e Palladio su FonSai

4.4.1. La descrizione del piano

Il 9 Maggio, dieci giorni dopo la scadenza dell'offerta rivolta a Premafin, la cordata Sator-Palladio ha formulato un'offerta avente ad oggetto un investimento diretto nel capitale azionario di Fondiaria-Sai. Anche in questo caso la fonte cui si attinge per la descrizione del piano è il comunicato stampa con cui le due società offerenti hanno reso pubblica la loro proposta.

L'operazione prospettata consiste in un aumento di capitale di FonSai, per un importo pari o superiore ad € 800 Milioni, così suddiviso (cfr. Figura 4.13):

- un importo compreso fra € 300 ed € 400 Milioni, con esclusione del diritto di opzione, riservato a Sator-Palladio ad un prezzo compreso fra € 1,5 ed € 2,5 per azione;
- un importo non inferiore ad € 400 Milioni, regolarmente offerto in opzione agli attuali azionisti FonSai e con un prezzo pari o inferiore alla metà del prezzo determinato per l'aumento di capitale riservato.

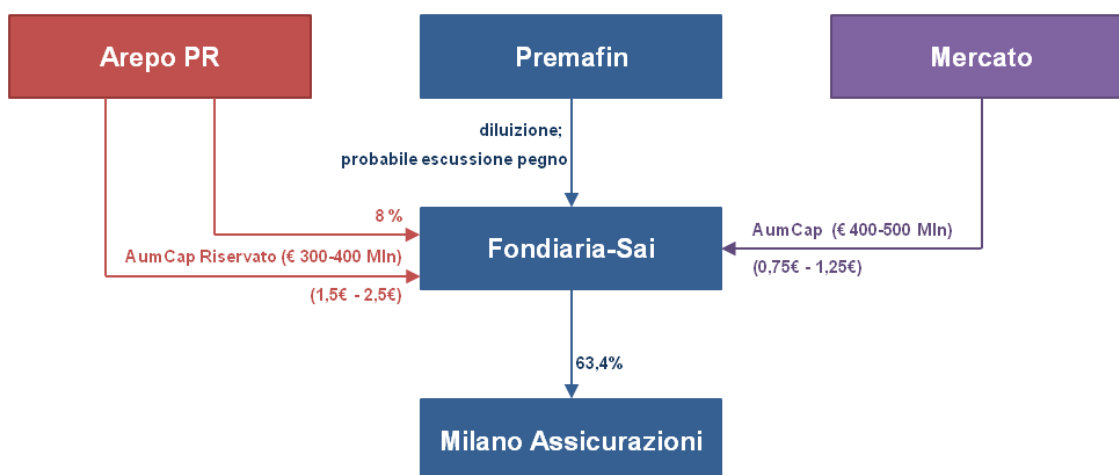


Figura 4.13: rappresentazione schematica dell'offerta Sator-Palladio su FonSai .
Fonte: elaborazioni dell'autore.

L'offerta, essendo rivolta esclusivamente a FonSai, non comprende un piano di ricapitalizzazione o di ristrutturazione dell'indebitamento di Premafin, né alcuna fusione con società appartenenti al gruppo o con altri operatori del mercato assicurativo.

Come per l'offerta rivolta a Premafin, gli impegni degli offerenti sono subordinati

all'ottenimento delle dovute autorizzazioni ISVAP, nonché all'esenzione dall'obbligo di promuovere un'OPA su FonSai e, a cascata, su Milano Assicurazioni.

4.4.2. Test di efficacia

L'offerta ha il pregio di far confluire una somma pari ad € 800 Milioni direttamente a vantaggio di Fondiaria-Sai. Dal momento che non è prevista una fusione con Premafin, la somma sarebbe all'esclusivo servizio della ricostituzione del margine di solvibilità della società, senza alcun dirottamento di fondi a copertura dell'indebitamento della *holding* o per finanziare l'esercizio del diritto di recesso. Al netto di questi oneri, la somma è probabilmente non di molto inferiore, in termini relativi, rispetto a quella prospettata nel piano UGF (cfr., più avanti, Figura 4.15), ma non appare tuttavia in linea con la stima del reale fabbisogno di capitale effettuata dalla stessa FonSai.¹¹⁸ Prendendo in considerazione la situazione della società al 31/3/2012, con un margine di solvibilità corretta in ripresa ed al 91,6%, un aumento di capitale per € 800 Milioni sarebbe sufficiente a ricostituire adeguati cuscinetti di capitale. Tuttavia, considerando le attuali tensioni sui titoli di stato europei nonché il rischio che emerga la necessità di procedere ad ulteriori rivalutazioni delle riserve tecniche, tale importo non fornisce piene garanzie di non dover procedere ad ulteriori ricapitalizzazioni nel medio periodo.

In conclusione, l'efficacia di medio periodo del piano Sator-Palladio su FonSai è intimamente legata alla capacità del nuovo management di portare a termine il *turnaround* della società in tempi rapidi e senza ampi margini di errore. Come noto però il ritorno al valore non è legato soltanto a fattori esterni, ma è significativamente influenzato da variabili non controllabili come l'andamento dei mercati finanziari.

4.4.3. Impatto sugli *stakeholder*: azionisti e creditori di Premafin

Il piano opera, rispetto alle offerte fin qui esaminate, una significativa riallocazione dei costi del salvataggio dagli azionisti di FonSai agli azionisti ed ai creditori di

¹¹⁸ A seguito della pubblicazione degli incoraggianti risultati relativi al primo trimestre 2012 ed il conseguente miglioramento del margine di solvibilità di FonSai, Premafin ha richiesto alla controllata di verificare se non esistessero margini per ridimensionare l'importo dell'aumento di capitale. A tale richiesta FonSai ha risposto confermando in 1,1 € Miliardi l'importo minimo necessario per costituire un cuscinetto di capitale in grado di fronteggiare la volatilità corrente ed attesa sui mercati finanziari e le tensioni sui titoli dei debiti pubblici europei.

Premafin. Delineare il probabile corso degli eventi in caso di esecuzione del piano può aiutare a comprendere meglio questa affermazione (cfr. Figura 4.14).¹¹⁹

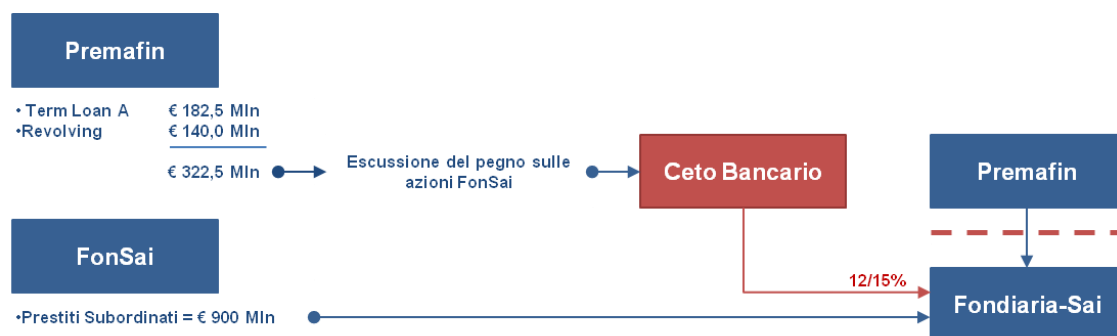


Figura 4.14: probabile impatto sui creditori del gruppo del mancato salvataggio di Premafin.
Fonte: stime ed elaborazioni dell'autore.

Come noto, Premafin versa in uno stato di profonda crisi, a punto tale da necessitare di rinegoziare le proprie posizioni debitorie. La *holding*, esclusa dal perimetro dell'operazione, non disporrebbe di fondi sufficienti per servizio del proprio debito, né tantomeno dell'importo necessario a sottoscrivere la quota parte dell'aumento di capitale della controllata. A valle dell'aumento di capitale FonSai, si può quindi stimare che l'attuale 36% circa venga diluito al di sotto del 25%. A questo punto, qualora non fossero già state violate altre condizioni dei contratti di finanziamento, le banche potrebbero escutere il pegno sulle azioni FonSai in forza della clausola di *change of control*.¹²⁰ A valle dell'escussione è presumibile che, anche qualora gli altri creditori della *holding* non presentino istanza di fallimento, la società venga in ogni caso posta in liquidazione. Sia in caso di liquidazione che in caso di fallimento, all'attuale azionista di maggioranza di FonSai non resterebbe nulla, se non, limitatamente alla Famiglia Ligresti, le *holding* Sinergia ed Im.Co., anch'esse destinate alla liquidazione.

Per effetto dell'escussione del pegno l'esposizione dei creditori della *holding* sarebbe sostanzialmente tramutata in azioni di una FonSai ricapitalizzata ma in ristrutturazione e in ogni caso non in grado, almeno per alcuni esercizi, di distribuire utili. Per questo motivo le conseguenze del piano sarebbero pesanti anche per gli

¹¹⁹ A tal proposito occorre tuttavia precisare che quello prospettato costituisce soltanto uno degli scenari possibili.

¹²⁰ Cfr. bilancio Civilistico Premafin 2010, pag. 16: "Ulteriore condizione, il cui mancato rispetto può comportare il recesso da parte delle Banche Finanziatrici se non rimediato secondo quanto previsto nel contratto, è la diminuzione al di sotto della soglia del 30% della percentuale di partecipazione detenuta nel capitale votante della controllata Fondiaria-SAI".

attuali creditori di Premafin, fatta salva la possibilità di futura valorizzazione delle azioni FonSai.

4.4.4. Impatto sugli azionisti di minoranza e sugli altri *stakeholder*

Come già fatto per le offerte precedenti, è il caso di ricordare che l'efficacia del salvataggio della società costituisce il requisito minimo per la soddisfazione degli interessi di tutti gli *stakeholder*, azionisti di minoranza e di risparmio compresi.

Quanto ai probabili effetti dell'operazione sulle specifiche condizioni delle minoranze azionarie di FonSai, è opportuno partire dalla misura dello sforzo finanziario ad esse richiesto, che può arrivare ad essere fino al 35% inferiore rispetto a quello previsto dai piani alternativi.¹²¹

Particolarmente vantaggiose risultano essere anche le condizioni dell'aumento di capitale di FonSai. La fissazione per la porzione riservata dell'aumento di un prezzo doppio rispetto alla parte offerta in opzione limita significativamente, a parità di risorse apportate, gli effetti diluitivi dell'ingresso dei nuovi soci. L'operazione inoltre ha il pregio di essere strutturata in modo tale da permettere il riconoscimento in capo all'intera società, e quindi alla totalità dei suoi azionisti, del premio di controllo corrisposto dagli acquirenti.

Infine, come già sottolineato, non sono previsti a carico della società, e quindi degli azionisti di minoranza, nessuno degli oneri derivanti dalla fusione con la controllante Premafin.

Per quanto riguarda gli altri *stakeholder*, le considerazioni già effettuate nell'ambito dell'offerta Sator-Palladio su Premafin sono in larga parte applicabili anche all'offerta su FonSai.

4.4.5. Analisi di fattibilità

Fra le offerte fin qui considerate, quella della cordata Sator-Palladio su FonSai si distingue per una maggiore equità nei confronti degli azionisti della società. Il piano è però caratterizzato da un livello di fattibilità che, sebbene accresciuto, appare ancora insufficiente a garantire adeguate probabilità di successo, specialmente considerato lo stato di avanzamento della trattativa fra Premafin ed UGF.

¹²¹ Infatti, a fronte di importi compresi nella forchetta €600/700 Milioni nell'ambito dei piani UGF e del primo piano Sator-Palladio, in questa offerta lo sforzo richiesto al mercato dovrebbe essere superiore, ma prossimo agli € 400 Milioni.

La principale motivazione che ha spinto i fondi Sator e Palladio a considerare l'opportunità di rivolgere un'offerta di investimento direttamente a FonSai è costituita proprio dall'esistenza del vincolo di esclusiva fra Premafin ed Unipol, che aveva sostanzialmente reso irrealizzabile la precedente proposta sulla *holding*. La prima considerazione che è possibile fare è che la nuova offerta aggira efficacemente i vincoli negoziali che avevano affossato il piano su Premafin. Purtroppo però, nel difficile esercizio di ottimizzazione vincolata, l'efficace superamento di un vincolo può portare ad un peggioramento di altri.

Una prima criticità è legata al potere negoziale del ceto bancario e dell'attuale azionista di maggioranza. Come si è visto, la soluzione prospettata rischia di far ricadere su Premafin e sui suoi creditori la maggior parte dei costi del dissesto del gruppo. Da un lato tale soluzione appare essere la più equa, in quanto a sopportare i maggiori sacrifici sono da un lato i soggetti che si sono resi, con la loro gestione, responsabili del dissesto del gruppo, e dall'altro gli istituti di credito che ne hanno finanziato la *holding* con prestiti caratterizzati, già al momento dell'erogazione, da un significativo livello di rischio. Non si può però tralasciare che lasciare Premafin ed i suoi creditori al di fuori del perimetro del piano ha l'effetto di generare, da parte di questi soggetti, una propensione ad ostacolare la riuscita dello stesso. Se a questa considerazione si aggiunge il fatto che questi stessi soggetti sono dotati di un potere contrattuale rilevante (cfr. § 3.2.1 e 3.2.3), è chiaro che la loro insoddisfazione può costituire un significativo ostacolo al buon esito dell'offerta.

In particolare, appare difficile immaginare che Premafin possa votare in assemblea FonSai un aumento di capitale che essa stessa non sarebbe in grado di sottoscrivere e che rischia di portare la *holding* al fallimento.

Allo stesso modo appare improbabile che i creditori di Premafin, che pure non avrebbero potere di influenza diretta sulla controllata, possano in ogni caso sostenerne la ricapitalizzazione partecipando al consorzio di collocamento per un aumento di capitale nell'ipotesi *standalone*.

Il problema del potere negoziale degli istituti di credito riconduce la trattazione anche al posizionamento dell'offerta rispetto ai vincoli finanziari. Il punto di partenza è costituito, come per l'offerta su Premafin, dalla difficoltà di trovare istituti di credito disposti a coprire il rischio di collocamento per l'aumento di capitale FonSai. Nel caso in analisi il problema è mitigato dal fatto che, grazie all'intervento diretto degli investitori sulla società assicuratrice, le dimensioni dell'aumento di capitale offerto in opzione agli

attuali azionisti sono inferiori. Inoltre, essendo l'aumento al solo servizio della società, anche l'importo complessivo dello stesso è inferiore.

Grazie anche a queste circostanze, i due fondi hanno fatto sapere di aver “*già ricevuto manifestazioni di interesse per una quota rilevante del rischio*”, ed hanno comunicato a FonSai di essere disponibili a ricevere delega dal CdA al fine di promuovere direttamente la formazione del consorzio.

Il minore importo dell'aumento di capitale, sebbene renda possibile superare i vincoli relativi al potere contrattuale degli istituti di credito, rischia però di far sorgere un vincolo regolamentare. Infatti, alle perplessità che l'ISVAP potrebbe nutrire in merito alla natura degli investitori (cfr. § 4.3.7), si aggiunge il rischio che il regolatore giudichi insufficiente l'importo dell'aumento. Come noto gli investitori hanno spiegato questa scelta con il miglioramento delle condizioni della società emersi dalla prima trimestrale 2012 e con i benefici che deriverebbero da un salvataggio *standalone*, alla luce dei quali l'importo netto a disposizione della società non appare distante dall'ammontare di risorse messo in campo dal piano UGF.¹²²

Sotto questo profilo gli investitori hanno però fatto sapere di essere “*disponibili a valutare la modifica dei termini dell'operazione sulla base di eventuali richieste dell'Autorità di Vigilanza*”, il che, tradotto in termini monetari, implica la disponibilità ad incrementare alternativamente l'importo dell'aumento riservato o in opzione.¹²³

Il principale limite della soluzione prospettata resta, in ogni caso, l'inevitabile avversione da parte dei creditori e degli azionisti di Premafin, che, a parere di chi scrive, sono da soli in grado di impedire il buon esito dell'offerta. Va tuttavia precisato che questi soggetti sono nelle condizioni di poter ostacolare l'offerta solo grazie alla presenza dell'offerta UGF. Se quest'ultima, per un qualsiasi motivo, dovesse essere ritirata, il potere negoziale della Famiglia Ligresti e dei creditori della *holding* verrebbe improvvisamente meno, dal momento che un'offerta di salvataggio, sebbene per essi svantaggiosa, sarebbe in ogni caso migliorativa rispetto al commissariamento di FonSai ed al fallimento di Premafin.

¹²² A parere di chi scrive le minori dimensioni complessive dell'importo sono anche funzionali a permettere ai fondi di assumere saldamente il controllo di FonSai senza impiegare importi superiori a quanto destinato al piano, nonché nella difficoltà di coprire il rischio di mercato per la quota di aumento offerta in opzione agli attuali soci.

¹²³ Nel caso in cui l'ISVAP richiedesse di rivedere al rialzo l'ammontare dell'aumento, non è chiaro se gli offerenti preferirebbero di ritoccare l'importo dell'aumento riservato o di quello in opzione. Il primo scenario avrebbe il limite di rendere l'operazione più costosa per gli offerenti; la seconda, al contrario, ridurrebbe la loro partecipazione a valle dell'operazione ed incrementerebbe l'entità del rischio di mercato.

4.5.Comparazioni e conclusioni

L'obiettivo del presente paragrafo è quello di proporre una sintetica comparazione fra le proposte di salvataggio presentate nelle sezioni precedenti. A parere di chi scrive un simile confronto non può aspirare a decretare quale sia l'offerta qualitativamente migliore in termini assoluti. Di conseguenza, riprendendo in gran parte quanto già emerso nei paragrafi precedenti, l'attenzione si focalizzerà su alcuni aspetti rilevanti:

- provenienza e destinazione delle risorse finanziarie (efficacia);
- trattamento riservato agli azionisti di minoranza;
- capacità di superare i vincoli rilevanti.

Per valutare l'efficacia ai fini del salvataggio è utile effettuare una breve comparazione fra i valori assoluti delle risorse finanziarie che ciascuno dei piani è in grado di fornire (cfr. Figura 4.15):

- Il piano Unipol mette a disposizione un ammontare di risorse complessivo pari ad € 1700 Milioni. Da questa somma, tuttavia, è necessario detrarre gli oneri relativi all'indebitamento finanziario di Premafin ed aggiungere gli effetti del convertendo. Il saldo di queste voci, pari ad € 1782 Milioni, è però posto a servizio della nuova UniFonSai, la quale, alle attuali condizioni di mercato, avrebbe in bilancio minusvalenze implicite su prodotti strutturati pari ad un importo compreso fra gli € 620 Milioni e gli € 1300 Milioni. La nuova società potrebbe inoltre essere chiamata a ricapitalizzare Unipol Banca. Al netto di queste voci, i fondi disponibili per il risanamento della sola FonSai sarebbero pari o inferiori ad € 800 milioni, in sostanza un importo inferiore all'aumento di capitale eseguito da FonSai stessa.
- L'offerta Sator-Palladio su Premafin mette a disposizione una cifra pari ad € 1100 Milioni. L'importo è inferiore a quello del piano UGF, ma ha il pregio di essere al servizio della sola FonSai, nonché di non essere soggetto ad elementi di incertezza provenienti da società terze. L'offerta non è però stata presa in considerazione dalla controparte per via degli accordi di esclusiva con UGF.
- L'offerta Sator-Palladio su FonSai mette a disposizione della società un importo minimo pari ad € 800 Milioni. Si tratta di una cifra solo nominalmente inferiore rispetto a quella prevista dal piano UGF, ma con il pregio di non essere soggetta ad elementi di incertezza e di richiedere al mercato uno sforzo significativamente inferiore.

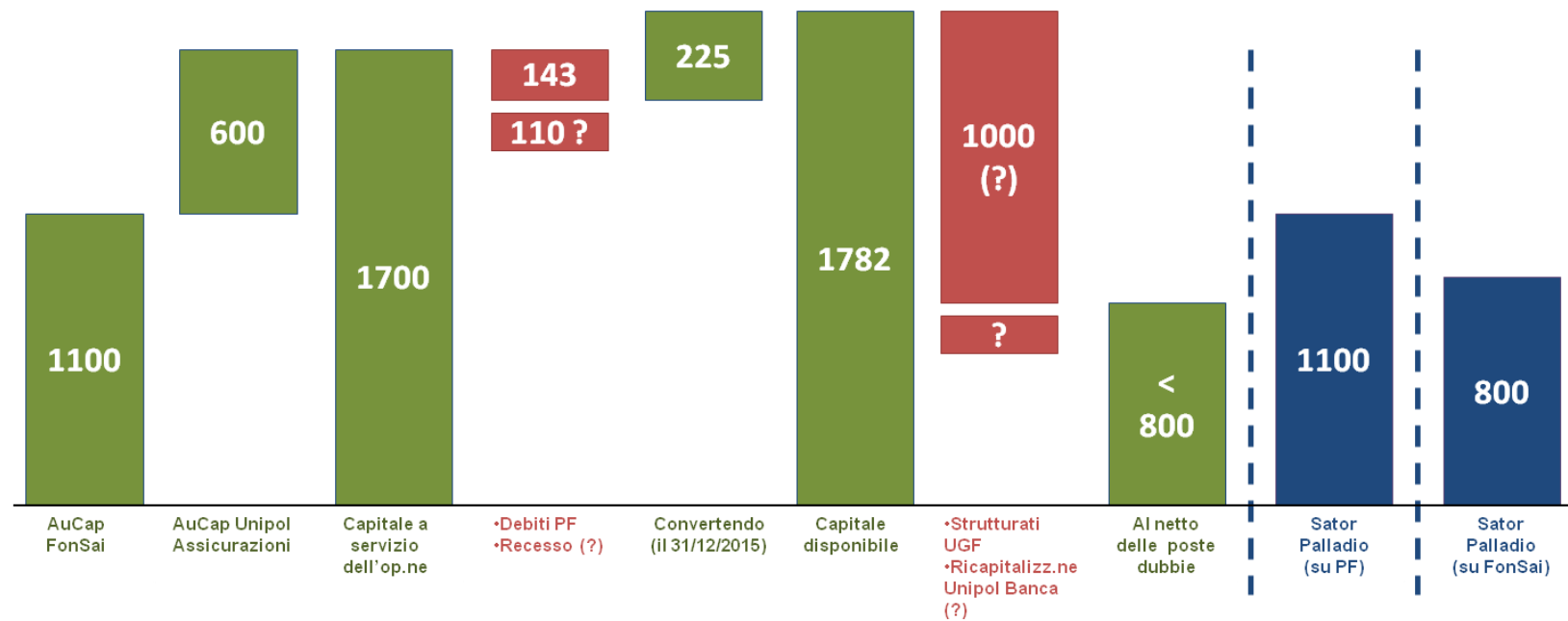


Figura 4.15: rappresentazione schematica delle risorse finanziarie messe a disposizione da ciascun piano.
Fonte: elaborazioni dell'autore.

Il secondo aspetto su cui si ritiene di dover concentrare l'attenzione è la capacità delle offerte di salvataggio di tutelare adeguatamente gli interessi degli azionisti di minoranza, la categoria di *stakeholder* più facilmente soggetta a subire trasferimenti di ricchezza in occasione di operazioni straordinarie (cfr. Tabella 4.3).

Piano	Impegno	Effetti
UGF	€ 700 Milioni	- Ricapitalizzazione società (€1,1Mld) - Mancato riconoscimento premio di controllo - Rischio concambi penalizzanti - Fusione con Premafin (diritto di recesso, manleve, debito) - Dubbia solidità Unipol Assicurazioni
S/P su Premafin	€ 620 Milioni	- Ricapitalizzazione società (€ 1,1 Mld) - Contributo Mediobanca al risanamento - Mancato riconoscimento premio di controllo - No fusione con Premafin (no diritto di recesso, no manleve, no debito)
S/P su FonSai	€ 370 Milioni	- Ricapitalizzazione società (€ 0,8 Mld) - Riconoscimento premio di controllo in capo a FonSai - No Fusione con Premafin (no diritto di recesso, no manleve, no debito)

Tabella 4.3: schema comparativo delle offerte di salvataggio dal punto di vista delle minoranze azionarie.
Fonte: elaborazioni dell'autore.

Dallo schema riassuntivo emerge chiaramente che l'offerta migliore sotto questo punto di vista è quella presentata da Sator e Palladio su FonSai, la quale richiede un minor impegno finanziario da parte delle minoranze e riconosce all'intera società, e non al solo azionista di maggioranza, il premio per il trasferimento del controllo societario.

Purtroppo occorre rilevare che l'offerta probabilmente è destinata a prevalere è invece il piano di Unipol Gruppo, che fornisce adeguata tutela ai creditori ma trascura gli interessi delle minoranze azionarie (cfr. § 4.2.5). Il potere contrattuale degli attori, che nel nostro modello interpretativo viene descritto come un vincolo rilevante, costituisce la principale spiegazione della prevalenza delle ragioni degli istituti di credito. Tuttavia, proprio perché gli interessi delle parti sono in larga misura divergenti, un piano di salvataggio gradito alle banche ha necessariamente l'effetto collaterale di scaricare i sacrifici economici sugli altri *stakeholder*.

Come sottolineato gli azionisti di minoranza, dotati di un insufficiente potere contrattuale, rischiano di vedere le proprie istanze sistematicamente destinate a soccombere a quelle delle parti dotate di maggiore forza. Questa criticità, che è fra le principali motivazioni dell'esistenza di una regolamentazione dei mercati azionari, sposta l'attenzione sull'unico attore in grado di compensare gli squilibri: la Vigilanza. L'operazione di salvataggio è soggetta alla supervisione di tre diverse autorità a cui spetta, ciascuna per la materia di competenza, il compito di proteggere i legittimi

interessi degli azionisti di minoranza e delle altre parti “deboli”.

Di conseguenza, a parere di chi scrive, soltanto il loro intervento è in grado di rimuovere le numerose criticità insite nel piano UGF. Limitandosi ai provvedimenti fin qui presi, l'intervento della Consob ha avuto il pregio di riequilibrare, almeno parzialmente, le condizioni dell'offerta a vantaggio delle parti meno tutelate con la subordinazione dell'esenzione dall'OPA su Premafin alla rimozione delle manleve ed alla rinuncia al diritto di recesso. Anche l'intervento dell'AGCM a tutela del mercato non può che essere visto con favore.

Tuttavia, nel momento in cui questo paragrafo viene redatto, 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 delle autorità di vigilanza rischia in ogni caso di sortire solo una parziale efficacia, dovendo affrontare il difficile *tradeoff* fra le opposte esigenze di tutela ed efficacia. 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, che ci auguriamo non prenda il sopravvento, anche alla luce dell'esistenza di offerte alternative, significherebbe riconoscere un eccessivo potere negoziale ai creditori del gruppo.

5. La ristrutturazione Operativa

5.1.Introduzione

Coerentemente con il titolo dell'elaborato, fino a questo punto si è deciso di concentrare l'attenzione sul salvataggio, ovvero sullo studio delle modalità ottimali, in termini di strutturazione dell'operazione, attraverso le quali far pervenire alla società i fondi necessari per ricostituire il margine di solvibilità. Questa scelta è giustificata dalla convinzione che proporre un piano di ristrutturazione ha senso solo a valle della sistemazione delle criticità più urgenti, in questo caso la provvista di nuovi capitali.

La tematica del *turnaround*, che è rimasta sempre in secondo piano, ha tuttavia accompagnato in più punti la disamina delle offerte.

In primo luogo, in apertura del paragrafo 3.1 si è sottolineato che l'interesse degli investitori a promuovere offerte su FonSai è giustificato proprio dalla possibilità di appropriarsi del valore implicito nella società attraverso un processo di ristrutturazione operativa. A causa delle numerose criticità gestionali individuate nella prima parte dell'elaborato, questi margini di miglioramento sono significativi.

L'importanza della tematica è poi tornata in evidenza affrontando il problema dell'efficacia delle singole offerte di salvataggio. Infatti se da un lato è vero che nel breve termine questa è funzione soprattutto della struttura, del perimetro e delle risorse apportate dalle operazioni approntate dagli offerenti, spostando l'attenzione al medio e lungo periodo lo scenario cambia. Infatti, a ricapitalizzazione avvenuta, la principale determinante dell'efficacia di tutti i piani diventa la validità del progetto industriale ad essi collegato.

Per questi motivi la tematica della ristrutturazione operativa, sebbene con un minore grado di dettaglio, merita di essere inclusa nella trattazione. Per impostare l'argomento è però necessario affrontare alcune scelte di natura metodologica.

Su Fondiaria-Sai sono state presentate tre offerte di salvataggio promosse da due soggetti diversi. Ogni proposta è stata accompagnata da uno specifico piano industriale. Il piano industriale Unipol, prevedendo una fusione, pone l'accento sull'integrazione delle società e sullo sfruttamento delle sinergie. Al contrario i piani presentati da Sator e Palladio delineano una strategia basata sull'assunto della

conservazione dell'attuale perimetro del gruppo. Nonostante le differenze fra i due scenari, per motivi di semplicità si proporrà un'analisi unitaria.

La seconda scelta riguarda invece la metodologia utilizzata per individuare le azioni da porre in essere per risanare la società. Solitamente un processo di ristrutturazione si focalizza su uno o più dei seguenti aspetti (Reboa, 1996):

- 1) la ridefinizione del perimetro del portafoglio di *business*;
- 2) la modificazione della struttura finanziaria;
- 3) la riduzione dei costi operativi e di struttura.

Nella ristrutturazione del gruppo FonSai tutti e tre gli aspetti sono in qualche misura coinvolti. Tuttavia l'aspetto rilevante che si vuole sottolineare è un altro. La ristrutturazione del gruppo non è dettata tanto dalla volontà di generare una discontinuità nelle *performance* aziendali per volontà del soggetto economico. Si tratta, piuttosto, di una ristrutturazione "forzata", imposta dalla necessità di garantire, congiuntamente con la provvista di mezzi finanziari, la conservazione della continuità aziendale ed il rispetto delle disposizioni di vigilanza. Una ristrutturazione dettata da esigenze di risanamento deve necessariamente partire dalla rimozione delle criticità che hanno portato al dissesto. Per questo motivo, anziché concepire un piano strategico organico, si fornirà un insieme di risposte alle singole criticità esterne ed interne individuate nel corso della prima parte dell'elaborato.

Per quanto riguarda infine l'organizzazione della trattazione, questa avverrà in maniera schematica, passando sinteticamente in rassegna tutte le possibili aree di intervento. La prima tematica affrontata sarà la struttura societaria e la *governance* del gruppo. Successivamente si scenderà nel dettaglio delle diverse aree gestionali delle imprese assicurative. Partendo dal passivo, si affronterà il tema della revisione della struttura finanziaria, con particolare riguardo ai prestiti subordinati. In secondo luogo si affronterà la gestione patrimoniale-finanziaria, in cui si farà rientrare la tematica della gestione di portafoglio delle società controllate e delle attività diversificate. Infine si passerà alla gestione tecnico-assicurativa. La complessità che caratterizza la gestione di quest'area impone necessariamente un livello di dettaglio limitato; per questo motivo l'approccio sarà focalizzato sulla sola individuazione delle leve gestionali rilevanti.

In molti casi ci si limiterà a proporre di capitalizzare i punti di forza che già caratterizzano il gruppo. In altri si indicherà semplicemente la *best practice* di settore cui la compagnia dovrebbe allinearsi. Quasi mai si avanzeranno progetti ad elevato contenuto innovativo. La motivazione sottostante questo approccio è duplice. Da un

lato infatti non si ha la presunzione di poter suggerire ricette gestionali dai poteri miracolosi. Dall'altro non si tratta di costituire da zero un'attività imprenditoriale, ma semplicemente di risanare una società già caratterizzata da una vasta rete di clienti ed agenzie, ben radicata sul mercato, ma che ha sofferto le conseguenze di una gestione asservita agli interessi dell'azionista di maggioranza. A parere di chi scrive in una situazione di questo tipo l'allineamento ai migliori *standard* di settore è già in grado, da solo, di generare significativi miglioramenti.

5.2. Il piano industriale

5.2.1. La Governance e la Struttura Societaria

La prima tematica da considerare è la *governance* del gruppo. Si tratta dell'area di intervento più significativa, dal momento che se da qui provengono le principali criticità della gestione Ligresti, nella medesima area è necessario costruire le basi per la sostenibilità della ripresa di lungo periodo. In sintesi, le principali aree di intervento sono le seguenti.

Una struttura societaria piramidale e opaca è stato lo strumento per garantire il controllo societario con il minimo dispendio di risorse. Questa struttura deve essere semplificata, riducendo sia il numero di società a monte di FonSai che, compatibilmente con la situazione corrente, l'utilizzo della leva finanziaria nelle *holding*, al fine di ristabilire un sistema di incentivi efficienti.

La semplificazione potrebbe avere ad oggetto anche la fusione fra FonSai e Milano Assicurazioni, già gestite operativamente come un'unica società ma separate al fine di minimizzare i costi del controllo. Con la fusione sarebbe possibile ovviare agli inconvenienti legati al ridotto flottante della controllata, con conseguenze positive sulla liquidità del titolo.

Il capitale sociale di FonSai e di Milano Assicurazioni è ripartito in azioni ordinarie ed azioni risparmio. Le seconde, non dotate di diritti amministrativi, hanno un sistema di determinazione degli utili di spettanza piuttosto macchinoso, e per questo motivo quotano ad uno sconto significativo rispetto alle ordinarie. La loro conversione, sebbene corra il rischio di determinare una diluizione degli attuali azionisti ordinari,

costituisce un passaggio necessario per semplificare la struttura proprietaria del gruppo.

La distribuzione di utili in eccesso rispetto al risultato realmente conseguito è un'altra delle principali criticità che hanno portato al depauperamento patrimoniale della società. Per questo motivo il pagamento dei dividendi potrà riprendere solo a valle della ristrutturazione. Il loro importo dovrà essere ancorato non al prezzo dell'azione ma agli utili di bilancio,¹²⁴ e le decisioni di distribuzione dovranno essere supportate dalle risultanze di una severa revisione del sistema di controllo sull'informativa finanziaria.

Un'altra area di intervento riguarda il rafforzamento del sistema di controllo interno. Secondo il Codice di Autodisciplina di Borsa Italiana *"Il sistema di controllo interno è l'insieme delle regole, delle procedure e delle strutture organizzative volte a consentire, attraverso un adeguato processo di identificazione, misurazione, gestione e monitoraggio dei principali rischi, una conduzione sana, corretta e coerente con gli obiettivi prefissati"*. Evidentemente le principali criticità rilevate nell'operatività con parti correlate suggeriscono che a FonSai è mancato un sistema dotato di queste caratteristiche. La costituzione di un efficace sistema di controllo interno passa per una serie di aspetti.

Il primo, in parte già attuato dalla compagnia, riguarda le strutture organizzative. Le funzioni di *Internal Auditing*, *Compliance* e *Risk Management* devono essere poste alle dirette dipendenze del CdA e dotate di risorse finanziarie ed umane in grado di permettere loro di operare in piena autonomia ed indipendenza.

La recente istituzione di una specifica unità per le operazioni infragruppo rappresenta sicuramente un altro passo percorso nella giusta direzione, anche se desta qualche perplessità la decisione di porre l'unità alle dirette dipendenze dell'amministratore delegato.

Quanto alle regole ed alle procedure, l'introduzione dei nuovi principi di comportamento per le operazioni con parti correlate va valutata positivamente. Tuttavia sarebbe auspicabile che a questo regolamento interno fosse affiancata la prassi di fare un maggiore ricorso a soggetti non correlati tanto per il compimento di operazioni immobiliari quanto per l'acquisizione di beni e servizi. Dovrebbe inoltre diffondersi la

¹²⁴ Il che significa che gli obiettivi di distribuzione dovranno essere espressi in funzione di un *payout ratio*, e non di un *dividend yield* obiettivo.

prassi di utilizzare procedure competitive per l'affidamento degli incarichi di particolare rilevanza e l'acquisizione di beni e servizi oltre determinate soglie di prezzo.

Passando alla tematica del management, non si può non osservare che le prime linee della società si sono rese in qualche modo corresponsabili della gestione che ha accompagnato la società alla crisi. Per questo motivo appare necessaria una loro sostituzione con soggetti di provata competenza ed integrità provenienti dall'esterno e dalle posizioni di *middle management* del gruppo stesso.

Un ultimo aspetto rilevante è infine costituito dalle politiche di remunerazione. A prescindere dalle scelte riguardanti le singole cariche, che dovrebbero in ogni caso essere maggiormente collegate alle *performance* delle società, è opportuno un maggiore coinvolgimento degli amministratori indipendenti nelle scelte di *rewarding*. Il loro ruolo, all'interno del comitato remunerazioni, dovrebbe essere rafforzato in particolare con riguardo alla formulazione delle proposte da sottoporre all'assemblea ed alla determinazione degli emolumenti corrisposti a fronte di "particolari cariche".

5.2.2. La Struttura Finanziaria

Fra le cause del dissesto è stato più volte citato lo squilibrio della struttura finanziaria di tutte le società del gruppo. Nel breve periodo il riequilibrio del rapporto fra mezzi propri e debiti finanziari dipende dalla strutturazione dell'operazione di salvataggio. Nel medio e nel lungo periodo tuttavia il rafforzamento patrimoniale è manovrabile esclusivamente con le scelte riguardanti la gestione operativa e finanziaria.

Per quanto riguarda i mezzi propri le principali determinanti sono da un lato la strutturazione dell'operazione di salvataggio, dall'altro la politica dei dividendi. Sotto il primo profilo, in aggiunta a quanto già affermato nel capitolo 4, è fondamentale che il nuovo socio di riferimento abbia le risorse finanziarie e la volontà di sostenere il risanamento e la crescita del gruppo nel medio periodo anche con successivi aumenti di capitale. Per quanto invece riguarda il secondo aspetto sarebbe opportuno che agli obiettivi di solvibilità fosse data priorità rispetto alla politica dei dividendi.¹²⁵

¹²⁵ Un contributo positivo alla solvibilità prospettica può derivare anche dalla già citata conversione delle azioni di risparmio. La conversione, che pure comporta un certo rischio di diluizione per gli attuali azionisti, permetterebbe di eliminare l'onere relativo alla distribuzione di dividendi maggiorati ai detentori di azioni di questa categoria.

Muovendo all'indebitamento finanziario, l'obiettivo di lungo termine dovrebbe essere la riduzione della dipendenza dai prestiti ibridi e subordinati a fini regolamentari. La finalità andrebbe idealmente perseguita con una gestione operativa redditizia ed una politica dei dividendi prudente.¹²⁶

Si tratta di obiettivi ambiziosi, che possono essere realizzati soltanto in presenza di un significativo miglioramento dei risultati della gestione tecnico-assicurativa e patrimoniale-finanziaria. Questi obiettivi fanno anche emergere il *tradeoff* fra stabilità e redditività tipico delle istituzioni finanziarie. Infatti una maggiore stabilità può essere ottenuta solo accumulando cospicui cuscinetti di capitale, per formare i quali occorre rivedere al ribasso il tasso di *payout*. Inoltre, a parità di volumi e di marginalità operativa, un maggiore stock di capitale comporta una compressione della redditività per unità di capitale. Partendo dagli attuali dati di bilancio, è chiaro che il gruppo dovrà proseguire sulla strada del rafforzamento anche a valle della ricapitalizzazione, sebbene questo possa avere dei costi in termini di redditività per i potenziali investitori artefici del salvataggio.

In ogni caso la sostenibilità della struttura finanziaria nel lungo periodo è una tematica che non può essere affrontata in maniera avulsa dalla gestione operativa. Come si è visto infatti un imprescindibile presupposto è il rilancio della gestione patrimoniale-finanziaria e tecnico-assicurativa, che vengono pertanto affrontati con un maggiore grado di approfondimento nei paragrafi che seguono.

5.2.3. La ristrutturazione dell'attivo: le dismissioni

Per quanto riguarda la ristrutturazione dell'attivo, due sono le possibili aree di intervento. La prima riguarda la gestione delle attività non strettamente legate al *core business*, che possono essere oggetto di dismissione. La seconda riguarda invece la gestione patrimoniale-finanziaria in condizioni di normale funzionamento, in particolare l'*investment mix*. La prima tematica è oggetto di questo paragrafo, la seconda del successivo.

Come illustrato nel paragrafo 2.8.3 fra le cause del dissesto del gruppo rientrano le ingenti perdite generate dalle società controllate attive in settori diversi da quello assicurativo. Questa circostanza ha spinto entrambi i soggetti che hanno promosso

¹²⁶ Un contributo positivo in tal senso potrebbe essere dato dalla parziale rinegoziazione dei prestiti subordinati in occasione dell'operazione di salvataggio.

offerte di salvataggio sul gruppo a prendere in considerazione, in misura diversa, la possibilità di dismettere alcune di queste attività.

La dismissione di unità aziendali è solitamente giustificata dall'intenzione di creare valore attraverso una revisione del perimetro delle attività ed una maggiore focalizzazione sulle sole attività *core* (Reboa, 1996).

La finalità di ottimizzazione del portafoglio di *business* è però alla base delle sole dismissioni effettuate nell'ambito di ristrutturazioni "volontarie". Nelle ristrutturazioni con finalità di risanamento le dismissioni sono solitamente imposte dall'esigenza di reperire in tempi rapidi parte delle risorse finanziarie necessarie a scongiurare una crisi di liquidità (Reboa, 1996). Tuttavia, nel caso delle imprese di assicurazione con prevalente attività nel ramo danni, il rischio di liquidità è particolarmente remoto (Cappiello, 2008). Di conseguenza nel caso FonSai una politica di cessioni va considerata soltanto nella misura in cui sia in grado di fornire risposte all'insufficienza del margine di solvibilità, obiettivo che può essere conseguito agendo alternativamente sul patrimonio disponibile – generando plusvalenze da cessione – o sul patrimonio richiesto.

A questo punto, a prescindere dalle motivazioni strategiche delle dismissioni, occorre precisare che le attività aziendali sono caratterizzate da un diverso grado di trasferibilità in funzione della modalità con cui vengono esercitate. In alcuni casi infatti si tratta di veri e propri *business* racchiusi all'interno di società controllate, in altri casi di attività esercitate all'interno della società stessa. Le attività che rientrano in questa seconda categoria possono essere cedute soltanto a seguito di alcuni accorgimenti, dato che gli asset di loro pertinenza non sono separati dagli altri cespiti della società. In questo caso è possibile percorrere alcune strade alternative, come la cessione di singoli asset e dei contratti che li riguardano, come per i complessi immobiliari, oppure la dismissione di singoli *brand* o portafogli di clienti. Come si vedrà, gli effetti sul margine di solvibilità possono differire significativamente in ragione delle modalità tecniche con cui la cessione viene perfezionata.

Un altro aspetto che influisce in maniera determinante sulla trasferibilità di specifiche unità aziendali è il rapporto qualità-prezzo che è possibile offrire all'acquirente, che è legato al valore potenziale implicito nell'unità dismessa ed al potere contrattuale relativo delle parti.

Ai fini dell'individuazione delle unità cedibili, una prima selezione può essere fatta sulla base della natura dell'attività. Le principali imprese *non-core* esercitate dal gruppo sono Atahotels e Banca Sai, entrambe esercitate per il tramite di società controllate.

Per quanto riguarda Atahotels, nonostante lo stato di dissesto, riteniamo che l'intera società possa essere oggetto di cessione a valle di una rinegoziazione dei contratti di locazione degli immobili detenuti da altre società del gruppo. L'attività è infatti caratterizzata da significativi margini di miglioramento, che possono essere sfruttati solo con un rilancio strategico da parte di un operatore già attivo nel settore alberghiero. Quanto all'impatto sul margine di solvibilità, occorre ricordare che la cessione della partecipazione non avrebbe effetti sul margine richiesto, in quanto la società non esercita l'attività assicurativa, ma soltanto sul margine disponibile, nella misura in cui la cessione determini una plusvalenza o una minusvalenza di bilancio. A tal fine, occorre considerare che la partecipazione è già stata più volte svalutata, e che il suo attuale valore di carico nei bilanci di FonSai e Milano è pari ad € 18 Milioni.

Per quanto invece concerne Banca Sai, l'elevata dipendenza dalla capogruppo, in particolare per quanto riguarda il *funding*, tende a far escludere una cessione della dell'intera società controllata. In questo caso la soluzione migliore, da valutare con attenzione dal punto di vista degli effetti sul *solvency ratio*, sarebbe la migrazione dei clienti verso altri istituti di credito¹²⁷ e la successiva cessione individuale o in tronco delle cinque filiali della banca.

Sempre con riferimento alle attività non assicurative, potrebbe essere presa in considerazione la cessione delle partecipazioni nelle società "Centro Oncologico Fiorentino" e "Villa Ragionieri", nonché delle altre società attive nel settore immobiliare, sanitario o agricolo. Entrare nel dettaglio delle singole attività non rientra negli obiettivi dello scritto, ma si tratta senz'altro di opzioni da prendere in considerazione. Il criterio di valutazione anche in questo caso deve essere la valutazione dell'impatto sulla solvibilità corretta del gruppo.

La scelta di focalizzazione sul *core business*, che per il gruppo FonSai è il mercato italiano dei rami danni tradizionali, può essere letta anche da un punto di vista geografico. Per questo motivo è possibile prendere in considerazione anche la cessione della partecipata DDOR Novi Sad ADO. La società, che è uno dei leader di mercato nel ramo danni in Serbia, ha chiuso gli ultimi quattro esercizi in utile, pertanto

¹²⁷ Ad esempio verso il Banco Popolare, con cui il gruppo ha una *partnership* bancassicurativa.

costituisce un asset potenzialmente appetibile sul mercato. Tuttavia una dismissione di simili dimensioni deve essere preceduta dall'attenta valutazione di due aspetti. Il primo, di natura strategica, è la verifica dell'esistenza di iniziative di *business* o di investimenti di natura finanziaria in cui impiegare i proventi dell'operazione.¹²⁸ La seconda valutazione deve invece avere ad oggetto la misurazione dell'impatto netto sul margine di solvibilità consolidato. Tale valutazione, che dipende in ogni caso dal corrispettivo della cessione, deve tenere conto del fatto che la cessione di una controllata assicurativa ha effetto sia sul margine disponibile che sul margine richiesto. Per il primo profilo si rimanda a quanto illustrato in precedenza, per il secondo devono essere stimati gli eventuali benefici derivanti dal deconsolidamento delle riserve tecniche di pertinenza di DDOR.

In conclusione si può affermare che la dismissione di unità aziendali, che di solito costituisce un tassello di fondamentale importanza nell'abito dei piani di risanamento, nel caso in esame è invece solamente uno strumento accessorio ed eventuale, la cui efficacia è in ogni caso subordinata alla valutazione di impatto in termini di solvibilità corretta. Non si può inoltre omettere il fatto che in molti casi si tratta di attività la cui cattiva *performance* economica è da attribuirsi esclusivamente alla mancanza del dovuto sostegno finanziario. Per questo motivo, lo *screening* delle attività diversificate deve essere finalizzato ad individuare non solo quali destinare alla dismissione, ma anche quali possono invece essere oggetto di valorizzazione.

5.2.4. La ristrutturazione dell'attivo: la gestione degli investimenti

Proseguendo con la valutazione delle opzioni strategiche riguardanti gli attivi del gruppo, il secondo aspetto da valutare è la composizione dell'*investment mix*. Anche in questo caso è opportuno partire dalle criticità individuate nel paragrafo 2.8. In quella sede si erano dapprima misurati i rischi ed i danni causati dall'eccessiva esposizione verso i segmenti *equity* e *real estate*, per poi rilevare l'esistenza di criticità all'interno delle singole categorie. Una prima risposta a queste debolezze è contenuta sia nel piano industriale FonSai risalente al 2011 che nei piani presentati dagli investitori che hanno promosso offerte sul gruppo. La ricetta proposta è in larga parte comune, e consiste nell'allineamento dell'*asset allocation* ai valori medi di settore, al fine di rimuovere gli squilibri che caratterizzano l'attuale composizione (cfr. Figura 5.1).

¹²⁸ A parere di chi scrive l'operazione ha significato strategico soltanto nella misura in cui le risorse finanziarie generate possano essere investite in iniziative commerciali afferenti il *core business* in grado di generare un valore superiore rispetto alla partecipazione ceduta.

Nello specifico, con riferimento alle singole categorie di attivi, i provvedimenti da prendere sarebbero i seguenti:

- una sostanziale conservazione della percentuale degli attivi investiti in *equity*, ma una profonda revisione dell'allocazione interna alla categoria, finalizzata ad un incremento della diversificazione ed alla riduzione del peso delle partecipazioni strategiche in società quotate italiane;
- una profonda revisione del sovradimensionato portafoglio *real estate*, da perseguire attraverso la cessione di parte del patrimonio immobiliare e la valorizzazione dei beni caratterizzati da una redditività inferiore alle medie di settore;
- un complementare incremento dell'esposizione verso il segmento *fixed income*, con una riduzione del peso del debito pubblico italiano ed un incremento selettivo dei titoli *corporate* con rating *investment grade*.

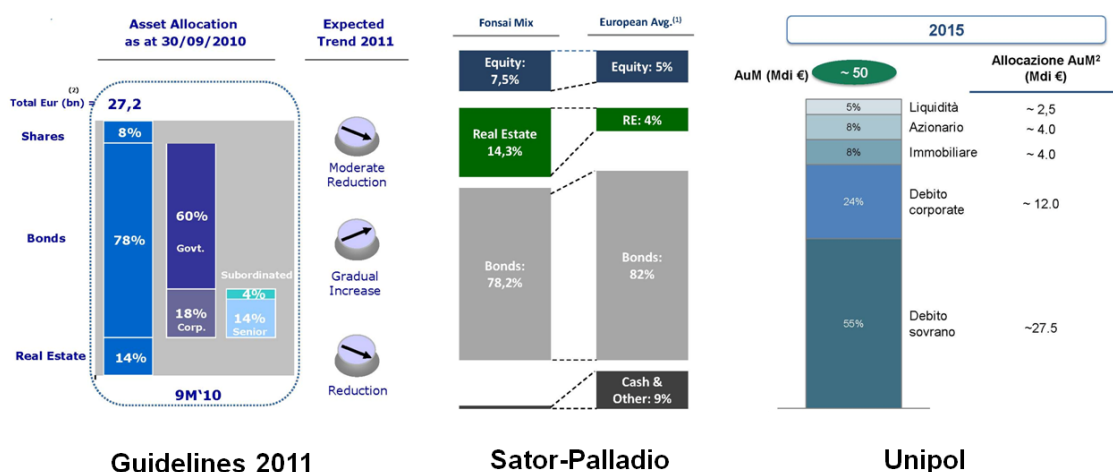


Figura 5.1: linee guida per la revisione dell'*asset allocation* nel piano industriale FonSai del 2011 e nei piani presentati da Sator-Palladio ed UGF.

Fonte: presentazioni agli analisti.

Queste azioni strategiche sono apparentemente chiare ed univoche. Tuttavia, come vedremo, non sono di facile realizzazione. Di conseguenza è necessario mettere in evidenza, per ciascuna categoria di *asset*, gli ostacoli che ne potrebbero ostacolare la messa in atto.

Per quanto riguarda il portafoglio *equity*, i dati a disposizione non sempre permettono di effettuare confronti consistenti fra l'esposizione del gruppo e le medie di settore (cfr. § 2.8). L'indicazione che è possibile fornire sulla base delle conclusioni tratte nella

prima parte dell'opera è che la sovraesposizione ai titoli di capitale si è già ridotta, involontariamente, a fronte della maggiore incidenza degli *impairment* in questa *asset class* rispetto alle altre. Di conseguenza gli sforzi andrebbero adesso concentrati sulla riduzione della concentrazione. La cessione dei pacchetti azionari di minoranza in alcune delle principali società del listino italiano incontra però almeno tre ostacoli. In primo luogo, sebbene su di esse siano già state effettuate ripetute svalutazioni, in diversi casi il valore di mercato è inferiore rispetto al valore di carico. L'eventuale cessione integrale del portafoglio comporterebbe, in base alle quotazioni registrate il 7 Giugno, una minusvalenza complessiva pari ad oltre € 31 Milioni, con un impatto negativo sul *solvency ratio* (cfr. Tabella 5.1).

	Prezzo (7 Giugno)	Valore di carico (€ Mln)	Market Value (€ Mln)	Delta (€ Mln)
Generali	€ 9,27	191.718	154.425	- 37.293
Unicredit	€ 2,80	39.392	51.853	12.461
Gemina	€ 0,62	36.162	38.167	2.005
Mediobanca	€ 3,31	145.667	109.168	- 36.499
MPS	€ 0,23	1.197	1.075	- 122
RCS	€ 0,55	26.922	22.002	- 4.920
Pirelli	€ 8,02	137.827	170.932	33.105
Totale		578.885	547.620	- 31.265

Tabella 5.1: plusvalenze e minusvalenze potenziali sul portafoglio strategico.

Fonte: elaborazioni dell'autore su dati bilancio consolidato FonSai e Yahoo Finance.

In secondo luogo, a causa delle consistenti dimensioni delle partecipazioni da alienare, vi è il rischio che la rapida immissione di una quantità eccessiva di ordini di vendita sul MTA causi un'ulteriore compressione delle quotazioni.

Infine non si può tralasciare il fatto che FonSai partecipa ai patti parasociali di quattro di queste società. In tutti i casi i patti contengono, con diverse gradazioni, vincoli alla libera cessione delle azioni sindacate.

Nonostante le difficoltà individuate, la cessione delle esposizioni concentrate è una scelta strategica irrinunciabile nell'economia generale del risanamento. Per questo motivo, sebbene si rendano necessarie alcune accortezze, è necessario porla in essere in ogni caso. Una prima considerazione riguarda il fatto che, ovviamente, mentre le cessioni con plusvalenze implicite possono essere eseguite immediatamente, per le società che quotano sotto il valore di carico è necessario valutare prima l'esistenza di margini di miglioramento nei prossimi mesi. Per quanto riguarda le società in cui FonSai partecipa ai patti, è necessario istruire rapidamente

una trattativa con gli altri soci sindacati finalizzate all'individuazione di altri partecipanti al patto o in ogni caso di terzi acquirenti graditi al patto stesso interessati a rilevare le quote in cessione. Nelle alte società, in parallelo alla cessione sul mercato, appare opportuno avviare un'attività di ricerca di investitori istituzionali o privati potenzialmente interessati all'acquisto delle partecipazioni. Infatti, un collocamento privato avrebbe il vantaggio di scongiurare il rischio di influenzare negativamente il corso azionario e permetterebbe di negoziare un prezzo potenzialmente più elevato rispetto alle quotazioni correnti.

Anche il ridimensionamento degli investimenti in *real estate* pone più di una criticità. Come noto infatti il portafoglio immobiliare ha una composizione abbastanza singolare. Infatti parte degli immobili – come nel caso di Atahotels – sono concessi in locazione ad altre società del gruppo con contratti che in molti casi non rispecchiano le normali condizioni di mercato. Un'altra porzione degli investimenti è invece detenuta sotto forma di partecipazioni in società costituite per realizzare di operazioni di sviluppo e valorizzazione immobiliare. Si tratta in sostanza della già citate operazioni con società parti correlate, fra cui figurano opere già pagate ma spesso non ancora ultimate, o completate in ritardo e fuori *budget* (cfr. § 2.7.1).

La composizione del portafoglio *real estate* si riflette necessariamente sulle modalità di ristrutturazione dello stesso. Infatti le uniche opere che è possibile cedere senza eccessive difficoltà ed a buone condizioni economiche sono quelle rappresentative del patrimonio storico della società. Questa parte del portafoglio, a detta del management e dei consulenti del gruppo, conterrebbe circa € 800 Milioni di plusvalenze implicite. Una parziale dismissione di questo patrimonio è senza dubbio necessaria, ma occorre che non vi siano pressioni ad accelerare i tempi della vendita e che ogni cespite sia oggetto di una trattativa separata. In caso contrario si rischia di svendere la parte più pregiata dell'attivo del gruppo senza ottenere gli sperati benefici sul *solvency ratio*.

Per quanto riguarda gli immobili locati a società del gruppo, occorre istituire una speciale *task force* alle dirette dipendenze del nuovo *top management* che abbia il compito di analizzare le condizioni di tutti i contratti. A valle di questo processo occorre avviare trattative finalizzate alla rinegoziazione delle condizioni contrattuali ed all'identificazione di soggetti terzi da sostituire a quelli correlati per i contratti in scadenza.

Di più difficile sistemazione appare invece la situazione delle iniziative di sviluppo immobiliare. In questo caso, nonostante molti dei cespiti siano già stati oggetto di svalutazione, la cessione non appare praticabile se non a costo di registrare delle

minusvalenze non compatibili con la situazione di solvibilità di FonSai. Per questo motivo ogni opera dovrebbe essere oggetto di una valutazione separata con l'obiettivo di individuare quale sia l'alternativa migliore fra la cessione e la valorizzazione interna. Anche questa attività dovrebbe essere svolta da un gruppo di esperti che facciano riferimento diretto ai vertici aziendali.

5.2.5. La Gestione Tecnico-Assicurativa

La gestione tecnico-assicurativa è il momento centrale e caratteristico dell'attività di assicurazione, che costituisce il *core business* del gruppo. In quest'area convivono le migliori potenzialità ed alcune delle più evidenti debolezze che hanno caratterizzato la passata gestione della società. Come già mostrato molte azioni correttive sono già state poste in essere, ed iniziano a fornire riscontri positivi sulla gestione operativa corrente (cfr. Figura 2.15). Tuttavia i risultati tecnici scontano ancora la *long tail* delle inadeguate politiche di riservazione che hanno caratterizzato i precedenti esercizi.

Il compito che spetterà al nuovo management è duplice. Da un lato è necessario fare leva sui punti di forza, in particolare la vasta base clienti e la capillare rete di agenzie e relazioni commerciali sul territorio. Dall'altro occorre correggere le numerose debolezze che caratterizzano, ad esempio, il processo di liquidazione e riservazione dei sinistri.

Proporre un quadro dettagliato di azioni riguardanti tutti gli aspetti della gestione tecnico-assicurativa esula dalle finalità del presente elaborato. Si tratta infatti di un ventaglio di alternative estremamente ampio e che abbraccia aree la cui complessità non può certo essere dominata in un solo paragrafo. Un buon modo per affrontare la tematica è partire dalle criticità individuate nel corso della prima parte dell'opera ed identificare schematicamente le leve da azionare al fine di porre in essere le azioni correttive.

Il focus, per esigenze di rilevanza e selettività, sarà concentrato sul segmento danni, con particolare riguardo al ramo RC Auto. Il primo passo da compiere è la scomposizione del *combined ratio* nelle sue componenti elementari (cfr. Figura 5.2). Il passo successivo è quello di ricondurre le principali debolezze alle componenti elementari su cui hanno effetto ed identificare le azioni correttive.

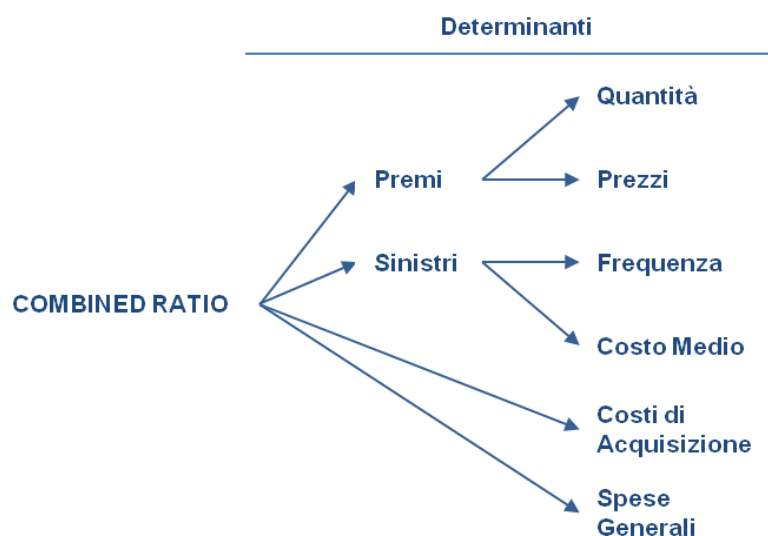


Figura 5.2: la scomposizione delle determinanti del *combined ratio*.
Fonte: elaborazioni dell'autore.

La criticità più rilevante è il fenomeno della sottoriservazione (cfr. § 2.6). Nello schema proposto il fenomeno ha effetto sulla voce “sinistri”.¹²⁹ Il management della società ha dichiarato che il processo di emersione degli oneri per sinistri delle “gestioni ex” dovrebbe essere terminato con il bilancio 2011. Di conseguenza le azioni da porre in essere devono essere mirate prevalentemente a scongiurare il rischio che simili fenomeni possano ripetersi in futuro.

La riservazione è un processo articolato e complesso, che coinvolge sia le strutture localizzate (rete liquidatrice) sia la struttura centrale (unità sinistri e *risk management*). Il cambiamento deve riguardare tutti i livelli. In primo luogo occorre proseguire nel già avviato processo di revisione e maggiore formalizzazione delle procedure cui la rete dei liquidatori deve attenersi. La corretta applicazione delle procedure deve inoltre essere verificata attraverso la previsione di un piano di *audit* che permetta la verifica, nei prossimi anni, di una porzione significativa delle unità.

A livello centrale occorre invece mettere in atto un processo di revisione dei modelli statistico-attuariali. Tale attività potrà avvalersi del contributo di esperti esterni e dovrebbe portare, se possibile, ad ottenere una certificazione di qualità dei modelli stessi. Il processo di esame deve riguardare non soltanto la struttura dei modelli ma anche la qualità dei dati e delle serie storiche utilizzate come *input*.

¹²⁹ Quello che succede nello specifico è un vero e proprio trasferimento nel tempo della contabilizzazione degli oneri per sinistri (cfr. § 2.6.1).

Muovendo all'analisi dei ricavi, le azioni correttive devono svilupparsi su due filoni diversi. Il primo è di natura commerciale, e passa per la semplificazione della struttura agenziale e del portafoglio marchi, il secondo è di natura più tecnica, e riguarda ancora una volta la revisione dei modelli attuariali utilizzati per la definizione delle politiche di tariffazione delle polizze.

Alcuni brevi approfondimenti possono essere effettuati sulla struttura commerciale. La capillare rete di agenzie, in un mercato ancora dominato da questo canale di distribuzione, costituisce uno dei punti di forza del gruppo. Tuttavia, per valorizzarlo al meglio, occorre intervenire sui numerosi ed inutili elementi di complessità che lo caratterizzano. Ad oggi la rete agenziale distribuisce una grande varietà di marchi, ciascuno dei quali con un proprio portafoglio prodotti. Nel medio periodo è necessario intervenire riducendo l'offerta ai soli marchi principali (FonSai e Milano) procedendo ad una razionalizzazione del portafoglio prodotti. Questo al fine non solo di semplificare l'offerta commerciale e ridurre l'incidenza dei fenomeni di cannibalizzazione, ma anche di ottimizzare il costo della rete stessa.

Da rivedere e riportare ad unità è anche l'attuale contrattualistica che regola i rapporti con le agenzie. I principali punti oggetto di revisione dovrebbero essere gli sconti applicabili dagli agenti e la libertà d'azione sui contratti di maggiori dimensioni. In entrambi i casi occorre garantire una politica di *pricing* uniforme ed allineata alla rischiosità dei singoli contratti. Per questo, per quanto riguarda il primo aspetto – la scontistica – è opportuno limitare il margine di discrezionalità degli agenti. Quanto invece ai contratti superiori a determinate soglie economiche sarebbe appropriato istituire un sistema autorizzativo a livello centrale. Alla rete dovrebbe inoltre essere richiesto di effettuare una maggiore selezione delle controparti nel corso dell'attività assuntiva, per evitare il rinnovo delle polizze plurisinistrate o a rischio truffa.

Sempre con riguardo alla politica commerciale, alla luce della sempre maggiore tendenza alla disintermediazione dei canali distributivi tradizionali, è necessario sostenere lo sviluppo della società Dialogo Assicurazioni, che si occupa della vendita sul canale telefonico ed *online*.

Muovendo all'analisi dei costi, l'eccesso di sinistrosità rispetto ai tassi medi tipici di ogni ramo può essere ridotto attraverso la già citata azione di selezione di portafoglio, che dovrebbe vedere il coinvolgimento dei venditori. In particolare andrebbe capitalizzato il patrimonio informativo maturato nelle aree geografiche meglio conosciute, mentre maggiore prudenza andrebbe osservata nei confronti di aree e clienti sulla cui sinistrosità storica si hanno meno informazioni.

Per quanto riguarda i contratti già in essere, la sinistrosità è controllabile con le già citate iniziative di controllo sulla rete di liquidazione, finalizzate in particolare all'individuazione ed alla denuncia delle frodi.

Il processo di liquidazione stesso potrebbe essere oggetto di revisione, al fine di velocizzare la chiusura dei sinistri di minore entità ed aumentare i controlli su quelli di maggiori dimensioni.

Infine, per quanto riguarda l'inflazione del costo medio per sinistro, è opportuno agire sia sui danni ai beni che su quelli personali. Per quanto riguarda i danni ai beni nel ramo RC Auto, occorre proseguire con il rafforzamento della rete di officine proprie e convenzionate della rete "Auto presto e bene", ponendo particolare attenzione ad accentrare il *procurement* della componentistica ed introducendo un sistema a costi *standard*. Viceversa, per quanto riguarda i danni alle persone fisiche, si rende necessario un processo di revisione e verifica circa la competenza e l'integrità dei professionisti medico-legali cui il gruppo si affida.

Conclusioni

La scelta dello studio della crisi e del salvataggio di Fondiaria-Sai – lo si è spiegato nell'introduzione – è legata alla possibilità di associare all'analisi di una vicenda di estrema attualità lo studio di tematiche più generali degne di approfondimento. Al termine dell'analisi, se da un lato è possibile confermare la rilevanza degli argomenti toccati, occorre registrare che, in particolare con riguardo al salvataggio, non sempre è stato possibile fornire risposte complete alle domande di ricerca a causa del fatto che la vicenda ha subito – e continua a subire – evoluzioni frequenti ed imprevedibili.

Lo studio di questa operazione ha permesso in primo luogo di esaminare la tematica più generale dell'effetto della crisi economica e finanziaria sul settore delle assicurazioni. Per quanto riguarda la gestione tecnico-assicurativa non è stato possibile individuare una tendenza univoca; l'evoluzione della redditività tecnica è sembrata piuttosto guidata dalle specificità del mercato nazionale e dalla fase del ciclo assicurativo. L'area che più delle altre ha risentito del mutato contesto ambientale è invece la gestione patrimoniale-finanziaria, sulla quale si sono abbattute le conseguenze dell'abbassamento dei tassi di politica monetaria e della 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 alla crisi, in particolare per via della loro natura di investitori di lungo periodo.

Questa prima, importante, conclusione ha spostato l'attenzione sulle debolezze organizzative e gestionali specifiche del gruppo Fondiaria-Sai. Si è infatti mostrato che il contesto economico e finanziario, più che causare il dissesto del gruppo, ne ha semplicemente accelerato la manifestazione. 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. Su questo aspetto è possibile sviluppare la seconda conclusione rilevante suggerita dal caso FonSai, cioè che anche nelle 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.

Nel caso FonSai 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. Sono proprio questi, a parere di chi scrive, i tratti comuni alle peggiori esperienze del capitalismo familiare e di relazione tipici del contesto italiano. Non si tratta – per chiarire meglio – dell'esito naturale del nostro sistema imprenditoriale, ma soltanto della sua forma deteriore e patologica.

In ogni caso queste politiche hanno 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, il secondo il compimento di transazioni infragruppo. L'effetto di queste politiche è stato però quello 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. Infatti da un lato la distribuzione di dividendi è stata alimentata da politiche di sottostima delle riserve sinistri che hanno migliorato artificialmente i risultati di esercizio, dall'altro le operazioni infragruppo sono state caratterizzate da una significativa sproporzione fra prestazioni e controprestazioni sistematicamente a svantaggio di FonSai e Milano.

Muovendo alla seconda parte dell'elaborato, l'analisi del salvataggio del gruppo ha permesso di giungere a due risultati rilevanti, uno di natura metodologica e l'altro derivante dalla sistematizzazione delle evidenze suggerite dall'analisi del caso.

Il primo risultato è la costruzione di un modello logico funzionale all'inquadramento ed alla valutazione su base uniforme dei piani di salvataggio. Il modello restituisce due *output*: il grado di equità ed il livello di fattibilità.

La tematica dell'equità – in particolare della parità di trattamento fra tutti gli azionisti – entra in gioco 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*. Il rischio che a prendere il sopravvento siano soluzioni caratterizzate da una distribuzione iniqua ed inefficiente dei costi e dei benefici del salvataggio è elevato. Per identificare il fenomeno occorre mappare gli *stakeholder* rilevanti di tutte le società coinvolte nell'operazione, identificarne interessi ed attese e misurarne il potere contrattuale. Costruita la mappa, per ogni piano è possibile

misurare qualitativamente il grado di soddisfazione di ciascuna categoria e procedere ad una valutazione complessiva.

Il secondo output – sempre qualitativo – è la valutazione del grado di fattibilità. Il processo di analisi comprende l'identificazione e la classificazione dei principali fattori normativi, economici e negoziali in grado di agire da vincolo sulle modalità di realizzazione di un piano di risanamento. Il numero e la complessità dei vincoli che interagiscono con le vicende di un gruppo in crisi rendono questa analisi estremamente importante. Purtroppo, infatti, non sempre la soluzione più equa gode del maggior grado di fattibilità.

Venendo invece alle evidenze restituite dalla disamina delle offerte di salvataggio, 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.

Il tratto distintivo, come anticipato, è l'elevato potere contrattuale dei creditori, 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 – che ha permesso alle banche di esercitare notevoli pressioni sulla Famiglia Ligresti – e della difficoltà di portare a termine la ricapitalizzazione senza l'appoggio degli istituti di credito. In una situazione del genere il sostegno, o almeno l'assenza di ostruzionismo da parte dei creditori diventa un elemento essenziale per la fattibilità di un'offerta di salvataggio. Tuttavia a ricevere appoggio saranno esclusivamente le soluzioni in grado di fornire una maggiore protezione degli interessi del ceto bancario, protezione che passa necessariamente per il ribaltamento degli oneri più significativi sugli altri *stakeholder*.

Infatti nel caso in esame il coinvolgimento delle banche nella promozione di una delle offerte sul gruppo – il piano UGF – potrebbe generare una soluzione caratterizzata da un significativo sbilanciamento degli oneri del salvataggio sugli azionisti di minoranza e sulle altre categorie dotate di minore potere contrattuale. L'inclusione della *holding* nel perimetro della fusione, e più in generale in quello dell'operazione di risanamento, risponde chiaramente all'esclusiva esigenza di tutelare gli istituti di credito. Al contrario per le minoranze azionarie, a fronte di un impegno richiesto di € 700 Milioni, si prospetta uno scenario caratterizzato da una fusione con una società di dubbia consistenza patrimoniale e che comporta l'accollo dei debiti della

holding. Similmente, anche la previsione di benefici personali a favore dell'azionista di maggioranza uscente procura soltanto un ulteriore onere a carico delle minoranze, e risponde all'esclusiva esigenza di stemperare il potere contrattuale della Famiglia Ligresti e di facilitare la realizzazione dell'operazione.

A questo punto, avendo mostrato che la soluzione scaturente dai rapporti di forza esistenti non è in grado di garantire il rispetto del principio della parità di trattamento, la ricerca deve necessariamente spostarsi sulle possibili aree di intervento. In particolare ci si deve domandare se esistano dei correttivi in grado di migliorare lo *status quo*, ed in che misura siano efficaci a scongiurare la realizzazione dello scenario ipotizzato o almeno a modificarne gli aspetti più controversi.

Il caso FonSai insegna che i principali strumenti sono costituiti dalla presentazione di offerte di salvataggio alternative e dall'intervento 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 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, ed è auspicabile che così sia, 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, scongiurando la dannosa fusione con Premafin e riconoscendo un significativo premio di controllo in capo all'intera FonSai, e non solo al suo azionista di maggioranza, fornisce 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 costituisce, assieme all'intervento dei *regulator*, un elemento in grado di esercitare pressioni competitive sull'offerta esistente, ponendo i presupposti per il suo miglioramento.

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.

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. Il primo insieme di provvedimenti, rivelando gli altrimenti riservati termini più iniqui dell'accordo, ha aumentato la pressione del mercato per un miglioramento del piano; il secondo, attraverso una sterilizzazione mirata del diritto di recesso e della rinuncia all'azione sociale di responsabilità, ha sostanzialmente escluso la possibilità di garantire una buonuscita ai principali responsabili del dissesto del gruppo.

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.

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.

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

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.

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 Premafin 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 – “*Temi 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.fonditaria-sai.it/> (Sezione Investor Relations - Bilanci e Relazioni)

FONDIARIA-SAI SPA – “*Comunicati Stampa*”, 2012 [online] – Disponibili all'indirizzo:

<http://www.fonditaria-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/imprese_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/imprese_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.