

**Provvedimento n. 11475 ( C5422B ) SAI – SOCIETÀ ASSICURATRICE  
INDUSTRIALE/LA FONDIARIA  
ASSICURAZIONI**

*L'AUTORITA' GARANTE DELLA CONCORRENZA E DEL MERCATO*

NELLA SUA ADUNANZA del 17 dicembre 2002;

SENTITO il Relatore Professor Carlo Santagata;

VISTA la legge 10 ottobre 1990, n. 287;

VISTI l'atto della società Sai-Società Assicuratrice Industriale Spa e l'atto delle società Sai-Società Assicuratrice Industriale Spa e La Fondiaria Assicurazioni Spa entrambi pervenuti in data 6 agosto 2002;

VISTA la propria delibera del 3 settembre 2002 con la quale ha avviato l'istruttoria, ai sensi dell'articolo 16, comma 4, della legge n. 287/90, nei confronti delle società Sai-Società Assicuratrice Industriale Spa e La Fondiaria Assicurazioni Spa;

VISTI gli atti con cui le società Mediobanca Banca di Credito Finanziario Spa e Assicurazioni Generali Spa hanno chiesto di intervenire nel procedimento, rispettivamente in data 11 e 16 settembre 2002, in qualità di soggetti portatori di interessi rilevanti in ordine agli esiti dell'istruttoria;

SENTITI i rappresentanti di Assicurazioni Generali S.p.A in data 16 settembre 2002, di La Fondiaria Assicurazioni Spa in data 17 settembre 2002, di Sai – Società Assicuratrice Industriale Spa e di Toro Assicurazioni Spa in data 18 settembre 2002, di RAS Assicurazioni Spa e di Mediobanca Banca di Credito Finanziario Spa in data 19 settembre 2002, di Promofinan Servizi Fiduciari Srl in data 20 settembre 2002, di Mediobanca Banca di Credito Finanziario Spa in data 2 ottobre 2002, di Premafin Finanziaria Holding di partecipazioni Spa e di Sai – Società Assicuratrice Industriale Spa in data 3 ottobre 2002;

VISTA la propria delibera del 10 ottobre 2002 di non luogo a provvedere in relazione all'operazione come originariamente notificata e di contestuale avvio dell'istruttoria, ai sensi dell'articolo 16, comma 4, della legge n. 287/90, nei confronti delle società Premafin Finanziaria Holding di partecipazioni Spa e Mediobanca Banca di Credito Finanziario Spa, Sai – Società Assicuratrice Industriale Spa e La Fondiaria Assicurazioni Spa, in relazione alla diversa operazione di concentrazione emersa dall'analisi degli elementi di cui l'Autorità è venuta a conoscenza;

VISTA la comunicazione dell'11 ottobre 2002 volta ad informare le parti che i documenti facenti parte del procedimento C/5422 sono stati acquisiti agli atti del presente procedimento C/5422B;

VISTI gli atti con cui le società Assicurazioni Generali Spa e The Liverpool Limited Partnership hanno chiesto di intervenire nel procedimento, rispettivamente in data 28 e 31 ottobre 2002, in qualità di soggetti portatori di interessi rilevanti in ordine agli esiti dell'istruttoria;

SENTITI i rappresentanti di Premafin Finanziaria Holding di partecipazioni Spa, di Sai – Società Assicuratrice Industriale Spa e di La Fondiaria Assicurazioni Spa, in data 11 novembre 2002;

SENTITI i rappresentanti di Premafin Finanziaria Holding di partecipazioni Spa, di Sai – Società Assicuratrice Industriale Spa, di La Fondiaria Assicurazioni Spa, di Mediobanca Banca di Credito Finanziario Spa e di Assicurazioni Generali S.p.A nell'audizione finale dinanzi al collegio, in data 20 novembre 2002;

VISTO il parere dell'ISVAP pervenuto in data 16 dicembre 2002;

VISTI gli atti del procedimento;

CONSIDERATO quanto segue:

## **I. PREMESSA**

1. In data 6 agosto 2002 Sai – Società Assicuratrice Industriale Spa (di seguito Sai) ha comunicato all'Autorità l'acquisto di una quota del capitale sociale di La Fondiaria Assicurazioni Spa (di seguito Fondiaria) pari al 29,97%. Secondo la comunicazione tale partecipazione sarebbe stata idonea a garantire il controllo di Sai su Fondiaria, in quanto la partecipazione degli azionisti con diritto di voto alle assemblee di Fondiaria è stata storicamente di gran lunga inferiore al 60%. In pari data, Fondiaria e Sai hanno comunicato la propria intenzione, una volta perfezionata la prima operazione, di procedere alla fusione per incorporazione, deliberata dai Consigli di Amministrazione di Sai e Fondiaria del 30 maggio 2002<sup>1</sup>.

Le due operazioni, separatamente ma contestualmente notificate, costituiscono fasi distinte di un'unica operazione di concentrazione, all'esito della quale si realizzerà l'incorporazione di Fondiaria in Sai, che assumerà la denominazione sociale di Fondiaria-Sai Spa (di seguito Fondiaria-Sai).

In data 3 settembre 2002 l'Autorità ha deliberato l'avvio dell'istruttoria ai sensi dell'articolo 16, comma 4, della legge n. 287/90, nei confronti delle società Sai e Fondiaria, per valutare gli effetti della concentrazione nei mercati dell'assicurazione danni, dove l'operazione avrebbe condotto alla costituzione del primo operatore.

2. Nel corso dell'istruttoria, in data 5 settembre 2002, è stata svolta attività ispettiva presso le sedi delle società Sai, Fondiaria, Premafin Finanziaria Holding di partecipazioni Spa (di seguito Premafin), Assicurazioni Generali Spa (di seguito Generali), Mediobanca Banca di Credito Finanziario Spa (di seguito Mediobanca), Compagnia Fiduciaria Nazionale Spa e Interbanca Spa

Sulla base della documentazione istruttoria, in particolare delle informazioni acquisite in sede ispettiva, l'Autorità ha accertato che la natura dell'operazione risulta sensibilmente diversa da quella notificata dalle parti, consistendo nell'acquisto del controllo congiunto di Premafin e Mediobanca su Fondiaria-Sai, in un contesto in cui Mediobanca esercita anche un controllo di fatto su Generali.

Pertanto, l'Autorità ha deliberato il non luogo a provvedere sull'operazione come originariamente comunicata. Contestualmente, al fine di valutare l'impatto di detta diversa operazione sui mercati assicurativi interessati nonché di effettuare ulteriori approfondimenti sul profilo temporale dell'acquisizione del controllo di Mediobanca su Generali, in data 10 ottobre 2002 l'Autorità ha deliberato l'avvio di un nuovo procedimento istruttorio ai sensi dell'articolo 16, comma 4, della legge n. 287/90, nei confronti delle società Mediobanca, Premafin, Sai e Fondiaria.

I documenti facenti parte del procedimento C/5422 sono stati acquisiti agli atti del presente procedimento C/5422B, così come comunicato alle parti con nota dell'11 ottobre 2002.

3. Successivamente all'avvio dell'istruttoria del 10 ottobre 2002 le società Generali e The Liverpool Limited Partnership (di seguito Liverpool) sono state ammesse a partecipare al procedimento, ai sensi dell'articolo 7 comma 1, lettera b), del D.P.R. n. 217/98, a seguito di istanza pervenuta nei termini indicati dal medesimo articolo.

## **II. LE PARTI**

---

<sup>1</sup> [Entrambe le operazioni notificate sono subordinate all'ottenimento dell'autorizzazione da parte dell'Autorità e dell'Isvap per i rispettivi profili di competenza.]

4. Mediobanca è una banca di credito finanziario il cui fatturato, ai sensi dell'articolo 16, comma 2, della legge n. 287/90, è superiore a 2,5 miliardi di €. Mediobanca ha partecipazioni azionarie, talvolta di rilievo, in numerose imprese industriali italiane. Il controllo di Mediobanca è retto da un patto di sindacato, la cui ultima versione risale al 10 luglio 2002, che raggruppa azionisti rappresentanti circa il 50% del capitale sociale. Al patto partecipano tra l'altro Sai, Fondiaria e Generali.

5. Premafin è una holding di partecipazioni che fa capo alla famiglia Ligresti, il cui fatturato, ai sensi dell'articolo 16, comma 2, della legge n. 287/90, è di circa 40 milioni di €

6. Sai è un'impresa di assicurazioni, attiva in Italia in tutti i rami assicurativi, nonché nel settore dei fondi pensione, posta al vertice dell'omonimo gruppo, formato da 68 imprese operanti, oltre che nel settore assicurativo, in altri comparti finanziari, nonché in attività di supporto.

Sai, al momento dell'avvio del procedimento del 3 settembre 2002, risultava controllata da Premafin, che ne possiede, direttamente o indirettamente, il 70,7% del capitale sociale. Altri importanti azionisti di Sai erano Generali con il 3,1% del capitale sociale e Mediobanca con il 2,2%<sup>2</sup>.

Il gruppo Sai ha realizzato nel 2001 un fatturato complessivo di circa 4,5 miliardi di €, quasi interamente in Italia.

7. Fondiaria è un'impresa di assicurazioni, posta al vertice dell'omonimo gruppo assicurativo-finanziario.

I principali azionisti di Fondiaria erano, sempre al momento dell'avvio del primo procedimento, Mediobanca con il 13,8% del capitale sociale, Premafin (tramite Sai) con il 9%, Commerzbank A.G. (di seguito Commerzbank) con il 5,8%, JP Morgan Chase & Co. Corporation (di seguito JP Morgan) con il 5,3%, Banca Antoniana Popolare Veneta Spa, mediante Interbanca con il 4,8%, Micheli Francesco con il 4,4%<sup>3</sup>.

Il gruppo Fondiaria ha registrato nel 2001 un fatturato totale di 3,5 miliardi di € quasi esclusivamente in Italia.

### III. QUALIFICAZIONE DELL'OPERAZIONE

#### a) *Le risultanze istruttorie*

8. Nel corso del procedimento istruttorio avviato in data 3 settembre 2002 sono stati acquisiti numerosi e significativi elementi documentali in merito ai rapporti intercorrenti tra le parti, che hanno costituito l'oggetto del provvedimento dell'Autorità del 10 ottobre 2002. Di seguito si riportano i principali elementi di fatto fondanti il controllo congiunto su Fondiaria-Sai da parte di Premafin e Mediobanca, nonché quelli alla base del controllo di fatto di Mediobanca su Generali.

#### *Il controllo congiunto di Mediobanca e Premafin su Fondiaria-Sai*

9. Numerosi elementi di fatto rilevano in merito alla configurabilità di un controllo congiunto di Mediobanca e Premafin sulla nuova entità.

In particolare, si devono considerare: l'influenza di Mediobanca, azionista di Fondiaria, nell'ideazione dell'operazione, nella gestione delle varie fasi della stessa fino ad arrivare alla sua effettiva realizzazione; il comune interesse di Mediobanca e Premafin all'acquisto di Fondiaria anche a condizioni e in contesti decisamente anomali, come si chiarirà nel prosieguo; i rapporti di finanziamento storicamente esistenti tra Mediobanca e Premafin, nonché gli stretti legami personali intercorrenti tra i vertici delle due società.

10. Già molto prima del lancio dell'OPA su Montedison erano intercorsi stretti contatti tra la famiglia Ligresti e i rappresentanti di Mediobanca per progettare l'aggregazione di Sai con Fondiaria.

Dalla documentazione istruttoria emerge, infatti, che nel 1998 l'idea di realizzare l'operazione era stata presa in considerazione congiuntamente dai rappresentanti di Sai e Fondiaria, con Mediobanca. L'argomento è stato successivamente ripreso nel 2001, come testimoniano la corrispondenza tra l'Ing. Ligresti e il dott. Maranghi,

<sup>2</sup> [Fonte: Comunicato Consob del 22 agosto 2002.]

<sup>3</sup> [Fonte: Comunicato Consob del 22 agosto 2002.]

Amministratore Delegato di Mediobanca, del 16 maggio 2001, l'incontro presso Mediobanca tra il dott. Maranghi, il dott. Pagliaro-Direttore Generale di Mediobanca e membro del Consiglio di Amministrazione di Fondiaria-e l'Ing. Ligresti, nonché la lettera inviata dal dott. Ciani-all'epoca Presidente di Premafin, Vicepresidente e Amministratore delegato di Sai-al dott. Pagliaro del 19 giugno 2001<sup>4</sup>.

Si tratta di contatti che mostrano come il progetto di integrazione sia stato portato avanti attraverso una continua consultazione tra Premafin e Mediobanca.

**11.** Le condizioni economiche contenute nell'offerta irrevocabile del 1° luglio 2001 apparentemente onerose per Sai, quali il prezzo elevato per azione in considerazione dell'esistenza di partecipazioni incrociate, la previsione di una ingente caparra penitenziale, l'impegno a ricercare un cliente alternativo in mancanza delle previste autorizzazioni e l'assenza della *due diligence*, assumono una valenza diversa se si considera l'azione di concerto con Mediobanca.

In questo senso è sufficiente richiamare la documentazione agli atti che mostra come Mediobanca si sia preoccupata di "rassicurare" Premafin circa la rimozione degli ostacoli all'esercizio dei diritti di voto di Sai e di trovare, nel caso, acquirenti alternativi<sup>5</sup>.

**12.** Anche nelle fasi successive alla mera progettazione della concentrazione, Mediobanca si è attivata per il buon esito della stessa, tra l'altro, intrattenendo direttamente i rapporti istituzionali necessari per ottenere le prescritte autorizzazioni da parte degli organi di vigilanza<sup>6</sup> ed ha sistematicamente svolto un ruolo di monitoraggio di ogni decisione assunta in ordine alle modalità con cui l'operazione doveva essere realizzata. Basti considerare che dagli atti risulta uno specifico suggerimento di Mediobanca a Premafin per superare l'obbligo di OPA imposto dalla Consob<sup>7</sup>.

**13.** L'azione di concerto è proseguita per tutta la durata dell'operazione, anche in vista del futuro assetto di *governance* di Fondiaria-Sai. Si consideri, ad esempio, che in un incontro presso Mediobanca, del 18 febbraio 2002, dunque ancor prima che fosse definito il numero dei membri del Consiglio di Amministrazione della nuova entità, il dott. Ciani ha discusso con il dott. Pagliaro il futuro assetto di *governance*, in termini di numero, designazione degli amministratori e financo nomi e relative cariche<sup>8</sup>.

**14.** La concertazione tra Mediobanca e Premafin non è venuta meno neppure con l'intervento dei cinque investitori che hanno rilevato le azioni Fondiaria, come risulta: a) dal fatto che Mediobanca abbia suggerito a Sai di continuare a trattare con Fondiaria sui concambi anche dopo l'alienazione delle proprie azioni<sup>9</sup>; b) dall'invio da parte del dott. Ciani al dott. Pagliaro di una bozza di lettera destinata a Fondiaria per invitarla a trattare nonostante le azioni fossero oramai confluite nelle mani di tali investitori<sup>10</sup>; c) dall'incontro del 18 febbraio 2002 citato; nonché, d) dalla circostanza richiamata dalle stesse parti circa la trattativa condotta da Sai, nel mese di marzo 2002, con un'impresa estera per l'alienazione delle azioni già in possesso degli investitori<sup>11</sup>. Ne deriva la natura di interposizione dei contratti con i predetti investitori.

**15.** Un elemento strutturale che contribuisce, nell'ambito del contesto analizzato, a confermare la natura concertata dell'operazione è rappresentato dall'elevata esposizione debitoria di Premafin e Sai nei confronti di Mediobanca, esposizione già preesistente all'operazione e rafforzata in virtù degli elevati finanziamenti addizionali necessari per la realizzazione dell'operazione<sup>12</sup>, finanziamenti che, secondo quanto affermato dallo stesso dott.

<sup>4</sup> [Cfr. doc. 185, 82 e 118.]

<sup>5</sup> [Cfr. doc. 58, 182 e 60.]

<sup>6</sup> [Cfr. doc. 201, 186, nonché a titolo di esempio, doc. 213, 214, 218, da 220 a 227, da 363 a 365, 215 e 60.]

<sup>7</sup> [Cfr. doc. 189. [omissis]]

<sup>8</sup> [Cfr. doc. 128.]

<sup>9</sup> [Cfr. doc. 189.]

<sup>10</sup> [Cfr. doc. 305.]

<sup>11</sup> [Cfr. doc. 576.]

<sup>12</sup> [Cfr. doc. 181, 245, 249 e 496. ]

Ciani, avrebbero potuto essere erogati solo da Mediobanca. In una lettera inviata il 19 giugno 2001 dal dott. Ciani, al dott. Pagliaro, si legge infatti che *[omissis]*<sup>13</sup><sup>14</sup>.

Al momento dell'avvio dell'istruttoria, in data 10 ottobre 2002, l'indebitamento complessivo di Premafin nei confronti di Mediobanca rappresentava, anche a seguito dei rilevanti esborsi dovuti per l'operazione, oltre l'80% dei debiti complessivi di Premafin<sup>15</sup>, pari a circa la metà del passivo della holding<sup>16</sup>.

**16.** La totalità dei prestiti di lungo periodo concessi da Mediobanca prevede inoltre, a carico di Premafin, una garanzia consistente nella costituzione in pegno a favore di Mediobanca di un quantitativo rilevante di azioni di Sai (pari a ben il *[omissis]* della percentuale di possesso di Premafin in Sai)<sup>17</sup>.

Sebbene, con apposito patto (in deroga a quanto previsto dall'articolo 2352 c. c.), sia stato previsto che l'esercizio dei diritti di voto si mantiene in capo al debitore appignorato, è ragionevole ritenere che l'espressione del voto da parte di Premafin debba tener conto delle esigenze di Mediobanca. Sotto questo profilo è necessario richiamare le clausole contenute nei contratti di finanziamento, in virtù delle quali le banche finanziatrici hanno la facoltà di recedere dagli accordi di finanziamento o di considerarli risolti, oltre che nei casi previsti dal codice civile, tra l'altro, "qualora si siano verificati fatti, condizioni o circostanze riguardanti la situazione legale, economica, patrimoniale o finanziaria della beneficiaria tali da far ritenere ragionevolmente, a giudizio delle banche finanziatrici, un sostanziale peggioramento nella capacità della beneficiaria di far fronte al regolare servizio dell'apertura di credito fino alla sua ultima scadenza"<sup>18</sup>. Si tratta, come è evidente, di un importante strumento di pressione che il finanziatore può esercitare sul debitore anche all'atto dell'espressione del voto nelle assemblee di Fondiaria-Sai.

**17.** Successivamente all'avvio dell'istruttoria, in data 18 novembre 2002, il debito di Premafin nei confronti di Mediobanca si è ridotto, grazie alla cessione alla Banca Popolare di Lodi S.c.a r.l. da parte di Mediobanca del 50% di un finanziamento in *pool* di *[omissis]* milioni di €. Attualmente, dunque, l'indebitamento verso Mediobanca rappresenta il *[omissis]* del debito complessivo di Premafin. E' inoltre in corso una ulteriore ristrutturazione del debito verso Mediobanca, a seguito della quale l'esposizione debitoria di Premafin nei confronti della banca d'affari dovrebbe scendere sotto il *[omissis]* del totale.

**18.** Dall'analisi del complesso *iter* seguito per portare a termine l'operazione, emerge inoltre la particolare rilevanza che, nell'occasione, hanno svolto gli stretti legami personali tra i vertici di Mediobanca e Premafin, come mostra, ad esempio, il fatto che il dott. Ciani, Presidente di Premafin sino al novembre 2002, sia stato nominato su indicazione di Mediobanca e risulti considerato dalla stessa Premafin come espressione della banca d'affari<sup>19</sup>.

#### *Il controllo di Mediobanca su Generali*

**19.** L'istruttoria ha consentito di accertare che Mediobanca ha esercitato un controllo di fatto su Generali almeno a far data dalla fusione di Euralux in Mediobanca.

**20.** A riguardo si osserva che Generali è una società ad azionariato diffuso con un capitale flottante pari a circa l'80%<sup>20</sup>. In essa Mediobanca ha rappresentato e rappresenta il principale azionista, con una partecipazione attualmente superiore al 14%. Il secondo azionista è il Fondo Banca d'Italia, con il 4,7% del capitale sociale, gli altri azionisti con una partecipazione significativa, diversi dagli investitori istituzionali, sono Fondiaria e Sai rispettivamente con l'1,47% e lo 0,37% del capitale all'ultima Assemblea ordinaria<sup>21</sup>.

<sup>13</sup> *[Nella presente versione alcuni dati sono omessi, in quanto si sono ritenuti sussistenti elementi di riservatezza o di segretezza delle informazioni.]*

<sup>14</sup> *[Cfr. doc. 118. ]*

<sup>15</sup> *[Cfr. doc. 86 e 426.]*

<sup>16</sup> *[Alla stessa data era inoltre previsto un prestito di Mediobanca a Sai per un ammontare di 400 milioni di €. Cfr. doc. 478.]*

<sup>17</sup> *[Cfr. doc. 145.]*

<sup>18</sup> *[Cfr. doc. 181.]*

<sup>19</sup> *[Cfr. doc. 131.]*

<sup>20</sup> *[Il capitale flottante è rappresentato dalle partecipazioni inferiori al 2% del capitale, sulla base della definizione Consob.]*

<sup>21</sup> *[Attualmente il capitale sociale di Fondiaria-Sai in Generali è pari al 2,428%.]*

21. L'analisi della presenza degli azionisti nelle assemblee ordinarie di Generali dell'ultimo quinquennio, riportata nella tabella 1, mostra come Mediobanca a partire dal 2001, dopo aver acquisito il controllo esclusivo di Euralux<sup>22</sup>, detenga direttamente una partecipazione vicina alla maggioranza.

Si consideri che Mediobanca raggiungeva la maggioranza assoluta nelle assemblee di Generali potendo contare sui diritti di voto espressi da Fondiaria, la quale si trovava comunque nella condizione di seguire Mediobanca nell'esercizio del voto-e di fatto l'ha seguita-, in considerazione della rilevante partecipazione detenuta dalla banca d'affari non solo direttamente in Fondiaria, nella misura del 13,8%, ma anche nella allora controllante Montedison, che deteneva il 30% di Fondiaria.

Nel complesso, come si evince dalla tabella 1, nelle ultime due assemblee, Mediobanca e Fondiaria disponevano della maggioranza dei voti, detenendo il 51,51% dei voti nell'assemblea del 2001 e il 51,15 nell'assemblea del 2002.

**Tabella 1: Votazioni nelle assemblee Generali 1998-2002**

	1998		1999		2000		2001		2002	
	% su capitale ordinario	% su capitale presente	% su capitale ordinario	% su capitale presente	% su capitale ordinario	% su capitale presente	% su capitale ordinario	% su capitale presente	% su capitale ordinario	% su capitale presente
<b>% voti presenti</b>	33,08	100	37,18	100	29,79	100	32,04	100	30,74	100
<b>Mediobanca*</b>	12,13	36,67	11,8	31,73	9,6	32,22	10,64	33,22	14,19	46,37
<b>Euralux</b>	4,76	14,4	4,76	12,79	3,89	13,07	3,89	12,15	0	0
<b>Totale</b>	<b>16,89</b>	<b>51,07</b>	<b>16,56</b>	<b>44,52</b>	<b>13,49</b>	<b>45,29</b>	<b>14,53</b>	<b>45,37</b>	<b>14,19</b>	<b>46,37</b>
<b>Fondiaria**</b>	0,99	2,98	<b>0,98</b>	<b>2,62</b>	1,97	6,6	1,97	6,14	1,47	4,78
<b>Sai**</b>	0,61	1,83	<b>0,61</b>	<b>1,63</b>	<b>0,53</b>	<b>1,77</b>	0,43	1,34	<b>0,37</b>	<b>1,19</b>
<b>Totale Mediobanca + Sai e Fondiaria</b>	<b>18,49</b>	<b>55,88</b>	<b>18,14</b>	<b>48,78</b>	<b>15,99</b>	<b>53,66</b>	<b>16,93</b>	<b>52,85</b>	<b>16,03</b>	<b>52,34</b>

\* *Incluse le azioni Spafid, proprie e in delega da parte di imprese appartenenti al gruppo Mediobanca, inclusa Consortium. Infatti questa società appare strettamente collegata con Mediobanca (Mediobanca è il principale azionista di Consortium e Consortium è il principale azionista di Mediobanca; Consortium inoltre delega stabilmente Spafid nelle assemblee di Generali).*

\*\* *In corsivo sono indicate le azioni in delega a Spafid*

22. Tra i principali azionisti di Generali vi sono, oltre a Sai e Fondiaria, solo investitori istituzionali, quali fondi comuni di investimento e fondi pensione, la cui partecipazione ha natura esclusivamente finanziaria, come confermato dalla risposta alla richiesta di informazioni ai principali investitori istituzionali presenti in Generali, inviata in data 7 novembre 2002.

Gli azionisti che hanno risposto<sup>23</sup>, inclusi quelli più rilevanti quali il Fondo Banca d'Italia e la Fondazione Cariplo (con circa l'1,6%), hanno evidenziato che le scelte di voto nell'Assemblea di Generali sono orientate alla "valorizzazione degli investimenti"<sup>24</sup> e che, soprattutto, l'informativa preliminare a disposizione per la partecipazione alle Assemblee, inclusa quella del 28 aprile 2001, consiste esclusivamente in "l'avviso di convocazione con ordine del giorno, i documenti di bilancio, nonché le relazioni del Consiglio di Amministrazione

<sup>22</sup> [Cfr. doc. 592 da cui risulta che l'opzione call, prevista in un contratto sottoscritto con Eurofrance per la cessione di azioni Euralux il 30 novembre 2000, è stata esercitata da Mediobanca in data 11 aprile 2001, ossia qualche giorno prima dell'assemblea di Generali del 28 aprile 2001, anche se il trasferimento dei titoli è stato materialmente effettuato il 10 maggio dello stesso anno.]

<sup>23</sup> [Si tratta di: Fondo Banca d'Italia, Fondazione Cariplo, Cassa Nazionale di Previdenza e Assistenza Forense, Fondo pensione agenti professionisti di assicurazione, Cassa Nazionale del Notariato, Commerzbank, Cassa Nazionale Previdenza e Assistenza Ragionieri e Periti le cui risposte sono pervenute in data 8-19 novembre. Doc. 591, da 596 a 599, 601, 628.]

<sup>24</sup> [Cfr. risposta di Fondazione Cariplo e Fondazione Cariplo - Iniziative Patrimoniali Spa dell'8 novembre 2002, doc. 591 cit.]

*riguardanti gli altri argomenti all'ordine del giorno*". Si tratta di informazioni sensibilmente diverse rispetto a quelle di cui poteva disporre Mediobanca, come risulta dalla documentazione agli atti.

In definitiva, anche sulla base degli ulteriori accertamenti svolti, è possibile affermare che Mediobanca fosse in grado di esercitare un'influenza determinante sull'attività di Generali già prima dell'acquisizione del controllo congiunto di Mediobanca e Premafin su Fondiaria-Sai.

**23.** La documentazione agli atti conferma, infatti, che, per le Assemblee del 2001 e 2002, le scelte in ordine alla gestione di Generali, compiute da Mediobanca prima delle Assemblee, sono poi state approvate dalle Assemblee stesse.

Ad esempio, l'Assemblea di Generali del 28 aprile 2001, nella quale sono stati nominati i membri del Consiglio di Amministrazione in carica per il triennio successivo, ha di fatto confermato l'elenco proposto dal Comitato Nomine di Mediobanca il 26 aprile 2001, salvo che per un componente<sup>25</sup>.

Il primo Consiglio di Amministrazione così composto si è tenuto il 28 aprile 2001, immediatamente dopo l'assemblea, ed ha proceduto alla nomina del Comitato Esecutivo composto da 9 membri, di cui 5 presenti in posizioni di rilievo negli organi sociali di Mediobanca.

**24.** Anche nel Consiglio di Amministrazione che ha seguito l'Assemblea del 27 aprile 2002, che si è occupato, tra l'altro, della riorganizzazione interna attraverso l'istituzione di nuovi organi di gestione con conseguente ridefinizione delle deleghe degli Amministratori e del Comitato Esecutivo, sono state sostanzialmente ratificate le decisioni prese da Mediobanca.

Infatti, in data 8 aprile 2002, l'Amministratore delegato di Mediobanca, in un incontro con il dott. Guty, aveva manifestato la necessità di effettuare un'ampia revisione dell'*"assetto organizzativo/governance operativa della società"*. In quell'incontro Mediobanca aveva addirittura previsto di ridurre i poteri del dott. Guty affiancandogli due amministratori delegati già individuati nelle persone del dott. Perissinotto e del dott. Balbinot, poi effettivamente nominati dal Consiglio di Amministrazione, proprio con le deleghe previste da Mediobanca<sup>26</sup>.

Anche il Comitato nomine di Mediobanca, tenutosi il 24 aprile 2002 in vista dell'Assemblea, aveva il medesimo oggetto e, per di più, prevedeva la composizione del Comitato Esecutivo di Generali che sarebbe stato nominato senza modifiche nel Consiglio di Amministrazione, successivo all'Assemblea<sup>27</sup>.

**25.** Gli ulteriori elementi, tutti ampiamente illustrati dall'Autorità nel provvedimento del 10 ottobre 2002, confermano come Mediobanca abbia avuto la capacità di influire sulle politiche gestionali e strategiche di Generali. Particolarmente significativo è l'accordo raggiunto tra gli Amministratori Delegati delle due società in data 26 aprile 2001, nel quale è previsto che l'Amministratore Delegato di Mediobanca *[omissis]*<sup>28</sup>.

**26.** La situazione descritta consente di affermare che Generali appare soggetta ad un controllo di fatto da parte di Mediobanca, che risulta in grado di condizionarne le politiche strategico-gestionali quantomeno a far data dal 28 aprile 2001, data in cui si è svolta la prima assemblea successiva all'acquisizione da parte di Mediobanca di un altro importante azionista di Generali, ossia Euralux.

#### ***b) Le argomentazioni degli interessati***

**27.** Nel corso del procedimento le parti hanno avuto la possibilità di rappresentare per iscritto e oralmente la propria posizione in ordine alla qualificazione dell'operazione.

Tale facoltà è stata esercitata non solo dalle parti dell'operazione, ma anche dalle imprese intervenienti ai sensi dell'articolo 7, comma 1, lettera b), del D.P.R. n. 217/98. In particolare, come esposto in precedenza, intervengono alla presente procedura Generali e il Fondo Liverpool, in qualità di soggetti *"cui possa derivare un pregiudizio diretto, immediato ed attuale dalle infrazioni oggetto dell'istruttoria o dai provvedimenti adottati in esito alla stessa"*. Generali, in particolare, risulta interessata alla presente istruttoria in considerazione della sua natura di impresa sottoposta al contestato controllo di fatto di Mediobanca. Il fondo Liverpool dal canto suo, in qualità di

<sup>25</sup> [Cfr. doc. 294.]

<sup>26</sup> [Cfr. doc. 295 e 297.]

<sup>27</sup> [Cfr. doc. 295.]

<sup>28</sup> [Cfr. 294.]

azionista di minoranza di Fondiaria – ostile unitamente ad altri azionisti di minoranza all'operazione di aggregazione con Sai -, si presenta come portatore di un evidente interesse agli esiti della presente procedura, da cui potrebbe scaturire anche il divieto dell'operazione.

In considerazione della diversa natura degli interessi fatti valere dagli intervenienti, Generali ha formulato nel corso del procedimento numerose considerazioni che tendono ad escludere il controllo di Mediobanca<sup>29</sup>. Diversamente il Fondo Liverpool ha ritenuto di esprimere la propria convinzione in ordine al concerto tra Mediobanca e Premafin su Sai – Fondiaria, anche producendo numerosa documentazione in ordine alla natura interpositoria dei cinque investitori.

Ciò premesso, si passa di seguito ad illustrare sinteticamente la posizione delle parti e dei partecipanti.

#### *La competenza dell'Autorità*

**28.** In via preliminare le parti osservano che, avendo l'Autorità riconosciuto un controllo di fatto di Mediobanca su Fondiaria-Sai (insieme a Premafin) e su Generali, la stessa dovrebbe affermare la propria incompetenza a valutare la presente operazione, considerato che il fatturato complessivo delle imprese interessate supererebbe in tal modo la soglia prevista dal Regolamento CEE 4064/89.

Infatti, contrariamente a quanto affermato dall'Autorità, l'articolo 5, comma 4, del Regolamento citato, relativo al calcolo del fatturato, comporterebbe che nel fatturato rilevante, ai fini della determinazione dell'Autorità *antitrust* competente, dovrebbe essere computato anche il fatturato delle imprese soggette, già prima dell'operazione, a controllo di fatto. Per tal verso, laddove, come fa l'Autorità, si affermi un presunto controllo di Mediobanca su Generali, quest'ultima farebbe scattare le soglie di competenza comunitaria. Non esisterebbero dunque elementi di differenza tra il concetto di controllo di cui all'articolo 3.3 e quanto previsto, ai soli fini del calcolo del fatturato, dall'articolo 5.4. del medesimo Regolamento.

La tesi su cui l'Autorità fonda la propria competenza, ossia la circostanza che essendo il controllo di Mediobanca su Generali un controllo di fatto di difficile accertamento e antecedente all'operazione, il fatturato di Generali non sarebbe computabile per determinare il superamento della soglia comunitaria, sarebbe contrastata dalla esistenza di numerose decisioni contrarie adottate dalla Commissione<sup>30</sup>, ove la stessa avrebbe assunto nel fatturato rilevante anche le società soggette a preesistente controllo di fatto.

#### *Profili procedurali*

**29.** Con il provvedimento del 10 ottobre 2002 con il quale è stato disposto l'avvio del presente procedimento, l'Autorità avrebbe illegittimamente dilatato il termine perentorio di 45 giorni previsto dall'articolo 16, comma 8, della legge n. 287/90. Premafin, Sai e Fondiaria sostengono altresì che gli elementi posti a fondamento del provvedimento citato sarebbero stati già noti all'Autorità al momento dell'avvio del primo procedimento<sup>31</sup>. In particolare, secondo Fondiaria *“l'unica cosa che è cambiata- dal “vecchio” al “nuovo”- è soltanto la valutazione dell'operazione da parte dell'AGCM che, lasciata l'impervia strada della posizione dominante collettiva, adduce l'esistenza di una (altrettanto infondata) ipotesi di controllo congiunto che non solo non sussiste ma, prima ancora, avrebbe dovuto comunque essere riportata nell'alveo del procedimento originario, trattandosi di una (sempre infondata) diversa qualificazione giuridica da parte dell'AGCM della medesima operazione”*.

Per Fondiaria, inoltre, l'Autorità avrebbe trattato congiuntamente due operazioni di concentrazione distinte, ovvero l'acquisizione del controllo esclusivo di Fondiaria da parte di Premafin e la successiva fusione tra Sai e Fondiaria, ciò che costituirebbe un vizio di impostazione.

<sup>29</sup> [Considerato che Generali ha richiesto di partecipare al procedimento per argomentare circa il controllo di Mediobanca sulla stessa, la posizione dell'impresa di assicurazioni, che spesso coincide con quella delle parti, è stata riportata congiuntamente a quella di Mediobanca, Premafin, Sai e Fondiaria.]

<sup>30</sup> [Le parti sottolineano i seguenti casi di concentrazione: IV/M.25 Arjomari-Prioux SA/Wiggins Teape Appleton del 10 dicembre 1990; IV/M.50 AT&T/NCR del 18 gennaio 1991; IV/M.62 Eridiana/ISI del 30 giugno 1991; IV/M.187 Ifini/Exor del 2 marzo 1992; IV/M.343 Societe Generale de Belgique/Generale de Banque del 3 agosto 1993; IV/M.342 Fortis/CGER del 15 novembre 1993; IV/M.588 La Rinascente/Cedis Migliorini, 15 marzo 1995.]

<sup>31</sup> [Premafin, Sai e Fondiaria nelle audizioni disgiunte dell'11 novembre 2002 avevano già evidenziato, riservandosi di farle valere in sede giurisdizionale, talune illegittimità di ordine procedimentale, richiamando, tra l'altro, quella consistente nella presunta ammissione oltre il termine di un soggetto quale il fondo Liverpool.]

**30.** Inoltre, l'Autorità, decidendo di chiudere in modo anomalo in data 10 ottobre 2002 il procedimento avviato il 3 settembre 2002, avrebbe compresso i diritti di difesa delle parti, in particolare limitando la possibilità di accesso agli atti, non inviando la Comunicazione delle risultanze istruttorie, non consentendo lo svolgimento dell'audizione davanti al Collegio e non richiedendo il previsto parere all'Isvap. Fondiaria e Generali lamentano anche di non essere state informate, a differenza delle altre parti, dell'intenzione dell'Autorità di mutare l'impostazione contenuta nel provvedimento del 3 settembre 2002.

**31.** Secondo le parti, nel provvedimento di avvio della presente procedura del 10 ottobre 2002 l'Autorità non avrebbe indicato i possibili effetti concorrenziali dell'operazione, né i mercati rilevanti, definiti solo nella comunicazione delle risultanze istruttorie del 13 novembre 2002.

#### *Il controllo su Fondiaria-Sai*

**32.** Premafin, Sai e Fondiaria evidenziano preliminarmente che la percentuale del 34% dei diritti di voto su cui verrà ad attestarsi Premafin in Fondiaria-Sai è sufficiente a garantire il controllo esclusivo di Premafin sulla nuova entità, come si evince dalle serie storiche sulle presenze nelle Assemblee di Sai e Fondiaria negli ultimi 3 anni. Ciò in un contesto in cui non è peraltro previsto alcun potere formale di veto da parte di Mediobanca.

Inoltre, come risulta dal progetto di fusione, il gruppo Sai potrà nominare 8 su 15 amministratori nella nuova entità Fondiaria-Sai. Le imprese sottolineano al riguardo la presunta contraddittorietà del ragionamento dell'Autorità, che non considera sufficienti per attribuire il controllo esclusivo a Premafin elementi, quali la maggioranza in assemblea e la possibilità di nomina della maggioranza dei Consiglieri di Amministrazione, quando analoghi elementi sono ritenuti invece fondanti per attribuire il controllo esclusivo di Mediobanca su Generali.

**33.** Mediobanca afferma, inoltre, "in via generale [...] che la complessa ricostruzione dell'Autorità è affetta da un vizio di fondo, che ne distorce l'analisi e le conclusioni, consistente nel non conferire il dovuto rilievo alla natura e al ruolo di Mediobanca. Nel valutarne la posizione assunta nella vicenda, l'Autorità trascura infatti la circostanza che Mediobanca svolge istituzionalmente attività creditizia, nonché altre attività, fra cui quella di consulenza alle imprese, di assunzione di partecipazioni a fini di investimento e, più in generale di supporto finanziario alla clientela. L'Autorità omette altresì di considerare che il ruolo giocato da Mediobanca nella complessa vicenda che ha condotto alla fusione tra Sai e Fondiaria è pienamente coerente con la sua posizione di azionista di minoranza di Fondiaria"<sup>32</sup>.

**34.** In quest'ottica, secondo le parti, i legami finanziari tra Mediobanca e il gruppo Sai devono essere inquadrati nell'ambito del fisiologico rapporto tra una banca e un'impresa cliente.

L'esposizione debitoria di Premafin nei confronti di Mediobanca non sarebbe idonea a configurare quella situazione di dipendenza economica necessaria all'individuazione del controllo di fatto.

A tale proposito, le parti fanno presente in primo luogo che Mediobanca e Premafin non operano nello stesso mercato, mentre "come risulta dalla giurisprudenza della Commissione Europea in materia, la dimensione in cui un legame finanziario è suscettibile di tradursi in un controllo di fatto è tipicamente quella dei rapporti che intercorrono tra imprese concorrenti o tra operatori che hanno relazioni verticali sul mercato"<sup>33</sup>; in secondo luogo che l'Autorità non avrebbe addotto "alcuna evidenza idonea a dimostrare che Premafin non possa ricorrere agevolmente a fonti di finanziamento alternative"<sup>34</sup>; in terzo luogo che secondo Mediobanca l'esposizione debitoria di Premafin nei confronti di Mediobanca non costituirebbe un caso eccezionale, come testimonia l'esistenza di imprese di dimensioni paragonabili a quelle di Sai, con un'esposizione simile. Peraltro, secondo Premafin e Sai, la banca d'affari, a differenza di quanto sostenuto dall'Autorità, non avrebbe finanziato l'intera operazione.

Infine, le parti sottolineano che i contratti di finanziamento a Premafin e Sai sono stati concessi alle usuali condizioni di mercato, incluso il pegno di azioni, sulle quali peraltro Premafin ha mantenuto il diritto di voto. Secondo Mediobanca, inoltre, contrariamente a quanto affermato dall'Autorità, anche la clausola cosiddetta *Material Adverse Change*, nell'ambito delle normali ipotesi di risoluzione del contratto, non conferirebbe alla stessa alcun potere di risoluzione unilaterale, trattandosi di una clausola applicabile solo a fronte di ipotesi oggettivamente verificabili.

<sup>32</sup> [Cfr. *Memoria di Mediobanca dell'8 novembre 2002 doc. 586.*]

<sup>33</sup> [Cfr. *Memoria di Mediobanca del 19 novembre 2002 doc. 617.*]

<sup>34</sup> [Cfr. *Memoria di Mediobanca del 19 novembre 2002 doc. 617.*]

L'Autorità, peraltro, dovrebbe tener conto del fatto che il debito di Premafin verso Mediobanca è in corso di riduzione, come testimoniato dall'accordo di trasferimento dei crediti sottoscritto tra Mediobanca e Banca Popolare di Lodi S.c. r.l. in data 18 novembre 2002.

In sostanza, i legami finanziari non sarebbero idonei a determinare dipendenza economica del gruppo Sai verso Mediobanca.

**35.** In merito all'esistenza di un'azione di concerto, secondo le parti l'operazione sarebbe stata ideata esclusivamente da Sai, con considerevole anticipo rispetto al 1° luglio 2001; non vi sarebbero quindi i presupposti per ritenere che l'operazione sarebbe stata realizzata su impulso di Mediobanca, in virtù di un presunto interesse di quest'ultima a mantenere il controllo di Fondiaria. L'Autorità non avrebbe altresì chiarito adeguatamente quali siano gli interessi della banca d'affari al buon esito dell'operazione e quindi non avrebbe provato l'esistenza di "interessi comuni talmente forti da impedire uno scontro nell'esercizio dei diritti di voto".

Secondo Mediobanca, in ogni caso, gli interessi in gioco erano diversi, in quanto Mediobanca perseguiva la valorizzazione del proprio investimento, mentre Premafin aveva un interesse industriale all'operazione.

Secondo le parti gli asseriti stretti legami personali tra Premafin e Mediobanca non esisterebbero, e in ogni caso, legami del tipo indicato dall'Autorità non avrebbero rilevanza sotto il profilo della concorrenza in quanto intercorrebbero tra imprese operanti in mercati diversi.

**36.** Per l'insieme delle ragioni suddette, quindi, il coinvolgimento di Mediobanca in alcuni momenti relativi alla vicenda Fondiaria-Sai non sarebbe dovuto ad un preteso concerto con Sai nella realizzazione dell'operazione bensì al ruolo di Mediobanca di azionista di Fondiaria e finanziatore del gruppo Sai. In ogni caso, la pretesa collaborazione tra Mediobanca e Premafin/Sai nei termini indicati dall'Autorità non sarebbe idonea a dimostrare il controllo congiunto di Mediobanca e Premafin su Fondiaria-Sai non avendo l'Autorità evidenziato quale sia il nesso di causalità tra la suddetta collaborazione e l'esistenza di un controllo congiunto ai fini antitrust.

**37.** Per le parti il prezzo offerto da Sai nella proposta irrevocabile del 1° luglio 2001, ritenuto un altro elemento su cui si fonda il presunto concerto con Mediobanca, risulterebbe giustificato dai ristretti margini di tempo di cui disponeva Sai per concludere l'operazione, nonché "*economicamente giustificato, risultando in linea (se non in qualche caso inferiore) con i multipli di acquisizioni comparabili*"<sup>35</sup>. L'assenza di *due diligence* riscontrata dall'Autorità si spiegherebbe invece, secondo le parti, proprio con la preesistenza di analisi e studi sulla situazione di Fondiaria, per le ragioni evidenziate nel punto precedente.

Quanto alla scelta degli investitori finanziari disposti a subentrare a Sai nell'acquisto delle azioni Fondiaria, questi sarebbero stati individuati dall'*advisor* di Sai, JP Morgan. In particolare, secondo Premafin e Sai, dopo essere stata citata in giudizio da Montedison per inadempienza, "*Sai si attivava allora direttamente e tramite alcuni advisors (tra cui Mediobanca), nella ricerca di un acquirente disposto a subentrare nel contratto con Montedison. Tuttavia i contratti esplorativi con potenziali acquirenti di natura industriale (essenzialmente gruppi assicurativi stranieri, in particolare Munich Re) finivano con il naufragare, vista la ristrettezza dei tempi e la pendenza di un contenzioso, nonché la prelazione accordata da Montedison a Toro. Inoltre, "occorre solo ancora sottolineare come la medesima Sai si fosse trovata, ovviamente, a negoziare con gli Investitori reperiti da JP Morgan in situazione di evidente debolezza, dovendo pertanto accettare condizioni onerose perché i medesimi acquistassero a 9,5 Euro per azione partecipazioni di minoranza non coordinate in alcun modo tra di loro"*.

Considerate le modalità con cui si è palesato l'intervento dei cinque investitori, il Fondo Livepool ha affermato che vi sarebbero le condizioni per qualificare lo stesso come interposizione.

#### *Il controllo su Generali*

**38.** Mediobanca e Generali hanno sostenuto che la banca d'affari non avrebbe mai esercitato un controllo di fatto su Generali, neppure successivamente alla fusione con Euralux.

In particolare, Mediobanca non avrebbe mai disposto della maggioranza dei voti nelle Assemblee di Generali, anche in considerazione del fatto che Spafid, seppure controllata interamente da Mediobanca, coerentemente con la propria natura di società fiduciaria, esprime il voto in Assemblea secondo le indicazioni dei propri clienti. In tale contesto, sarebbe errata la ricostruzione effettuata dall'Autorità basata sulla natura finanziaria dei principali altri azionisti di Generali nonché sulla presenza di Sai e Fondiaria nel capitale dell'impresa di assicurazioni. In particolare,

<sup>35</sup> [Cfr. *Memoria di Mediobanca dell'8 novembre 2002 doc. 596.*]

secondo Generali, “occorre ricordare inoltre che, ai fini della verifica del controllo congiunto della maggioranza dei voti espressi nelle assemblee, non si deve tener conto dei voti espressi da azionisti diversi dalla presunta controllante, anche ove questi siano esercitati in modo conforme ai voti espressi da quest’ultima”<sup>36</sup>.

**39.** Per quanto riguarda poi gli organi sociali di Generali, Mediobanca, oltre ad affermare la non riconducibilità a Mediobanca dei componenti degli organi sociali di Generali, salvo che per la figura del dott. Cingano-Presidente di Mediobanca e Vicepresidente di Generali-contesta la ricostruzione effettuata dall’Autorità in merito al fatto che le decisioni assunte dalle assemblee di Generali del 2001 e nel 2002 sarebbero coincidenti con le indicazioni provenienti da Mediobanca.

Al riguardo la banca d’affari fa, tra l’altro, presente che il Comitato Nomine, da cui sarebbe scaturito l’elenco dei consiglieri di amministrazione successivamente approvato dall’assemblea, si limita a “conoscere preventivamente i nomi delle persone designate a comporre gli organi amministrativi delle “partecipate permanenti”, onde poter determinare in modo consapevole l’orientamento che Mediobanca dovrà assumere nell’Assemblea degli azionisti”. D’altro canto, secondo Mediobanca “un principio di corretta informazione agli azionisti prevede che essi siano preventivamente informati circa gli argomenti all’ordine del giorno nell’Assemblea dei soci”. Quando l’Assemblea deve nominare gli amministratori i soci sono “preventivamente informati della lista delle persone su cui l’Assemblea sarà chiamata ad esprimersi”<sup>37</sup>.

Generali, dal canto suo, osserva che “le indicazioni di nomina che l’Autorità ritiene provengano da Mediobanca erano in realtà proposte maturate all’interno di Generali, successivamente comunicate e condivise con Mediobanca”; inoltre “secondo lo Statuto di Generali, in ogni caso, è il Consiglio di Amministrazione e non il Comitato esecutivo, come affermato dall’Autorità al § 67 del Provvedimento [n.d.r. d’avvio], che tratta tutti gli affari di carattere generale e di ordinaria amministrazione della società e delibera su tutti gli oggetti che non sono espressamente riservati nell’Assemblea”<sup>38</sup>.

**40.** Infine, il patto del 26 aprile 2001 stipulato dai rappresentanti legali di Mediobanca e Generali, rientrerebbe tra le normali relazioni intercorrenti tra gli amministratori di una società ed il suo principale azionista ed, inoltre, sarebbe intercorso a titolo personale, privo di valore giuridico e non vincolante per le società.

### **c) Il parere dell’Isvap**

**41.** Con parere pervenuto all’Autorità il 16 dicembre 2002, l’ISVAP, in merito alla qualificazione dell’operazione, ha rappresentato, ai sensi dell’articolo 20, comma 4, della legge n. 287/90, una serie di argomentazioni di natura giuridica, di seguito esposte in sintesi.

**42.** Preliminarmente l’Istituto rammenta di aver già autorizzato, ai sensi degli articolo 10 e 11 della legge n. 20/91, l’acquisto del 29,97% di Fondiaria da parte di Sai, quale operazione “propedeutica ad una più intensa aggregazione aziendale da realizzarsi attraverso la fusione tra le due imprese”. L’ISVAP fa presente che siffatta autorizzazione è intervenuta a seguito di un precedente diniego, deciso il 31 dicembre 2001 e motivato dalla “debolezza patrimoniale e finanziaria all’epoca denunciata da Premafin” e dalla “evanescenza del piano industriale”, nonché dal preannunciato obbligo di OPA da parte della Consob e dalla ostilità mostrata da alcuni soci di Fondiaria. Attualmente si può ritenere che il piano industriale sia “affidabile per le riduzioni dei costi e le sinergie che potranno derivare dalla fusione in termini di razionalizzazione delle strategie assuntive e delle strutture distributive”.

**43.** L’Istituto ritiene di non poter convenire con l’Autorità in ordine alla qualificazione dell’operazione in termini di acquisizione del controllo congiunto di Fondiaria-Sai da parte di Mediobanca e Premafin né di poter condividere la tesi dell’Autorità in ordine al coinvolgimento di Generali, in qualità di soggetto anch’esso controllato da Mediobanca. L’ISVAP tuttavia precisa che la “nozione di controllo prevista dalla normativa assicurativa presenta

<sup>36</sup> [Cfr. Memoria di Generali del 19 novembre 2002, doc. n. 627. Generali osserva inoltre che solo in un caso la Commissione avrebbe considerato anche le modalità di partecipazione al voto di imprese diverse dalla presunta controllante, si tratta peraltro di un caso con caratteristiche diverse da quello in esame (caso n. IV/M.2532 Fiat/Italenergia/Montedison del 28 agosto 2001).]

<sup>37</sup> [Cfr. Memoria di Mediobanca del 19 novembre 2002, doc. n. 617.]

<sup>38</sup> [Cfr. Memoria di Generali del 19 novembre 2002, doc. n. 627.]

caratteristiche maggiormente vincolanti rispetto a quanto disposto dalla legge n. 287/90” e che la nozione di controllo congiunto “è figura ignota alla legislazione assicurativa”.

44. Con riferimento al controllo congiunto di Mediobanca e Premafin su Fondiaria- Sai, l’Istituto premette che il concerto nella realizzazione dell’operazione tra Mediobanca e Premafin costituisce ancora questione *sub iudice*, dal momento che la sentenza del TAR Lazio del 30 ottobre 2002, n. 10709, “*lascia intendere che il concerto tra le due società sia potuto rimanere in vita*” pur in presenza dell’intervento dei cinque investitori, la cui natura interpositoria è da verificare. In ogni caso, nelle prospettazioni del giudice amministrativo sembra che l’interesse di Mediobanca all’operazione sarebbe stato mosso dalla necessità di stabilizzare il controllo all’interno della stessa Mediobanca, evitando che la quota posseduta da Fondiaria potesse cadere in mani non “amiche”. Siffatto interesse, ritiene l’Istituto, non sarebbe dunque riconducibile alla “*volontà di orientare il mercato assicurativo mediante l’aggregazione di Sai con Fondiaria*”. D’altro canto, l’ISVAP ritiene che il riacquisto delle azioni da parte di Premafin abbia successivamente “*eliso ogni ipotesi di interposizione*”.

45. In merito alla situazione di indebitamento di Premafin e Sai nei confronti di Mediobanca, l’Istituto fa presente che “*l’impegno finanziario e patrimoniale messo in campo da Premafin e Sai – Fondiaria per soddisfare le esigenze di copertura degli impegni e del margine di solvibilità*” non è in grado di determinare una situazione di “dipendenza economica”. In sostanza Mediobanca ha agito nel duplice ruolo di “*promotrice dell’operazione*” e di banca d’affari. D’altro canto, la circostanza che l’apporto finanziario di Mediobanca si sia realizzato anche in *pool* con altre istituzioni finanziarie, nonché a tassi e condizioni non agevolati, dimostra come non esistessero interessi diversi della banca d’affari rispetto a quelli di un mero finanziatore.

46. In ogni caso, non risulterebbe dalla documentazione istruttoria che i rapporti di finanziamento e l’assistenza e consulenza prestata da Mediobanca per la realizzazione dell’operazione abbiano determinato una influenza di Mediobanca sulla politica commerciale di Sai e, successivamente all’acquisizione della partecipazione in Fondiaria, sul nuovo aggregato, né esistono elementi che, per il passato, dimostrino “*l’effettivo esercizio dell’affermato controllo di fatto di Mediobanca su Sai*”.

47. In questa ottica, gli “*intenti espressi da Premafin di riequilibrare il proprio indebitamento nei confronti di Mediobanca*” si presenterebbero coerenti con gli “*impegni assunti nella fase istruttoria del procedimento di rilascio dell’autorizzazione*” da parte dell’ISVAP. Per quanto concerne poi gli “*altri impegni di natura comportamentale, pure assunti da Premafin, Sai e Fondiaria, l’Istituto non ritiene di formulare osservazioni, confidando soltanto sull’opportunità di una previa consultazione*”, allo scadere del biennio, qualora gli stessi fossero ritenuti dall’Autorità idonei a rimuovere gli aspetti restrittivi della concorrenza.

48. Per quanto concerne il controllo di Mediobanca su Generali, premesso che “*la nozione di concentrazione ricomprende soltanto operazioni comportanti la scomparsa dal mercato di una o più imprese, che cessano di essere autonomi centri decisionali*”, l’Istituto ritiene “*poco pertinente*” il coinvolgimento di Generali nella fusione Sai-Fondiaria. Al riguardo l’ISVAP fa presente che di tale controllo non si “*ha assoluta evidenza*”.

49. In particolare, considerate le presenze degli azionisti alle assemblee di Generali, non si ritiene “*altamente probabile che Mediobanca possa esercitare una influenza determinante nelle assemblee*”, in quanto, secondo gli orientamenti europei, il detentore di una partecipazione di minoranza necessita di ulteriori elementi per potersi ritenere in posizione di controllo<sup>39</sup>; in ogni caso, la misura della partecipazione di minoranza ritenuta rilevante in sede comunitaria per l’affermazione di un controllo di fatto delle società ad azionariato diffuso è sempre superiore a quella posseduta da Mediobanca in Generali (circa 14%)<sup>40</sup>. Inoltre, in alcuni casi, in sede di applicazione dell’articolo 5.4 del Regolamento CEE 4064/89, la Commissione CE non ha considerato nel fatturato rilevante per la

<sup>39</sup> [A tal fine l’Istituto cita la decisione della Commissione CE M/92 RVI/VBC/Heuliez, dove il controllo esclusivo è fondato su una partecipazione del 9% e su un contratto di approvvigionamento esclusivo di durata decennale.]

<sup>40</sup> [Al riguardo l’Istituto cita le decisioni della Commissione CE: M/25/1990 Arjomari/Wiggins Teape ove la quota di minoranza era pari al 39%; M/343/1993 Société Generale de Belgique/Generale de Banque, in cui la quota di controllo era del 25,9%; M/504/1994 Avesta III, in cui detta quota era del 49,9%, M/613/1995 Jefferson Smurfit Group plc/Munhsjo AB, ove la quota di controllo era del 29,04%.]

determinazione della competenza comunitaria il fatturato delle imprese partecipate con quote di minoranza anche rilevanti<sup>41</sup>.

50. L'ISVAP conclude nel senso che il coinvolgimento di Generali nell'operazione potrebbe far intravedere eventualmente una fattispecie di intesa, in termini di accordi operativi commerciali tra Generali e Sai-Fondiaria, della quale, tuttavia, non vi è traccia agli atti del procedimento.

#### **d) Valutazioni**

##### *Premessa*

51. In via preliminare si osserva come il fatto che l'Autorità non abbia considerato separatamente le due operazioni notificate in data 6 agosto 2002 non determina, contrariamente a quanto affermato da Fondiaria, alcun vizio di impostazione. Anzi, si consideri che ai sensi dell'articolo 5.2 del Regolamento concentrazioni, *“due o più transazioni del tipo di quelle contemplate dal primo comma, concluse fra le stesse persone o imprese in un periodo di due anni, sono da considerarsi un'unica operazione di concentrazione effettuata il giorno dell'ultima transazione”*.

Pertanto, le operazioni suddette costituiscono fasi distinte di un'unica operazione di concentrazione, all'esito della quale si realizzerà l'incorporazione di Fondiaria in Sai, il cui necessario presupposto è l'acquisto di Premafin di una partecipazione di rilievo in Fondiaria. La stessa Premafin, in relazione alle ipotesi di fusione prospettate a partire dal 1998, ha dichiarato nelle proprie memorie che *“non si è mai pervenuti all'operazione poiché Premafin ha sempre ritenuto che pregiudiziale all'eventuale fusione fosse l'acquisto di quote significative di azioni Fondiaria al fine di contenere la diluizione”*.

D'altro canto, anche l'Isvap, che pur in virtù dei suoi poteri di vigilanza è tenuta a rilasciare una duplice autorizzazione per le due fasi dell'operazione, ritiene espressamente che l'acquisto da parte di Sai della partecipazione prossima al 30% di Fondiaria rappresenti un momento propedeutico dell'effettiva aggregazione aziendale.

##### *La competenza dell'Autorità*

52. In merito alle argomentazioni avanzate dalla parti sulla competenza a valutare la concentrazione, va osservato come in linea di principio, ove si considerasse il fatturato di Generali all'interno del gruppo Mediobanca si determinerebbe il superamento della soglia di cui all'articolo 1 del Regolamento CEE n. 4064/89 e quindi la dimensione comunitaria di tale operazione. Tuttavia, secondo la più recente interpretazione dell'articolo 5.4 del Regolamento citato da parte della Commissione CE, non sempre il fatturato delle imprese soggette a controllo di altre imprese è computabile ai fini del superamento delle soglie di fatturato comunitarie. La Comunicazione della Commissione CE sul calcolo del fatturato<sup>42</sup>, infatti, indica chiaramente che *“l'obiettivo dell'articolo 5, comma 4, del Regolamento 4064/89 è semplicemente quello di identificare ai fini del calcolo del fatturato le società che appartengono ai gruppi esistenti, il criterio del diritto di gestire gli affari dell'impresa di cui all'articolo 5, paragrafo 4, del Regolamento risulta alquanto diverso dal criterio per determinare l'esistenza del controllo enunciato dall'articolo 3, paragrafo 3, che si riferisce all'acquisizione del controllo per mezzo dell'operazione in esame”* (enfasi aggiunta).

Ne discende che il test per determinare la sussistenza del controllo (ex articolo 3.3 del Regolamento) è diverso (*“... possibilità di esercitare un'influenza determinante sull'attività di un'impresa”*) da quello, più stringente, previsto per il calcolo del fatturato di gruppo (ex articolo 5.4 Regolamento) il quale richiede l'esistenza di una delle situazioni di diritto in capo all'impresa controllante, ivi elencate. Nel caso di specie, alcuna di tali situazioni si è verificata, essendo piuttosto emerso un controllo di fatto di Mediobanca su Generali – sempre negato dalle parti-sulla base di una pluralità di elementi fattuali, tra l'altro non forniti dalle parti ma acquisiti nel corso della presente procedura. Non può, pertanto, ritenersi superata la soglia di fatturato a cui è ricondotta la “dimensione comunitaria” dell'operazione.

<sup>41</sup> [Sul punto l'Isvap richiama la decisione della Commissione CE M/384/1993 UAP/Vinci, dove una società partecipata al 40% non è stata inclusa nel novero delle imprese controllate.]

<sup>42</sup> [Cfr. Comunicazione 98/C6/4 del 2 marzo 1998, p. 42.]

Pertanto, anche in considerazione delle esigenze di certezza del diritto che fondano tale interpretazione dell'articolo 5.4 del Regolamento citato, la competenza nel caso in esame permane in capo a codesta Autorità.

Vale osservare a riguardo che la conclusione dell'Autorità sul punto è perfettamente in linea con la più recente interpretazione dell'articolo 5.4 del Regolamento Concentrazioni, nonché la vigente prassi della Commissione; le decisioni della Commissione citate dalle parti da cui emergerebbe che il fatturato delle imprese soggette a controllo di fatto preesistente deve essere sempre considerato ai fini dell'eventuale superamento della soglia sono invece tutte precedenti alla citata Comunicazione della Commissione sul calcolo del fatturato, ad eccezione del caso M.558, *La Rinascente/CEDIS Migliarini* del 15 marzo 1995, nel quale, tra l'altro, era stata la stessa società acquirente a comunicare l'operazione alla Commissione indicando di essere soggetta al controllo di fatto di IFIL.

#### *Gli aspetti procedurali*

**53.** Quanto alle obiezioni sollevate dalle parti in relazione alle presunte illegittimità di tipo procedimentale, si evidenzia innanzitutto come l'operazione oggetto del procedimento avviato il 10 ottobre 2002 sia sostanzialmente diversa da quella comunicata dalle parti il 6 agosto 2002. L'Autorità ha avuto contezza di tale diversa configurazione dell'operazione solo a seguito dell'esame e della valutazione dell'ampia documentazione acquisita nel corso delle ispezioni del 5 settembre 2002 ed ha, di conseguenza, avviato una nuova istruttoria ai sensi dell'articolo 16, comma 4, della legge n. 287/90. Contrariamente a quanto affermato dalle parti, infine, il termine perentorio di 45 giorni per la valutazione delle concentrazioni non può che decorrere dalla data di assunzione del provvedimento del 10 ottobre 2002.

**54.** Né vi è stata violazione dei diritti di difesa delle parti. In via preliminare si deve rilevare come la decisione assunta dall'Autorità in data 10 ottobre 2002, da un lato, ha accertato la diversa natura dell'operazione rispetto a quella comunicata, e dunque il non luogo a provvedere in ordine all'operazione, così come comunicata dalle parti; dall'altro, ha avviato la procedura in ordine all'effettiva operazione.

Pertanto, tutti gli adempimenti procedurali che secondo le parti non sarebbero stati osservati dall'Autorità prima del 10 ottobre 2002-Comunicazione sulle risultanze istruttorie, audizione davanti al Collegio e richiesta di parere all'Isvap-non erano dovuti, in quanto la decisione da un lato dichiarava il non esercizio del potere, dall'altro avviava una nuova istruttoria. Anzi, l'Autorità ha garantito un ampio contraddittorio attraverso audizioni e tempestivi accessi agli atti. D'altro canto, trattandosi di una decisione procedimentale e non di merito, essa non esige il prescritto parere dell'Isvap.

**55.** Né è condivisibile la tesi secondo cui nel provvedimento di avvio del 10 ottobre 2002 sarebbe assente ogni valutazione concorrenziale del mercato. Al riguardo, si rileva che nel provvedimento in questione, essenzialmente incentrato sulla natura e conseguente qualificazione del controllo, viene esplicitato, seppure in maniera sintetica, l'impatto concorrenziale dell'operazione (cfr. punto 116 e ritenuti finali del provvedimento del 10 ottobre 2002), su cui poi si è svolta l'istruttoria.

#### *La nozione di controllo nella normativa antitrust*

**56.** Prima di passare all'esame degli elementi di fatto alla base della ricostruzione effettuata dall'Autorità, si osserva in via preliminare che l'articolo 5 della legge n. 287/90 prevede che il controllo può essere acquisito da "*una o più imprese*". L'articolo 7, inoltre, prevede un'ampia nozione di controllo, in base alla quale la possibilità di esercitare un'influenza determinante sulle attività di un'impresa deve essere valutata "*tenuto conto delle circostanze di fatto e di diritto*". Detta nozione, in virtù delle diverse finalità, è più estesa di quella derivante dalla normativa civilistica e diversa da quella prevista dalla normativa di vigilanza. D'altro canto, la stessa Commissione CE, nella Comunicazione del 1998 sulla nozione di concentrazione, evidenzia che "*la nozione di controllo accolta ai fini del regolamento può non coincidere con quella applicata in altri settori specifici, ad esempio nelle normative in materia di vigilanza prudenziale*"<sup>43</sup>.

Quanto all'Isvap, pur riconoscendo in linea di principio la differenza tra la nozione di controllo ai fini *antitrust* e quella prevista dalla normativa assicurativa, che presenta "*caratteristiche maggiormente vincolanti rispetto a quanto disposto dalla legge n. 287/90*", nel parere esprime riserve in ordine alla qualificazione

<sup>43</sup> [Cfr. punto 17 della Comunicazione della Commissione 98/C/66/02.]

dell'operazione effettuata dall'Autorità, confutando argomenti ritenuti invece dall'Autorità stessa idonei a configurare fattispecie di controllo sulla base della normativa *antitrust*<sup>44</sup>.

*Il controllo di Mediobanca e Premafin su Fondiaria-Sai*

**57.** Le nozioni di concentrazione e di controllo ai fini antitrust trovano esplicitazione nella Comunicazione della Commissione del 1998 sulla nozione di concentrazione: *“il controllo può essere acquisito da una singola impresa o congiuntamente da più imprese”*<sup>45</sup>. Inoltre, *“l’acquisizione del controllo dipende da una serie di elementi di diritto e di fatto. L’acquisizione di diritti di proprietà e i patti tra azionisti sono importanti, ma non sono i soli elementi pertinenti; possono essere determinanti anche relazioni economiche, ed ancora: “il controllo [sia esso esclusivo o congiunto] è definito come la possibilità di esercitare un’influenza determinante sull’attività di un’impresa grazie a diritti, contratti, o altri mezzi”*<sup>46</sup>.

**58.** Nel complesso, gli elementi raccolti inducono a ritenere che si sia verificata, nel caso di specie, una di quelle *“situazioni eccezionali”*, previste dalla Comunicazione della Commissione sulla nozione di concentrazione. La Comunicazione, infatti, prevede che *“eccezionalmente l’azione congiunta può verificarsi de facto laddove tra gli azionisti di minoranza esistano interessi comuni talmente forti da impedire uno scontro nell’esercizio dei diritti di voto nel contesto dell’impresa comune”*<sup>47</sup>. Ed inoltre, *“in caso di acquisizione di partecipazioni di minoranza, l’esistenza di tali interessi comuni è indicata da fattori quali la preesistenza di legami fra gli azionisti di minoranza, o l’acquisizione delle partecipazioni mediante azione concordata”*<sup>48</sup>.

**59.** Le circostanze cui la Commissione riconduce l’esistenza di un controllo di fatto sono tutte rinvenibili nel caso di specie, ove si riscontra un’azione concertata tra Premafin e Mediobanca in ordine alla progettazione, gestione delle diverse fasi e realizzazione dell’operazione, la preesistenza di forti legami finanziari, economici e personali tra i due soggetti implicati, nonché una comunanza di interessi che si esplica ben oltre la definizione della *governance*.

**60.** A fronte delle tesi avanzate dalle parti, secondo cui i documenti su cui viene fondato il controllo congiunto della stessa Mediobanca e Premafin su Fondiaria-Sai avrebbero una spiegazione alternativa a quella fornita dall’Autorità, si rileva preliminarmente che tali documenti, ampiamente illustrati nel provvedimento di avvio del 10 ottobre 2002, non possono essere letti isolatamente, così come suggeriscono le parti, bensì esigono una valutazione che tenga conto degli stessi nel loro complesso e per il significato che hanno in relazione alla loro cronologia e contenuti.

**61.** La lettura combinata di tale documentazione mostra che ogni iniziativa assunta da Premafin è stata assoggettata al vaglio di Mediobanca, per essere con la stessa concordata nei minimi dettagli. La numerosa corrispondenza intercorrente tra i rappresentanti legali delle due società testimonia infatti le singole fasi di trattativa che subisce ogni scelta gestionale che Premafin intenda assumere.

Contrariamente a quanto sostenuto dalle parti in ordine al fatto che l’Autorità non avrebbe provato l’esistenza di interessi convergenti di Premafin e Mediobanca alla realizzazione dell’operazione, l’interesse comune rilevante ai fini dell’acquisizione del controllo congiunto di un’impresa non implica assoluta convergenza di scopo tra i due acquirenti, ma la semplice volontà di realizzare l’operazione anche se con finalità diverse.

**62.** Per quanto concerne poi il duplice ruolo che contemporaneamente Mediobanca ha ricoperto nell’operazione-azionista di minoranza di Fondiaria e finanziatore dell’operazione-esso è stato debitamente considerato nell’ambito della procedura. La documentazione analizzata, ampiamente illustrata nel provvedimento di avvio, evidenzia che l’interazione tra Mediobanca e Premafin in ordine all’operazione Fondiaria-Sai non si è limitata

<sup>44</sup> [Cfr. *Sentenza del Consiglio di Stato del 23 aprile 2002 n.2199: “Le valutazioni dell’Autorità di settore assumono quindi una valenza diversa a seconda che si riferiscano alla disciplina e alle caratteristiche del settore regolato rispetto a quelle attinenti l’applicazione delle norme in materia di tutela della concorrenza. In entrambi i casi l’Autorità antitrust dovrà motivare il discostamento dal parere dell’autorità di settore, ma nella prima ipotesi la motivazione dovrà essere particolarmente esauriente a differenza della seconda, in cui le valutazioni attengono direttamente alle competenze attribuite al garante della concorrenza.” ]*

<sup>45</sup> [Cfr. *punto 8 della Comunicazione della Commissione 98/C/66/02.*]

<sup>46</sup> [Cfr. *punto 12 della citata Comunicazione.*]

<sup>47</sup> [Cfr. *punto 32, Comunicazione cit..*]

<sup>48</sup> [Cfr. *punto 33, Comunicazione cit..*]

alla mera definizione dei rapporti di finanziamento (che tipicamente intercorrono tra banca finanziatrice ed impresa) ed alla pretesa difesa dei diritti di minoranza di Mediobanca in Fondiaria, quali quelli legati alla *governance* della nuova entità Fondiaria-Sai, ma ha riguardato anche elementi diversi, quali la soluzione al problema delle partecipazioni incrociate, la collaborazione per evitare che Montedison cedesse ad altri il pacchetto di azioni Fondiaria, la ricerca di strumenti alternativi per evitare l'obbligo di opa, tra cui l'individuazione di investitori che subentrassero a Sai nell'acquisto di azioni Fondiaria.

Dalla documentazione acquisita emerge quindi non solo l'esistenza di un duplice ruolo di Mediobanca nella realizzazione dell'operazione-principale azionista di Fondiaria-Sai dopo Premafin e finanziatore della stessa Premafin -, ruolo che già di per sé è idoneo ad indicare la possibilità per Mediobanca di incidere sulle scelte strategiche di Premafin su Fondiaria-Sai ma anche la partecipazione di Mediobanca ad ulteriori attività fondamentali per il buon esito dell'operazione e per la gestione della nuova entità. La stessa Premafin, per giustificare tali ulteriori attività della banca d'affari, afferma che Mediobanca avrebbe agito anche come *advisor* nella ricerca di acquirenti alternativi.

Anche l'Isvap fa presente la necessità di considerare l'effettiva attività svolta da Mediobanca in qualità di banca d'affari, ma al contempo ritiene di non poter negare la circostanza che Mediobanca abbia agito come "*promotrice dell'operazione*".

**63.** Peraltro, gli stessi contatti tra Mediobanca e Premafin finalizzati alla definizione della *governance* della futura entità, sembrano trascendere quelli tipicamente intercorrenti tra azionisti alla vigilia di una fusione, come mostra ad esempio l'ipotesi, contenuta in un documento agli atti del procedimento *[omissis]*<sup>49</sup>.

**64.** Ciò testimonia inequivocabilmente come i contatti di Premafin e Mediobanca in ordine alla *governance* non fossero limitati ad una ripartizione dei componenti degli organi sociali della futura entità, ma mirassero alla gestione comune della stessa, come indica il fatto che attraverso tali contatti si definiscono anche i nominativi di tali componenti, e che alcuni di essi vengono presi in considerazione in rappresentanza sia di Premafin che di Mediobanca. In quest'ottica, perde rilievo la circostanza di natura formale, evidenziata dalle parti, che il progetto di fusione approvato preveda la presenza di 8 rappresentanti Sai nel consiglio di amministrazione della nuova entità, composto da 15 membri.

**65.** Né può ritenersi rilevante per escludere il concerto nella realizzazione dell'operazione, la circostanza, evidenziata dalle parti, che detta operazione sarebbe stata ideata dalla sola Sai sin dal 1998. Infatti, come già ampiamente esposto nel provvedimento di avvio del 10 ottobre 2002, il coinvolgimento di Mediobanca nella progettazione e realizzazione dell'operazione è dimostrato già a partire da quella data, come affermato espressamente dal dott. Gavazzi nel corso dell'audizione tenutasi presso la Consob il 7 agosto 2001<sup>50</sup>.

**66.** Con riferimento alle condizioni di acquisto di azioni Fondiaria, contenute nell'offerta di Sai del 1° luglio 2001, la tesi fondata sulla ragionevolezza del prezzo, in considerazione del ridotto tempo a disposizione e del valore dei multipli di mercato, non è condivisibile. Le argomentazioni sostenute dalle parti implicano infatti che il premio di maggioranza e il prezzo pagato per il pacchetto azionario non possono considerarsi fuori mercato, in quanto consentirebbero l'acquisto del controllo. Al riguardo, non può non essere evidenziato, tuttavia, che al momento dell'offerta non esistevano i presupposti per poter esercitare i diritti di voto. Inoltre, il prezzo va considerato unitamente ad una ingente caparra penitenziale ed al successivo onere derivato dalla necessità di compensare l'intervento dei 5 investitori, come riconosciuto dalla stessa Premafin.

In merito a questi ultimi, si ribadisce che le evidenze documentali agli atti confermano la natura di interposizione dell'intervento degli investitori suddetti, come mostra in particolare la circostanza che i contratti sottoscritti prevedono una remunerazione a carico di Sai a fronte di un acquisto di azioni privo di rischi per l'investitore. Si consideri inoltre che Sai, immediatamente dopo aver stipulato i contratti con gli investitori, ha continuato ad agire come l'effettivo titolare delle azioni cedute, come dimostra il resoconto dell'incontro tenutosi il 18 febbraio 2002 tra il dott. Ciani e il dott. Pagliaro per discutere la *governance* e la gestione di Fondiaria-Sai<sup>51</sup>.

In ogni caso, risulta agli atti il diretto interessamento di Mediobanca quantomeno nella prospettazione di questa soluzione (ricorso ai predetti investitori) per portare a termine l'operazione senza incorrere nell'obbligo di opa totalitaria. Assume pertanto un rilievo del tutto secondario, nell'ottica della dimostrazione del controllo congiunto, la

<sup>49</sup> [Cfr. doc. 131.]

<sup>50</sup> [Cfr. doc. 82.]

<sup>51</sup> [Cfr. doc. 128.]

circostanza che non Mediobanca, ma JP Morgan, avrebbe formalmente individuato gli investitori. A riguardo è necessario rammentare, come peraltro fa l'Isvap, la recente decisione del Tar in ordine all'annullamento della decisione della Consob che aveva dichiarato venuto meno il concerto precedentemente accertato dalla stessa di Premafin e Mediobanca. Per quanto la natura interpositiva dell'intervento dei cinque investitori debba essere soggetta ad ulteriore verifica da parte della Consob, in questa sede rileva che il Tar ha ritenuto sussistenti i presupposti per affermare il concerto tra le due società<sup>52</sup>.

**67.** Con riguardo alla rilevante esposizione debitoria di Premafin nei confronti di Mediobanca, le argomentazioni delle parti mirano a smentire la possibilità di configurare una situazione di dipendenza economica in capo a Premafin. In realtà, l'Autorità non ha mai sostenuto che i rapporti di finanziamento fra Mediobanca e Premafin potessero configurare una situazione di dipendenza economica in ragione dell'entità del finanziamento, ma ha accertato che la rilevanza dell'esposizione debitoria, peraltro maturata soprattutto al fine di realizzare l'operazione, costituisce un elemento decisivo al fine di condizionare Premafin nell'espressione delle scelte di *governance* e strategiche relative alla nuova entità Fondiaria-Sai, anche tenuto conto della valenza di alcune clausole contrattuali, quale quella cosiddetta *Material Adverse Change*. Né conduce a conclusione diversa la tesi sostenuta da Mediobanca, secondo cui la non eccezionalità dell'esposizione debitoria di Premafin sarebbe confermata dalla circostanza che tra i propri clienti esistono situazioni di indebitamento comparabili a quella di Premafin. In merito, si deve rilevare che dalle informazioni fornite a riguardo da Mediobanca, peraltro non sufficienti a valutare la situazione complessiva delle singole imprese e dunque la comparabilità con Premafin e Sai, si evince che di regola le imprese con un'esposizione debitoria particolarmente elevata verso Mediobanca sono di dimensioni significativamente diverse rispetto a quelle del gruppo Premafin.

Si deve peraltro rilevare che Mediobanca ha garantito il finanziamento per la realizzazione dell'operazione nel momento in cui maggiore era l'incertezza circa il buon esito della stessa, stanti la decisione della Consob del 10 agosto 2001 e il divieto dell'Isvap, mentre la riduzione del debito di Premafin verso la banca d'affari, che, solo la comunicazione delle risultanze istruttorie avvenuta il 13 novembre 2002, ha ceduto ad altre banche parte del proprio credito verso Premafin, è avvenuta in un momento successivo al superamento di tali ostacoli.

**68.** Inoltre, va evidenziato che la predetta riduzione del debito è stata realizzata su impulso di Mediobanca, che ha ceduto parte del proprio credito verso Premafin ad un'altra banca, mantenendo il ruolo di agente e impresa mandataria a favore della Banca Popolare di Lodi Scrl.

Dal punto di vista economico è di tutta evidenza la profonda differenza che sussiste tra il caso in cui la ricerca del finanziatore sia effettuata dal soggetto che necessita del finanziamento ed il caso in cui tale ricerca sia svolta da parte della banca che abbia già erogato il finanziamento ed intenda cederne una parte. Nel primo caso, infatti, il creditore deve effettuare la valutazione del rischio di credito sulla base delle caratteristiche del soggetto che chiede il finanziamento nonché di una serie di elementi di incerta valutazione e si espone quindi a un rischio di credito particolarmente elevato; al contrario, chi accetta di rilevare parte di un credito già esistente può contare sulla valutazione del rischio già effettuata dalla banca cedente e quindi la decisione di assumere tale credito dipende in misura rilevante dalla fiducia riposta nello stesso cedente. Quando poi la banca cedente è un soggetto di reputazione consolidata, come Mediobanca, che decide di mantenere una parte rilevante del debito, di fatto è lo stesso cedente a garantire sulla qualità dello stesso.

Nel caso di specie, assume quindi una valenza del tutto differente il fatto che sia stata Mediobanca a cedere parte del credito verso Premafin e non Premafin a trovare un nuovo finanziatore. Infatti, Mediobanca da un lato garantisce sulla qualità del debito, dall'altro, proprio in ragione dei rapporti, non solo economici, che la legano a Premafin, e del ruolo di agente e mandatario che assume nel *pool*, fornisce adeguate rassicurazioni alla Banca Popolare di Lodi circa la possibilità di rinegoziare le condizioni del credito qualora si verificassero circostanze che incidono sull'attuale solvibilità di Premafin.

**69.** Sotto un diverso profilo, contrariamente a quanto indicato dall'Isvap, non appaiono rilevanti le condizioni economiche a cui Mediobanca ha concesso i finanziamenti a Premafin e Sai, né la circostanza che la banca d'affari abbia agito in *pool* con altre banche. Infatti, in ordine al primo aspetto, condizioni diverse da quelle di mercato hanno rilievo soltanto per verificare una situazione di dipendenza economica tipica di un controllo esclusivo, circostanza questa non ravvisabile nel caso di specie. Relativamente al secondo aspetto, sebbene parte del finanziamento di Premafin sia stato concesso da Mediobanca in *pool* con altre banche, ciò deve essere considerato unitamente al fatto

<sup>52</sup> [Cfr. *Sentenza TAR del 30 ottobre 2002 n. 10709.*]

che Mediobanca era a capo del *pool* e che rispetto alle altre banche risultava, al momento dell'operazione, erogatrice per oltre l'80% del debito.

70. In questa prospettiva i legami finanziari, economici e personali che legano Premafin a Mediobanca e di cui è chiara evidenza agli atti del procedimento rappresentano elementi fondanti per l'esercizio del controllo congiunto su Fondiaria- Sai, anche a prescindere dalla effettiva compagine azionaria che la nuova entità assumerà a seguito della fusione. Risulta pertanto non decisiva per la qualificazione dell'operazione la circostanza, evidenziata dalle parti, che il 34% di azioni di Premafin nella nuova entità sarebbe sufficiente a garantirle il controllo esclusivo. Invero, anche qualora si convenisse in tal senso, i vincoli stringenti e consolidati nel tempo esistenti tra Mediobanca e Premafin non sono rimovibili *sic et simpliciter*, come mostra la circostanza evidenziata che la riduzione dell'indebitamento, ad oggi realizzata, è avvenuta sempre con l'intervento di Mediobanca. In virtù di tali legami non è possibile oggi affermare che Premafin sia in grado di esercitare un'influenza determinante nella gestione di Fondiaria-Sai senza il preventivo concerto con Mediobanca.

Non sono, dunque, pertinenti le osservazioni delle parti circa la pretesa contraddittorietà insita nel ragionamento dell'Autorità, che avrebbe utilizzato il criterio delle serie storiche delle presenze in assemblea per accertare il controllo esclusivo su Generali, non ritenendolo invece valido per stabilire il controllo esclusivo di Premafin su Fondiaria-Sai. Basti a riguardo considerare che per l'accertamento del controllo congiunto in esame assumono natura dirimente elementi probatori che mostrano come la concertazione tra Premafin e Mediobanca sia anche preliminare alle assemblee stesse.

#### *Il controllo di Mediobanca su Generali*

71. Con riferimento al controllo di Mediobanca su Generali, si fa presente che secondo la Comunicazione della Commissione sulla nozione di concentrazione, il controllo esclusivo di un'impresa "può essere acquisito anche attraverso una partecipazione di minoranza qualificata. Che ciò sia il caso, può essere stabilito in base ad elementi di natura giuridica o fattuale". La stessa Comunicazione precisa che un azionista di minoranza detiene il controllo esclusivo "quando è altamente probabile che l'azionista possa ottenere la maggioranza nell'assemblea degli azionisti perché le azioni rimanenti sono disperse tra una moltitudine di proprietari". Inoltre "il controllo esclusivo può essere esercitato anche da un azionista di minoranza che ha diritto di gestire gli affari della società e di determinare la sua politica aziendale", situazione che si verifica quando questi può fare affidamento sulla maggioranza dei membri degli organi sociali dell'impresa<sup>53</sup>.

72. In merito all'influenza di Mediobanca nella nomina degli organi sociali di Generali, in particolare del Consiglio di Amministrazione, Mediobanca e Generali sostengono che il Comitato Nomine abbia una funzione meramente conoscitiva circa le persone designate a comporre gli organi amministrativi. In realtà, gli elementi documentali acquisiti nel corso del procedimento evidenziano che, in seno al Comitato Nomine, si definisce la ripartizione dei poteri all'interno di Generali e l'assetto dei vertici, come poi sistematicamente e pressoché integralmente approvati dalle Assemblee.

73. Quanto, poi, alla pretesa normalità dei contatti preventivi tra i vertici di Generali e Mediobanca, che sarebbero funzionali a consentire un flusso informativo nei confronti dei principali azionisti, propedeutico all'esercizio del diritto di voto in Assemblea, gli ulteriori accertamenti istruttori condotti evidenziano la non condivisibilità di tale tesi. Ed infatti, l'esito della richiesta di informazioni ai principali azionisti di Generali diversi da Mediobanca, Premafin e Fondiaria, inviata in data 7 novembre 2002, al fine di verificare le modalità di partecipazione al voto alle Assemblee di Generali, nonché la natura delle informazioni inviate da Generali alla vigilia delle Assemblee stesse, con specifico riferimento alle ultime due Assemblee ordinarie<sup>54</sup>, ha mostrato una situazione affatto diversa.

Gli azionisti che hanno risposto, inclusi quelli più rilevanti quali il Fondo Banca d'Italia e la Fondazione Cariplo, hanno evidenziato come le scelte di voto nell'Assemblea di Generali siano orientate alla "valorizzazione

<sup>53</sup> [ Cfr. punto 8 della Comunicazione della Commissione 98/C/66/02.]

<sup>54</sup> [Si tratta di: Fondo Banca d'Italia, Fondazione Cariplo, Cassa Nazionale di Previdenza e Assistenza Forense, Fondo pensione agenti professionisti di assicurazione, Cassa Nazionale del Notariato, le cui risposte sono pervenute in data 8-12 novembre. Doc. 591. da 596 a 599.]

degli investimenti”<sup>55</sup> e soprattutto l’informativa preliminare a disposizione per la partecipazione alle Assemblee, inclusa quella del 28 aprile 2001, contrariamente a quanto sostenuto da Mediobanca, consista esclusivamente in “l’avviso di convocazione con ordine del giorno, i documenti di bilancio, nonché le relazioni del Consiglio di Amministrazione riguardanti gli altri argomenti all’ordine del giorno”.

**74.** La capacità di Mediobanca di influenzare in modo determinante le scelte strategiche di Generali costituisce un chiaro riflesso della posizione di forza detenuta dalla banca d’affari nelle Assemblee di Generali, dove Mediobanca dispone direttamente di una quota prossima alla maggioranza assoluta dei diritti di voto. Tale maggioranza viene raggiunta considerando i voti derivanti dalle azioni detenute da Fondiaria, a prescindere quindi dal comportamento degli altri azionisti importanti di Generali, molti dei quali di natura finanziaria.

Come emerso dalle risultante istruttorie, l’analisi delle assemblee ordinarie di Generali mostra come dal 2001 Mediobanca, dopo aver acquisito il controllo esclusivo di Euralux, detiene direttamente una partecipazione vicina alla maggioranza. La maggioranza assoluta viene raggiunta con i voti di Fondiaria, espressi direttamente o in delega.

In questo senso, non assumono rilievo le argomentazioni difensive di Generali in ordine alla necessità di computare nelle maggioranze assembleari i soli voti espressi direttamente; la stessa Commissione CE ha di recente ritenuto che l’esercizio di “un’influenza significativa” [su un’impresa titolare di diritti di voto in una società] “in virtù della partecipazione nel capitale sociale”, consente di affermare che detta impresa è “particolarmente propensa” a seguire il proprio azionista di riferimento nell’esercizio del voto e che quindi i relativi voti devono essere sommati per la verifica della maggioranza assembleare<sup>56</sup>. Ne deriva che essendo Fondiaria partecipata direttamente e indirettamente (tramite Montedison) da Mediobanca, i voti dell’impresa di assicurazione devono essere computati unitamente a quelli della banca d’affari.

Fino al lancio dell’Opa di Italennergia su Montedison, quindi, Mediobanca poteva contare sul voto di Fondiaria in ragione dei legami finanziari intercorrenti tra l’impresa di assicurazione e la banca d’affari (Fondiaria partecipa al patto di sindacato di Mediobanca; quest’ultima ha una partecipazione rilevante in Fondiaria oltre ad essere il principale azionista di Montedison).

Successivamente all’Opa di Italennergia, la realizzazione dell’operazione in esame doveva consentire e ha consentito a Mediobanca di poter continuare a contare sui voti di Fondiaria nelle Assemblee di Generali e, quindi, di mantenerne il controllo di fatto.

**75.** In definitiva, sulla base degli accertamenti svolti, è possibile affermare che Mediobanca, potendo contare sui voti di Fondiaria, era in grado di esercitare stabilmente un’influenza determinante sull’attività di Generali almeno dal momento in cui ha acquisito il controllo esclusivo di Euralux.

#### **e) Conclusioni**

**76.** La lettura combinata degli elementi documentali acquisiti ha consentito all’Autorità di qualificare l’operazione in esame come l’acquisizione del controllo congiunto su Fondiaria-Sai da parte di Premafin e Mediobanca. Tale operazione si colloca in un contesto in cui Mediobanca esercitava un controllo di fatto su Generali, controllo la cui stabilità poteva essere compromessa con l’uscita di Fondiaria dall’influenza di Mediobanca conseguente l’opa di Italennergia su Montedison, ma che viene preservata grazie all’operazione in esame, per le ragioni ampiamente riportate nel provvedimento di avvio della presente procedura del 10 ottobre 2002.

L’operazione in esame, dunque, in quanto comporta l’acquisizione del controllo congiunto di un’impresa, costituisce una concentrazione ai sensi dell’articolo 5, comma 1, lettera b), della legge n. 287/90.

## **IV. VALUTAZIONE DELLA CONCENTRAZIONE**

### **a) Le risultanze istruttorie**

#### *I mercati rilevanti*

<sup>55</sup> [Cfr. risposta di Fondazione Cariplo e Fondazione Cariplo - Iniziative Patrimoniali Spa dell’8 novembre 2002, doc. 591 cit.]

<sup>56</sup> [Cfr., in questo senso, missiva della Commissione CE del 20 luglio 2001, nonché decisione della Commissione CE del 28 agosto 2001, relative al caso M/2532 Fiat/Italennergia/Montedison in GUCE del 10 ottobre 200, n. C/284 ]

77. I mercati rilevanti ai fini della presente operazione sono i mercati dell'assicurazione danni, dove maggiori sono le sovrapposizioni delle quote di mercato delle imprese partecipanti. In particolare, nei mercati danni, sulla base dei dati di fonte Ania per il 2001, al termine dell'operazione il nuovo aggregato Fondiaria-Sai risulterà il primo operatore con una quota media del 19,10%, mentre il gruppo Generali il secondo con il 15,99%.

Più esattamente, vengono considerati come mercati rilevanti quei rami assicurativi per i quali le quote congiunte di Sai, Fondiaria e Generali risultano superiori ad una soglia del 30%. Sulla base di tale criterio non sono considerati come rilevanti i mercati relativi ai rami Credito, Cauzione, Perdite Pecuniarie, Tutela Giudiziaria e Assistenza. Si tratta peraltro di rami caratterizzati da alcune peculiarità, come la tipologia di rischi assicurati, che spesso richiedono la presenza di imprese specializzate. Inoltre, complessivamente tali rami rappresentano meno del 5% del comparto danni.

78. In merito alla definizione di mercato rilevante del prodotto si ricorda che, secondo l'orientamento consolidato dell'Autorità e della Commissione<sup>57</sup>, i mercati assicurativi, dal punto di vista del prodotto, sono stati finora individuati in base alla distinzione tra i diversi rami<sup>58</sup>; infatti ogni servizio assicurativo può essere distinto in funzione del rischio che copre e la sostituibilità tra i diversi tipi di rischio è molto limitata.

79. In realtà, occorre considerare che, di regola, in ciascun ramo assicurativo risultano contabilizzate polizze relative a rischi diversi, nonché che spesso le imprese offrono polizze cosiddette "multigaranzia" che coprono contestualmente diversi rischi, appartenenti a più rami. Si tratta di elementi da considerare nell'analisi degli effetti dell'operazione sui mercati interessati<sup>59</sup>.

80. Oltre ai rischi e alle garanzie relativi a ciascun ramo, occorre considerare anche la natura della domanda per le diverse coperture assicurative. Ciò in quanto, a seconda della tipologia di clientela, possono esistere differenze sostanziali circa l'esposizione complessiva al rischio sopportata dall'impresa<sup>60</sup>, il servizio prestato, le garanzie offerte, i criteri di tariffazione, le modalità assuntive; differenze tali che, in taluni casi, inducono a considerare le polizze offerte per i diversi segmenti di clientela come appartenenti a distinti mercati rilevanti.

81. L'opportunità di definire mercati distinti in base alla tipologia di clientela e alla natura del rischio risulta più evidente ove si consideri che spesso per i diversi segmenti di domanda esistono operatori differenti dal lato dell'offerta.

Ad esempio si consideri che, nel caso dei rischi aeronautici, le analisi condotte dalla Commissione e dall'Autorità hanno consentito di accertare l'esistenza di due distinti mercati: un mercato per i clienti che assicurano grandi rischi, quali compagnie aeree e satelliti, clienti in grado di cercare le migliori condizioni offerte da imprese attive a livello sopranazionale; un mercato per i piccoli rischi (piccoli velivoli, aeroclubs, alianti, deltaplani, ecc.) dove la domanda è soddisfatta da imprese attive a livello locale<sup>61</sup>.

82. In generale, come emerso nel corso del procedimento, esistono profonde differenze nelle modalità di assicurazione dei piccoli rischi rispetto ai grandi rischi.

<sup>57</sup> [Cfr. *Decisione della Commissione CE del 3 agosto 1993 (Codan-Hafnia)*, in *G.U.C.E. C225, 20 agosto 1993, al punto 7.*]

<sup>58</sup> [Cfr. *Allegato del Decreto Legislativo 17 marzo 1995, n. 175 Attuazione della direttiva 92/49/CEE in materia di assicurazione diretta diversa dall'assicurazione sulla vita* in *G.U. 18 maggio 1995 n. 114.*]

<sup>59</sup> [In sostanza, il prodotto assicurativo è per sua natura differenziato, in quanto ogni consumatore domanda una copertura personalizzata sulla base delle proprie esigenze e della propria rischiosità. In alcuni casi i rami amministrativi contengono coperture relative alla stessa tipologia di rischio, pertanto, pur in presenza di differenziazione, è possibile considerare le polizze inserite nel ramo come appartenenti al medesimo mercato rilevante del prodotto. In altri casi, come si verifica soprattutto nei rami Altri danni ai beni e RC Generale sono riportati i premi relativi a rischi eccessivamente eterogenei ed è quindi necessario procedere ad ulteriori analisi ai fini della corretta individuazione del mercato del prodotto.]

<sup>60</sup> [A riguardo si deve chiarire che l'esposizione al rischio di un'impresa è determinata dai massimali previsti in polizza e non dall'ampiezza del danno potenziale.]

<sup>61</sup> [Cfr. *Commissione CE Relazione al Parlamento Europeo e al Consiglio sul funzionamento del Regolamento della Commissione n. 3932/92, relativo all'applicazione dell'articolo 81 paragrafo 3 del Trattato a determinate categorie di accordi, decisioni e pratiche concordate nel settore delle assicurazioni, del 12 maggio 1999 e Provvedimento dell'Autorità del 21 febbraio 1996 Consorzio Italiano Assicurazioni Aeronautiche pubblicato sul Bollettino n. 8/1996.*]

Questi ultimi tipicamente si caratterizzano per una elevata esposizione al rischio, derivante o da massimali elevati per sinistro, ad esempio per gli aerei di linea, o da un ampio numero di rischi assicurati simultaneamente, come è il caso delle flotte o dell'assicurazione di più rischi diversi in relazione ad un medesimo soggetto (quale un ospedale, un ente pubblico o un'impresa).

Nel primo caso si tratta di rischi singoli che hanno natura catastrofale, la cui copertura richiede peraltro un'elevata capacità da parte dell'impresa di assicurazione, capacità che viene di regola garantita anche mediante un ampio ricorso alla riassicurazione.

In genere i rischi del secondo gruppo non risultano avere, presi singolarmente, natura catastrofale; né tale carattere è di regola attribuibile all'insieme dei rischi assicurati simultaneamente, in quanto la probabilità di sinistro associata a ciascun rischio assicurato è indipendente da quella degli altri rischi. Ad esempio, se un veicolo di una flotta assicurata ha un sinistro ciò non incide sulla probabilità di avere un sinistro per gli altri veicoli della flotta; pertanto, per l'impresa l'esposizione derivante dall'assicurazione di una flotta dipende esclusivamente dal numero dei veicoli di cui è costituita ed è identica a quella che si avrebbe assicurando individualmente lo stesso numero di veicoli. Per le flotte, quindi, la principale differenza rispetto ai piccoli rischi risiede nel vantaggio derivante all'impresa dalla possibilità di gestire con un'unica controparte una pluralità di rischi.

**83.** Nel corso dell'istruttoria, in data 19 settembre 2002, è stata inviata una richiesta di informazioni ad un campione altamente rappresentativo di imprese<sup>62</sup> al fine di analizzare le caratteristiche dei mercati interessati dall'operazione.

Dall'esame dei contratti emessi, delle condizioni di contratto, delle modalità assuntive, dei criteri di quotazione dei rischi, nonché della composizione della domanda, forniti dalle imprese, emerge che i rami nei quali è maggiore la presenza di rischi di natura catastrofale sono quelli connessi al trasporto di persone e merci, ad eccezione dei rami auto. In particolare si tratta dei rami Corpi di Veicoli Aerei, Corpi di Veicoli Ferroviari, Corpi di Veicoli Marittimi, Merci Trasportate e RC Aeromobili.

Il ramo RC Marittimi, invece, risulta costituito quasi esclusivamente da piccoli rischi, per diverse ragioni: in primo luogo si evidenzia che la normativa vigente impone l'obbligo di assicurazione ai soli veicoli da diporto, in secondo luogo risulta che gli armatori tendono a fare ricorso all'autoassicurazione per la copertura della RC, attraverso associazioni mutue, quali i P&I clubs<sup>63</sup>. Viceversa, la copertura Corpi di Veicoli Marittimi viene acquistata in misura minore dai proprietari di imbarcazioni da diporto, in quanto non esiste uno specifico obbligo di legge, mentre gli armatori acquistano tale copertura presso le imprese di assicurazione.

In generale, la domanda di copertura assicurativa per i rischi catastrofali legati ai trasporti è costituita da un numero limitato di soggetti, di regola imprese di grandi dimensioni attive spesso a livello sopranazionale.

**84.** Con riferimento alle differenze riscontrate, in primo luogo, si evidenzia l'esistenza di una elevata correlazione tra la tipologia di rischi in portafoglio e la scelta del canale distributivo. In particolare, mentre la domanda per i piccoli rischi si rivolge prevalentemente al canale agenziale, quella dei grandi rischi, quando non è soddisfatta da imprese *captive*, ricerca la migliore soluzione assicurativa presso i *brokers*<sup>64</sup>. Infatti, nei rami dove la raccolta premi è costituita prevalentemente da polizze per piccoli rischi, l'attività dei *brokers* è marginale, mentre nei rami in cui una parte significativa di premi riguarda polizze per grandi rischi, la maggior parte dei premi risulta intermediata dai *brokers*<sup>65</sup>. In particolare, nei rami RC Auto e RC Marittimi, dove la domanda è costituita

<sup>62</sup> [Il campione è stato costruito considerando le imprese più rappresentative di ciascun ramo (sempre le prime 10, ad eccezione di alcuni rami dove la struttura dell'offerta è particolarmente concentrata, in cui sono state considerate le prime 5 imprese; poiché la richiesta di informazioni è stata di regola estesa a tutti i rami oggetto di indagine, il numero di imprese che ha risposto per ciascun ramo è aumentato in modo significativo); il campione ha una rappresentatività che oscilla tra il 71% della raccolta premi (ramo Merci) ad oltre il 99% (rami Corpi di Veicoli Aerei e Corpi di Veicoli Ferroviari).]

<sup>63</sup> [Cfr. decisione della Commissione CE del 12 aprile 1999, n. IV/D-I/30.373, P&I Clubs, in G.U.C.E. n. L125 del 19 maggio 1999.]

<sup>64</sup> [In realtà, la clientela dei *brokers* è rappresentata, oltre che dai grandi rischi, anche da imprese di piccole-medie dimensioni, nonché in alcuni casi dalle stesse famiglie. In ogni caso, anche se non esiste una relazione diretta tra canale di vendita e tipologia di rischio, è corretto ritenere che di regola nei rami dove prevale la distribuzione mediante canale agenziale la raccolta premi sia costituita prevalentemente da piccoli rischi. ]

<sup>65</sup> [I dati forniti dalle imprese possono sottostimare il ruolo dei *brokers*, in quanto parte della raccolta premi imputabile a questi ultimi può essere contabilizzata nella raccolta del canale agenziale, circostanza che si può verificare quando il broker non opera direttamente con l'impresa ma si rivolge all'agente. ]

prevalentemente da piccoli rischi, i *brokers* intermediano rispettivamente circa il 2,9% e il 4% dei premi, a fronte di valori superiori al 50% per i rami Merci e Corpi di Veicoli Marittimi (si veda tabella 2).

Del tutto peculiare è il ramo Corpi di Veicoli Ferroviari, dove, in ragione della natura della domanda e delle specificità dei rischi assicurati, l'acquisizione dei rischi in portafoglio tipicamente viene effettuata dalle imprese senza ricorso ad intermediari. Un comportamento analogo può riscontrarsi anche nel caso di grandi vettori che operano nel trasporto aereo e marittimo.

**Tabella 2: Premi intermediati dai brokers (%)-2001**

<b>Infortunati</b>	8,33
<b>Malattia</b>	17,10
<b>Corpi Veicoli Terrestri</b>	8,07
<b>Corpi Veicoli Ferroviari</b>	2,14
<b>Corpi Veicoli Aerei</b>	38,87
<b>Corpi Veicoli Marittimi</b>	65,25
<b>Merci</b>	54,64
<b>Incendio</b>	9,16
<b>Altri danni ai beni</b>	12,38
<b>RCAuto</b>	2,89
<b>RCAerei</b>	37,06
<b>RC Marittimi</b>	3,99
<b>RC Generale</b>	13,23

*Fonte: elaborazione su dati forniti dalle imprese*

**85.** In secondo luogo, è emerso che anche la coassicurazione risulta correlata in modo significativo con la presenza di grandi rischi in portafoglio. Come si vede dalla tabella 3, il ricorso alla coassicurazione di regola è particolarmente frequente nei rami dove buona parte della raccolta premi riguarda polizze per grandi rischi, soprattutto di natura catastrofale, come è il caso ad esempio dei Corpi di Veicoli Ferroviari, Aerei e Marittimi, delle Merci e della RC Aerei, dove le polizze in coassicurazione costituiscono circa la metà del portafoglio. Nei rami in cui la domanda è rappresentata in prevalenza da piccoli rischi, come ad esempio i rami auto e il ramo RC Marittimi, le imprese ricorrono solo marginalmente alla coassicurazione. Il fatto che nei rami Infortuni e Malattia, in cui si assicurano rischi individuali, le imprese ricorrono comunque alla coassicurazione, seppure in misura non rilevante, si spiega con la significativa presenza di polizze collettive accanto alle coperture individuali.

**Tabella 3: Premi in coassicurazione (%)-2001**

<b>Infortunati</b>	<b>10,18</b>
<b>Malattia</b>	<b>13,93</b>
<b>Corpi Veicoli Terrestri</b>	<b>1,26</b>
<b>Corpi Veicoli Ferroviari</b>	<b>99,56</b>
<b>Corpi Veicoli Aerei</b>	<b>48,66</b>
<b>Corpi Veicoli Marittimi</b>	<b>62,71</b>
<b>Merci</b>	<b>50,81</b>
<b>Incendio</b>	<b>23,75</b>
<b>Altri danni ai beni</b>	<b>22,71</b>
<b>RC Auto</b>	<b>0,55</b>
<b>RC Aerei</b>	<b>47,39</b>
<b>RC Marittimi</b>	<b>0,82</b>
<b>RC Generale</b>	<b>21,30</b>

*Fonte: elaborazione su dati forniti dalle imprese*

**86.** I dati sulla coassicurazione mostrano, inoltre, come le imprese specializzate nella copertura di determinati rischi tendono ad offrire in coassicurazione tutte le coperture che non costituiscono il proprio *core business*. Ciò

consente anche alle imprese specializzate di soddisfare la domanda della propria clientela, che può riguardare anche rischi diversi da quelli tipicamente coperti dall'impresa, e di offrire polizze "multigaranzia".

**87.** Infine, emergono differenze sostanziali in merito alla gestione complessiva dei contratti per la copertura delle diverse tipologie di rischio.

**88.** La domanda di copertura assicurativa per i piccoli rischi è soddisfatta prevalentemente da imprese attive a livello nazionale o locale, attraverso contratti redatti nella lingua parlata ove è localizzato il rischio.

Spesso si tratta di rischi di massa, in relazione ai quali un numero molto elevato di soggetti richiede una copertura assicurativa di massimale modesto a fronte del pagamento di premi non particolarmente elevati. L'elevato numero di soggetti assicurati non può che determinare un numero elevato di sinistri da liquidare. Per tali ragioni, la possibilità di disporre di reti distributive e liquidative diffuse in modo capillare, costituisce un elemento essenziale all'attività delle imprese.

Per i rischi di massa il premio finale pagato da ciascun assicurato si desume di regola da tariffari predeterminati dalle imprese, mentre le condizioni di contratto tendono ad essere standardizzate.

**89.** Viceversa, per i rischi catastrofali, la domanda, di regola, è rappresentata da imprese di medie-grandi dimensioni e può essere soddisfatta anche da imprese estere, con contratti non necessariamente in lingua italiana. Considerata la natura di tali rischi (numero relativamente esiguo dei rischi assicurati ed elevati massimali), non appare necessario per le imprese di assicurazione sostenere i costi connessi alla costituzione di estese reti distributive e liquidative a livello locale.

Il premio dipende dalla quotazione specifica del singolo rischio ed, in genere, quando non viene stabilito direttamente all'estero, dalle imprese di riassicurazione, risente comunque degli andamenti del mercato internazionale<sup>66</sup>.

**90.** Per quella parte di grandi rischi, per i quali l'elevata esposizione delle imprese assicurative deriva dalla somma di molteplici piccoli rischi, la domanda è rappresentata da un numero non elevato di soggetti, che di regola per il complesso dei loro rischi si avvalgono dell'attività di un *broker*. Sotto il profilo distributivo tali rischi sono quindi in parte assimilabili a quelli catastrofali.

Viceversa, la gestione dei sinistri non si discosta da quella tipica dei piccoli rischi, proprio in considerazione del fatto che la natura di grandi rischi deriva in questo caso dalla molteplicità dei rischi assicurati, che singolarmente sono piccoli.

**91.** Le differenze sopra enunciate fanno sì che mentre la domanda di copertura per i rischi catastrofali può essere soddisfatta anche presso imprese estere, nel caso dei piccoli rischi e di parte dei grandi rischi, quali le flotte auto e i rischi di enti pubblici, tale possibilità è estremamente ridotta se non nulla.

A riguardo si consideri che un'impresa attiva in regime di libera prestazione di servizi è in grado di offrire una copertura assicurativa a condizioni concorrenziali per un rischio catastrofale, anche in ragione del fatto che i costi di gestione sono limitati rispetto al premio ricevuto; tale impresa non è di regola interessata ad offrire coperture per piccoli rischi, assicurati individualmente o in modo collettivo, in considerazione del livello eccessivamente elevato dei costi di gestione, distribuzione e liquidazione in rapporto al premio, quando il numero dei rischi assicurati non raggiunge una soglia minima. Inoltre, mentre nel caso dei rischi catastrofali del settore trasporti la rischiosità di un vettore nazionale non è dissimile da quella di un vettore estero in relazione alle medesime rotte, per cui l'impresa di assicurazione estera non necessita di uno specifico *know how* per la quotazione del rischio, nel caso dei piccoli rischi l'impresa estera deve sostenere costi per acquisire le informazioni necessarie a quotare un rischio situato sul territorio nazionale.

**92.** L'insieme degli elementi sopra indicati induce a ritenere che i mercati assicurativi per i rischi catastrofali abbiano dimensioni geografiche sovranazionali, in considerazione della concorrenza effettiva e potenziale esercitata da imprese di assicurazione estere.

---

<sup>66</sup> [Al riguardo si osserva che, in questo caso, la stessa domanda è in grado di conoscere quali siano le condizioni di assicurazione vigenti all'estero, in quanto è costituita o da imprese multinazionali che assicurano parte dei propri rischi all'estero o da imprese che comunque operano su più mercati e hanno rapporti di collaborazione con imprese estere.]

Viceversa, i mercati assicurativi per i piccoli rischi, assicurati individualmente o in modo collettivo, hanno di regola dimensione nazionale<sup>67</sup>.

**93.** Sulla base di tali considerazioni, si può ritenere che i rami caratterizzati dalla presenza predominante di piccoli rischi (individuali o collettivi) costituiscano distinti mercati del prodotto e abbiano estensione geografica nazionale. Con specifico riferimento alla fattispecie in esame si tratta dei rami Infortuni, Malattia, Corpi di Veicoli Terrestri, Incendio, Altri danni ai beni, RC Auto, RC Marittimi, RC Generale.

**94.** Per quanto riguarda gli altri rami oggetto di esame, l'individuazione dei mercati rilevanti del prodotto e geografico richiede, in conformità agli orientamenti della Commissione CE e dell'Autorità, un'analisi più articolata delle condizioni di domanda e di offerta.

**95.** Nel ramo Corpi di Veicoli Ferroviari, la domanda è costituita esclusivamente da pochi operatori, per rischi di natura indubbiamente catastrofale. In Italia sono attive poche imprese, prevalentemente appartenenti al gruppo Generali, che operano interamente in coassicurazione.

Si tratta pertanto di un mercato avente dimensione sovranazionale, in relazione al quale l'operazione in esame non è suscettibile di produrre effetti significativi sotto il profilo antitrust, sia in considerazione del fatto che la sovrapposizione nelle quote di mercato è marginale, sia in ragione della dimensione ridotta dei fatturati realizzati dalla imprese interessate in rapporto al mercato di riferimento.

Per tale ragione, il mercato per l'assicurazione dei Corpi di Veicoli Ferroviari non sarà oggetto di ulteriori trattazioni.

**96.** Nei rami Corpi di Veicoli Aerei, Corpi di Veicoli Marittimi, Merci e RC Aeromobili, la domanda è costituita in parte da pochi operatori per rischi catastrofali, in parte da soggetti che chiedono la copertura di piccoli rischi.

In particolare, nei rami per l'assicurazione dei rischi aeronautici (Corpi di Veicoli Aerei e RC Aeromobili), la domanda è costituita, oltre che dalle flotte aeree, da un certo numero di velivoli ad uso privato di piccole dimensioni<sup>68</sup>.

Nei Corpi di Veicoli Marittimi, come già rilevato, la domanda è costituita prevalentemente, oltre che dagli armatori, dai proprietari delle imbarcazioni da diporto<sup>69</sup>.

Per quanto riguarda il ramo Merci, la domanda è costituita in parte dai vettori che trasportano merci per via aerea e marittima, ma soprattutto dai vettori che trasportano merci su gomma<sup>70</sup>. Una parte consistente di questi è rappresentata da piccole imprese, spesso con un solo automezzo (i cosiddetti "padroncini").

Considerato che, come già evidenziato, dall'istruttoria è emerso che le condizioni di concorrenza per l'assicurazione dei piccoli rischi sono sensibilmente diverse rispetto a quelle dei grandi rischi, soprattutto catastrofali, all'interno di ciascuno dei rami Corpi di Veicoli Aerei, Corpi di Veicoli Marittimi, Merci e RC Aeromobili è possibile individuare due distinti mercati rilevanti, uno per la copertura dei rischi catastrofali, l'altro per la copertura degli altri rischi, aventi rispettivamente dimensione geografica sovranazionale e nazionale.

**97.** Nel 2001 la raccolta premi complessiva nel settore dell'assicurazione danni è stata di poco inferiore a 31 miliardi di Euro. Di questi, come si evince dal grafico 1, circa la metà è attribuibile alla RC Auto obbligatoria; oltre il 9% è rappresentato dai premi Corpi di Veicoli Terrestri e l'8,6% dal ramo Infortuni.

I rami dove i rischi catastrofali rappresentano una parte significativa raccolgono premi complessivi pari al 2,63%.

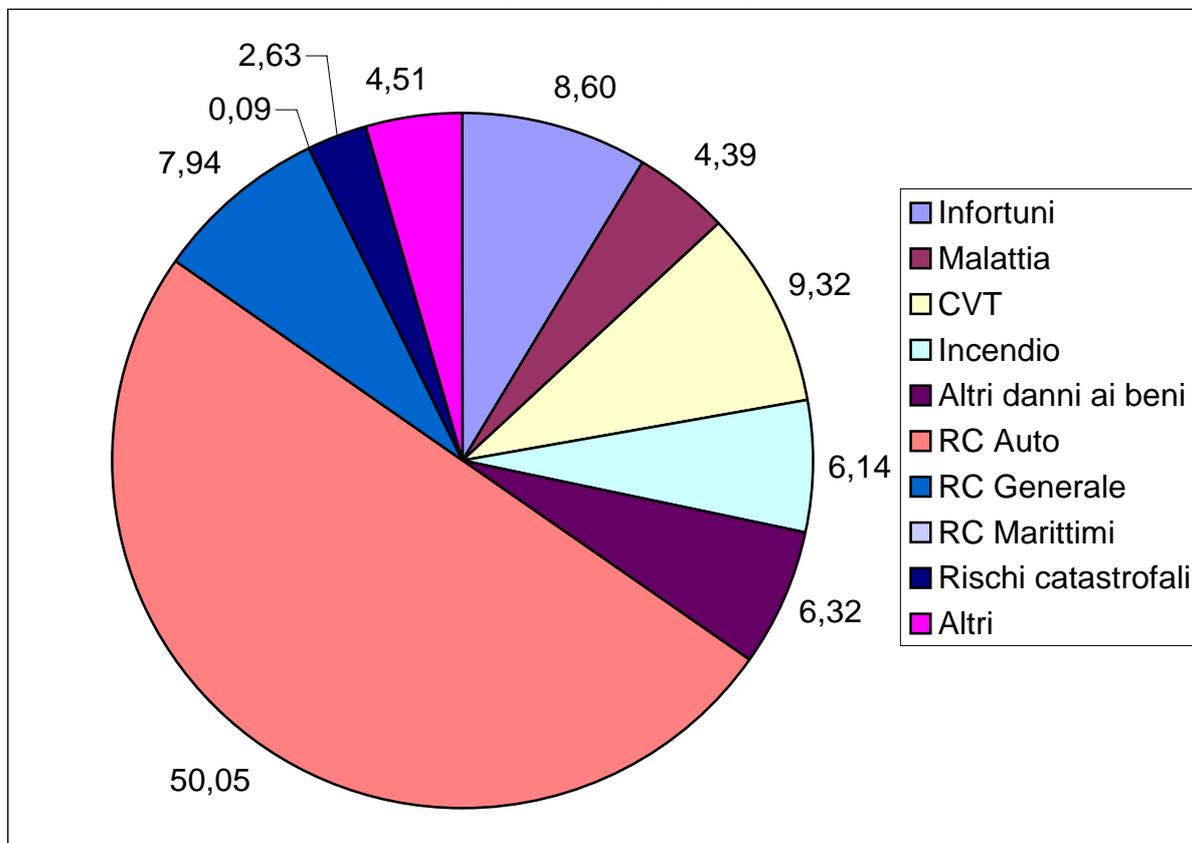
<sup>67</sup> [Cfr. a riguardo Decisione della Commissione CE del 12 gennaio 2000, n. IV/M.1712 Generali/Ina, in G.U.C.E. n. C058 del 1° marzo 2000.]

<sup>68</sup> [Nel 2002 in Italia risultano immatricolati poco meno di 3.000 aeromobili appartenenti a questa categoria. Fonte: risposta di RAS, del 6 novembre 2002, alla richiesta di informazioni del 19 settembre 2002. ]

<sup>69</sup> [Attualmente in Italia esistono circa 300.000 piccole imbarcazioni. Fonte: stime contenute nella risposta di RAS, del 6 novembre 2002, alla richiesta di informazioni del 19 settembre 2002. ]

<sup>70</sup> [In Italia il trasporto su gomma rappresenta circa l'89% del trasporto merci in volume (anno 2001, Fonte: Databank), mentre in valore il trasporto merci per conto terzi su strada costituisce circa il 67% del totale (Cfr. Provvedimento dell'Autorità del 20 settembre 2002 C/4812 TNT Services/SDO-Servizi di Distribuzione Ottica, pubblicato sul Bollettino n. 38/2001. ]

**Grafico 1: Composizione del portafoglio danni – 2001**



Fonte: *Elaborazione su dati Ania*

*Gli effetti dell'operazione sul grado di concentrazione*

98. La tabella 4, contenuta nell'allegato 2, illustra la posizione dei primi dieci gruppi assicurativi. In particolare sono stati presi a riferimento i primi 10 gruppi per raccolta premi complessiva nel settore danni, che congiuntamente realizzano una quota di circa l'80%. Per tali gruppi sono state considerate le quote di mercato registrate in ciascuno dei rami assicurativi nei quali maggiori risultano essere le conseguenze dell'operazione in esame.

99. Per quanto riguarda i mercati nazionali corrispondenti ai rami nei quali è prevalente la domanda di copertura di piccoli rischi (Infortuni, Malattia, Corpi di Veicoli Terrestri, Incendio, Altri danni ai beni, RC Auto, RC Marittimi e RC Generale), rappresentanti circa il 93% dell'intera raccolta premi nei rami danni, si osserva che i gruppi Generali, Sai e Fondiaria sono sempre tra i principali operatori del mercato.

**i rami auto**

100. In particolare, nei rami auto, che come ricordato rappresentano una parte assolutamente rilevante della raccolta premi del settore danni, prima dell'operazione il gruppo Ras risulta il primo operatore con il 16,1% e il 14,9% nei mercati RC Auto e Corpi di Veicoli Terrestri. In tali mercati il secondo operatore è Sai rispettivamente con quote del 12,5% e del 14,3%, mentre Generali e Fondiaria sono il terzo e quarto operatore con quote pari o superiori al 10%.

Gli altri operatori del settore detengono quote sensibilmente inferiori, di regola inferiori all'8%, con eccezione di Toro che nel mercato dei Corpi di Veicoli Terrestri raccoglie l'8,7%.

**101.** Per effetto dell'operazione si viene a costituire un aggregato di dimensione rilevanti, con quote di gran lunga superiori a quelle degli altri concorrenti. In particolare nel mercato RC Auto Generali, Sai e Fondiaria detengono congiuntamente una quota pari al 34,2%, mentre nel mercato Corpi di Veicoli Terrestri il 33,9%, corrispondente ad oltre il doppio della quota di Ras, secondo operatore in entrambi i mercati.

Il CR4 cresce nel mercato RC Auto dal 50,3% al 65,2%. Nel ramo Corpi di Veicoli Terrestri, l'indice CR4 cresce dal 48,8% al 64,5%.

#### **il ramo infortuni**

**102.** Nel ramo Infortuni, terzo mercato per raccolta premi, l'operazione in esame determina la concentrazione del primo, terzo e quarto operatore, ovvero Generali, Sai e Fondiaria, con quote di mercato rispettivamente del 22,8%, 9,8% e 8%. Il secondo operatore del mercato è Ras, con il 10,9%, mentre il quinto è Unipol, con una quota del 7,1%, gli altri concorrenti hanno quote pari o inferiori al 5%.

**103.** Ad esito dell'operazione, l'aggregato Generali-Sai-Fondiaria deterrà una quota di poco inferiore al 41%, circa tre volte quella del principale operatore concorrente, Ras e sei volte quella del terzo operatore, Unipol. Il CR4 aumenta dal 54,4% al 66,6%.

#### **il ramo rc generale**

**104.** Anche nel ramo per l'assicurazione della RC Generale le imprese interessate sono in posizione di rilievo, realizzando rispettivamente Generali il 21,2% della raccolta premi, Fondiaria l'8,5%, Sai il 6,4%.

**105.** La concentrazione in esame determina la costituzione del primo operatore del ramo, con una raccolta premi superiore al 36,1%. Il principale concorrente resta Ras, con una quota del 13,8%, pari a poco più di 1/3 di quella del nuovo operatore, il terzo operatore, Unipol, ha una quota del 7,6%, corrispondente a circa 1/5 di quella di Generali-Sai-Fondiaria. Il CR4 aumenta dal 51,1% al 63,3%.

#### **il ramo altri danni ai beni**

**106.** Nel ramo relativo all'assicurazione Altri danni ai beni, quinto per raccolta premi, le imprese interessate all'operazione realizzano una raccolta premi del 23,0% (Generali, 1° operatore), 7,9% (Fondiaria, 3° operatore) e 5,9% (Sai, 6° operatore). I principali concorrenti sono Ras, con una raccolta del 13,0% e Reale con il 7,2%.

**107.** Per effetto della concentrazione l'aggregato Generali-Sai-Fondiaria diventa primo operatore, con una raccolta premi di poco inferiore al 37%, quasi tre volte quella del maggiore concorrente e oltre cinque volte quella del terzo gruppo.

Il CR4 aumenta dal 51,1% al 62,8%.

#### **il ramo incendio**

**108.** Nel mercato per l'assicurazione Incendio, Generali, Fondiaria e Sai sono rispettivamente il 1°, il 3° ed il 6° operatore, con quote del 19,4%, 10,5% e 5,4%. Il maggiore concorrente, Ras, detiene una quota di mercato del 14,7%, mentre Toro e Reale Mutua hanno quote di circa il 6%.

**109.** Anche in tale ramo, la realizzazione della concentrazione in esame determinerà la costituzione di un operatore di rilevanti dimensioni, con una quota di mercato del 35%, più di due volte quella del principale concorrente e sei volte quella degli altri competitors.

L'indice di concentrazione CR4 aumenta dal 50,5% al 61,2%.

#### **il ramo malattia**

**110.** Il settimo mercato per importanza economica, tra quelli ove l'operazione è suscettibile di produrre gli effetti più significativi, è quello dell'assicurazione Malattia. In tale mercato, Generali occupa una posizione di *leadership* con una quota pari al 23,6%, le altre imprese interessate sono in terza e quinta posizione, con quote del

10,3% per Sai e del 6,1% per Fondiaria. I maggiori competitor sono Ras, con una quota del 14,1% e Unipol con il 7,8%.

111. Ad esito dell'operazione nel mercato si costituisce un aggregato in posizione di assoluto rilievo, con una quota di mercato prossima al 40%. Tale quota risulta circa tre volte superiore a quella di Ras e cinque volte maggiore di quella di Unipol.

Il CR4 cresce dal 55,8% a quasi il 68%.

#### **il ramo rc marittimi**

112. Infine, nel mercato per l'assicurazione RC Marittimi, l'operazione in esame interessa tre dei primi quattro operatori: Generali, con il 26,6%, Sai con il 10,8%, Fondiaria con il 7,6%. I principali concorrenti sono Ras con il 12,6% e Unipol con il 5,6%.

113. La concentrazione determina la costituzione di un aggregato di rilevanti dimensioni, con una quota del 45%, oltre tre volte e mezzo quella del principale concorrente e otto volte quella di Unipol. Il CR4 cresce dal 57,6% al 68,5%.

#### **gli altri rami trasporti**

114. Per quanto riguarda i rami dove la raccolta premi deriva in prevalenza dalla copertura di rischi catastrofali (alcuni rami relativi all'assicurazione trasporti) si rileva che, sebbene le risposte delle imprese alla richiesta di informazioni del 19 settembre 2002 non permettano di effettuare una chiara distinzione tra la raccolta premi per i grandi e i piccoli rischi e quindi di calcolare le quote sul mercato dei piccoli rischi, l'operazione di concentrazione produce comunque effetti di rilievo.

In generale si osserva che in tali rami il numero di imprese presenti è piuttosto ridotto; inoltre Generali, Sai e Fondiaria realizzano una raccolta premi congiunta di assoluto rilievo, oscillante tra il 48,3% del ramo Merci Trasportate e l'88,2% del ramo RC Aeromobili. In tali rami, l'unico concorrente con una raccolta premi significativa è Ras, le cui quote oscillano tra il 5,7% del ramo Corpi di Veicoli Marittimi e il 9,6% del ramo RC Aeromobili<sup>71</sup>. Considerate le caratteristiche dell'offerta dei rami trasporti, si può affermare che per effetto dell'operazione in esame la domanda di copertura assicurativa dei piccoli rischi vedrà ridursi ulteriormente il numero di imprese concorrenti, in settori già sensibilmente concentrati.

#### **conclusioni sulla variazione del grado di concentrazione**

115. In conclusione, l'operazione in esame determina indubbiamente un significativo aumento nel grado di concentrazione in tutti i mercati interessati, e conduce alla costituzione di un nuovo aggregato in posizione di assoluto rilievo nella quasi generalità dei mercati dell'assicurazione danni.

Per quanto riguarda in particolare i rami i cui mercati hanno dimensione esclusivamente nazionale, che rappresentano oltre il 90% dell'intera raccolta premi del settore danni, l'operazione in esame determina la costituzione del primo operatore, con quote di mercato nettamente superiori a quelle degli altri concorrenti. Segnatamente, le quote di Generali-Sai-Fondiaria oscillano tra il 34% (ramo Corpi di Veicoli Terrestri) e il 45% (ramo RC Marittimi).

In tutti i mercati vi è un unico operatore concorrente con quote superiori al 10%, Ras, che solo in un caso realizza una quota di mercato superiore al 15% (ramo RC Auto). In ogni caso, il rapporto tra la quota del primo e del secondo operatore, ad esito dell'operazione, assumerà valori che oscillano tra 2,1 e 3,6. Rispetto al terzo operatore, le quote di mercato del primo operatore risulteranno superiori da cinque a otto volte.

Il grado di concentrazione aumenta sensibilmente in tutti i mercati presi in esame.

In definitiva, si osserva che il nuovo aggregato arriverà a detenere una posizione significativamente distanziata rispetto al secondo operatore, che peraltro risulta l'unico a detenere quote di mercato apprezzabili, a fronte di una pluralità di altri concorrenti con posizioni poco significative.

<sup>71</sup> [Nel ramo Merci Trasportate sono attive alcune imprese estere che realizzano congiuntamente circa un quarto della raccolta premi italiana. Si tratta di imprese specializzate nell'assicurazione di grandi rischi.]

Nei rami Aeronautici, Corpi di Veicoli Marittimi e Merci Trasportate, in cui coesistono un mercato nazionale per i piccoli rischi ed uno sopranazionale per i rischi catastrofali, pur non potendosi procedere, sulla base delle risposte alle richieste di informazioni alle imprese, ad un'esatta determinazione delle quote di mercato, l'operazione in esame comunque determina la diminuzione del numero, già ridotto, di operatori presenti, limitando ulteriormente l'offerta di servizi assicurativi per i piccoli rischi.

#### *Altre caratteristiche dei mercati interessati*

**116.** L'analisi condotta sulle quote di mercato mostra che sussistono i presupposti per la costituzione di una posizione dominante. Depone in tal senso anche la natura delle imprese coinvolte, per cui la concentrazione in esame consente al nuovo aggregato Fondiaria-Sai-Generali di sfruttare i vantaggi derivanti dalla possibilità di offrire l'intera gamma di prodotti con un ampio numero di marchi noti e affermati. Analogamente, considerata la diversa specializzazione produttiva delle imprese interessate, volte alcune prevalentemente a soddisfare i bisogni della clientela *corporate*, altre a soddisfare quelli del segmento persone, altre ancora orientate alle grandi imprese, l'operazione in esame consentirà al nuovo aggregato di rafforzarsi nell'offerta destinata a tutte le tipologie di domanda<sup>72</sup>.

*Si deve inoltre considerare che i mercati interessati presentano una serie di caratteristiche tipiche di mercati scarsamente competitivi, quali la presenza di significative barriere all'entrata a livello distributivo, la rigidità della domanda, la stabilità delle quote di mercato nonché l'accertata possibilità per il nuovo aggregato di agire indipendentemente dai concorrenti e dai consumatori nella fissazione dei prezzi.*

#### **le barriere all'entrata**

**117.** La descritta rigidità dei mercati interessati dipende in primo luogo dall'esistenza di rilevanti barriere all'entrata a livello distributivo, con inevitabili effetti nel mercato della produzione, barriere che interessano in modo decisivo i rami nei quali la maggior parte della raccolta premi è effettuata dalla rete agenziale.

Tali barriere sono riconducibili prevalentemente all'effetto di blocco all'accesso al canale distributivo tradizionale, blocco provocato dalla rete di rapporti di esclusiva tra imprese e rivenditori che caratterizza il sistema distributivo. La quasi totalità dei prodotti del ramo danni (87%) viene collocata attraverso agenti, la maggior parte dei quali distribuisce le polizze di un solo produttore.

**118.** Nel corso del procedimento le parti hanno peraltro affermato l'importanza della rete distributiva per lo sviluppo di condizioni di concorrenza nei mercati assicurativi. Proprio poiché la concorrenza nel settore assicurativo si svolge prevalentemente a livello di punto vendita, secondo le parti l'operazione non è idonea a produrre effetti di rilievo sui prezzi<sup>73</sup> e ciò costituisce anche un indizio della ridotta elasticità della domanda delle imprese.

Sotto questo profilo si evidenzia che il nuovo aggregato potrà disporre di una rete distributiva capillare, costituita da oltre un terzo degli agenti attivi in Italia, tutti legati da vincoli di esclusiva.

Considerato che l'87% dell'intera raccolta premi nel settore danni è intermediata dagli agenti è evidente l'importanza per Generali, Sai e Fondiaria di possedere una siffatta rete distributiva, al fine di preservare le proprie quote di mercato.

#### *la stabilità delle quote di mercato*

**119.** Un ulteriore indicatore delle rigidità esistenti dal lato dell'offerta e della scarsa elasticità della domanda è rappresentato dalla sostanziale stabilità delle quote di mercato, che emerge nella generalità dei rami danni.

Gli indici di cograduazione di Spearman calcolati per il periodo 1998-2001 sulle imprese attive in alcuni rami danni (Infortuni, Malattia, Corpi di Veicoli Terrestri, Incendio, RC Auto e RC Marittimi), dopo aver depurato le quote di mercato per la crescita esterna, assumono valori sempre superiori a 0,9, con picchi dello 0,97 nel ramo Incendio e dello 0,96 nel ramo RC Auto<sup>74</sup>.

<sup>72</sup> [Cfr. Verbalì audizione di Fondiaria del 17 settembre 2002, di Sai del 17 settembre 2002, di Generali del 16 settembre 2002.]

<sup>73</sup> [Cfr. Verbale audizione Fondiaria del 17 settembre 2002.]

<sup>74</sup> [L'indice di cograduazione di Spearman è un indice che permette il confronto tra le diverse graduatorie, rilevando il grado di similitudine tra le stesse. Quanto più l'indice tende ad 1, tanto più le due graduatorie sono simili.]

**Tabella 5: Stabilità delle quote di mercato. Indice di cograduazione di Spearman (1998-2001)**

Ramo	
<i>Infortuni</i>	0,9282
<i>Malattia</i>	0,9396
<i>Corpi di Veicoli Terrestri</i>	0,9404
<i>Incendio</i>	0,9675
<i>RC Auto</i>	0,9599
<i>RC Marittimi</i>	0,9044

Fonte: elaborazione su dati Isvap e Ania

*l'indipendenza nella fissazione dei prezzi*

**120.** Accanto agli indicatori strutturali sopraccitati, l'individuazione dell'esistenza di una posizione dominante deve tener conto della possibilità per l'aggregato che scaturisce dalla concentrazione di incrementare in modo significativo i prezzi dei prodotti offerti, circostanza indicativa dell'indipendenza di comportamenti.

In questa prospettiva, è stata condotta una simulazione su un modello di tipo PCAIDS (*Proportionality Calibrated Almost Ideal Demand System*)<sup>75</sup> con l'obiettivo di verificare in che misura l'incremento nel grado di concentrazione indotto dall'operazione aumenta la possibilità di comportamenti indipendenti nella fissazione dei prezzi per l'aggregato post-merger.

**121.** La metodologia PCAIDS, i cui fondamenti teorici sono diffusamente illustrati nell'appendice economica allegata, che costituisce parte integrante del presente provvedimento, si basa su tre ipotesi fondamentali:

a) l'interazione tra imprese che producono beni differenziati e competono sul prezzo può essere rappresentata attraverso il modello di competizione oligopolistica alla Bertrand con prodotti differenziati;

b) le funzioni di domanda sono lineari e del tipo AIDS: la quota di mercato di ogni prodotto è funzione del (logaritmo del) prezzo di quel prodotto e dei (logaritmi dei) prezzi dei prodotti sostituti; inoltre, sono assenti gli effetti di reddito;

c) proporzionalità: la riduzione della domanda per un certo prodotto, provocata da un aumento unilaterale del prezzo di tale prodotto, si ripartisce tra gli altri prodotti in modo proporzionale alle rispettive quote di mercato; tali ipotesi corrisponde all'assunzione che tutti i prodotti siano tra loro sostituti egualmente buoni – non siano cioè inusualmente lontani tra loro in termini di attributi e sostituibilità -, in modo che la quota di mercato definisce la probabilità di effettuare delle vendite aggiuntive per ciascun prodotto.

**122.** Tali ipotesi permettono di calcolare la variazione dei prezzi conseguente ad una concentrazione, tenendo conto anche delle eventuali efficienze da questa generate, disponendo di un insieme limitato di informazioni: elasticità della domanda del mercato ed elasticità di uno dei prodotti oggetto della concentrazione; quote di mercato pre-merger.

Nelle simulazioni condotte, sono stati assunti i valori delle elasticità necessari per condurre le simulazioni coerenti con le caratteristiche dei mercati assicurativi oggetto di esame e quindi non idonei a sovrastimare gli effetti sui prezzi derivanti dalla concentrazione. Anzi, per le elasticità sono stati prescelti valori neutrali o favorevoli alle parti, come dimostra ad esempio la circostanza che in relazione al ramo RC Auto è stata adottata un'elasticità per il mercato pari a -1, valore di gran lunga superiore a quello osservabile negli ultimi anni in tale mercato, anche in considerazione dell'obbligatorietà della copertura; per l'impresa è stato utilizzato un valore dell'elasticità desunto da uno studio condotto da Generali<sup>76</sup>.

**123.** Il calcolo della variazione dei prezzi si basa sul confronto tra l'equilibrio di mercato pre-concentrazione e quello post-concentrazione.

In generale, l'equilibrio post-concentrazione risulterà differente in quanto ora i prodotti offerti dalle imprese coinvolte nella concentrazione saranno venduti da un'unica impresa, che internalizzerà la concorrenza tra di essi. Tale internalizzazione permette all'impresa risultante dalla concentrazione di aumentarne i prezzi, in una misura che dipende dall'elasticità della domanda per tali prodotti, nonché dalle quote di mercato. In altri termini, data l'ipotesi di

<sup>75</sup> [Cfr. Epstein R. - Rubinfeld D. *Merger Simulation: A Simplified Approach with New Applications*, in *Antitrust Law Journal*, dicembre 2001.]

<sup>76</sup> [Nell'appendice sono illustrati in dettaglio le ragioni per la scelta delle elasticità.]

proporzionalità, maggiore sarà la quota di mercato del nuovo aggregato post-merger e minore sarà l'elasticità della domanda, più elevati saranno i possibili aumenti di prezzo. Infatti, una minore elasticità della domanda riduce il numero di clienti che un'impresa perde quando aumenta i prezzi, mentre maggiori quote di mercato rendono più accettabile tale perdita di clienti in quanto una quota consistente dei clienti che lasciano l'impresa finisce per rivolgersi ad un'impresa a questa collegata.

Nel caso in esame, le strategie di vendita del nuovo aggregato Fondiaria-Sai dovranno tenere conto necessariamente di quelle di Generali, in considerazione della riconducibilità di entrambe le imprese ad uno stesso soggetto.

**124.** La simulazione è stata condotta con riferimento ai rami corrispondenti ai mercati di dimensioni maggiori per raccolta premi (RC Auto, Corpi di Veicoli Terrestri, Infortuni, RC Generale), nonché nel ramo RC Marittima dove la sovrapposizione nella posizione delle parti derivante dalla concentrazione è maggiormente significativa.

**125.** I risultati della simulazione, dettagliatamente riportati nell'appendice economica, indicano che la concentrazione potrebbe consentire alle imprese coinvolte di aumentare significativamente i prezzi nella generalità dei mercati esaminati, anche accogliendo l'ipotesi più favorevole alle imprese relativamente ai guadagni di efficienza.

Tali aumenti di prezzo risultano sensibilmente più elevati rispetto a quelli medi di mercato e avvengono, peraltro, a fronte di una modesta diminuzione delle quote di mercato delle imprese coinvolte.

Tale elemento contribuisce, accanto a quelli sopra evidenziati, ad indicare l'esistenza di una significativa indipendenza di comportamento in capo alla nuova entità risultante dalla concentrazione, che si riflette nella capacità di aumentare significativamente i prezzi (pari al 10% circa), a fronte di una modesta riduzione delle quote di mercato.

#### ***b) Le argomentazioni degli interessati***

**126.** Premafin, Sai e Fondiaria evidenziano preliminarmente l'anomalia insita nell'analisi dell'Autorità la quale avrebbe valutato una concentrazione tra tre operatori, due dei quali hanno progettato una fusione individuando rilevanti sinergie anche di costo, mentre la terza impresa, Generali, continua a rimanere un'entità separata. Inoltre, le imprese suddette sottolineano che quote di mercato congiunte inferiori al 40% sono ben al di sotto dei valori solitamente utilizzati per individuare una posizione dominante.

**127.** Con riferimento alle barriere all'entrata, le parti hanno contestato l'affermazione dell'Autorità circa l'esistenza di tali barriere a livello distributivo nei mercati interessati, in considerazione del fatto che esistono 13.000 agenti senza portafoglio di cui potrebbero avvalersi le imprese che intendono entrare in detti mercati (Fondiaria), che vi sono intermediari indipendenti e nuovi canali distributivi in via di sviluppo (Generali), e che le imprese possono costituire una rete distributiva adeguata acquisendo operatori di piccole dimensioni (Premafin e Sai).

**128.** Generali contesta l'asserita stabilità delle quote di mercato nel settore dell'assicurazione danni, in quanto l'Autorità avrebbe ommesso di considerare che la gran parte delle polizze assicurative sono di durata pluriennale e quindi la concorrenza tra imprese può svolgersi solo sulle nuove acquisizioni. L'esercizio condotto da Generali sui tassi di variazione della raccolta premi per ramo mostra risultati opposti a quelli dell'Autorità. Al contrario, Premafin, Sai e Fondiaria, osservano che l'asserita stabilità delle quote in realtà nasconde un elevato turn-over, anche in considerazione del fatto che *“la durata delle polizze si va accorciando, il che comporta una maggiore variabilità tendenziale delle quote”*<sup>77</sup>.

**129.** Infine, nelle proprie memorie, Premafin, Sai e Fondiaria hanno contestato il ricorso al modello PCAIDS, nonché le stime per le elasticità dell'Autorità, utilizzate per le simulazioni, proponendo il ricorso ad un modello alternativo Logit, che, con diverse ipotesi sull'elasticità e sui guadagni di efficienza, conduce a risultati ben diversi da quelli ottenuti dall'Autorità.

#### ***c) Il parere dell'Isvap***

<sup>77</sup> [Cfr. Audizione dei rappresentanti di Sai del 17 settembre 2002, doc. n. 461.]

**130.** In merito alle caratteristiche del mercato, l'ISVAP conviene con l'Autorità in ordine alla circostanza che l'operazione di concentrazione produce i suoi effetti principali nel settore danni e condivide la suddivisione della domanda in *retail e corporate*.

**131.** Con riferimento alla struttura del settore danni, l'Istituto fa presente tuttavia che le barriere all'ingresso non sarebbero così importanti come indicato dall'Autorità nella Comunicazione delle risultanze istruttorie, in quanto, sebbene ad oggi il canale agenziale svolga un ruolo preponderante, si devono considerare i nuovi canali di vendita quali le banche e Poste Italiane, le cui potenzialità di sviluppo sono molto rilevanti in termini di numero e dislocazione territoriale dei punti vendita. Al riguardo l'Istituto fornisce una serie di dati sulla rilevanza dei canali distributivi.

**132.** Inoltre, con riguardo alle quote di mercato derivanti dall'aggregazione, che l'Istituto riferisce alle sole Sai e Fondiaria, l'ISVAP fornisce dati puntuali da cui si evincono le quote di mercato sia a livello nazionale che provinciale delle imprese coinvolte e dei concorrenti più prossimi. Tali dati, che non superano mai il 35%, confermano, a giudizio dell'Istituto, l'inidoneità dell'operazione a restringere la concorrenza.

**133.** Per quanto riguarda le simulazioni condotte dall'Autorità, l'Isvap ritiene che, prima di applicare tale metodo, sarebbe necessario verificare se i prodotti offerti dalle imprese coinvolte siano più sostituibili tra loro rispetto a quelli delle altre imprese sul mercato, in quanto gli effetti ipotizzati nel modello utilizzato dipendono in modo consistente sulle ipotesi di sostituibilità adottate.

Secondo l'Isvap, inoltre, nel mercato assicurativo non vi sono particolari vincoli di capacità di offerta per le imprese presenti, e ciò costituirebbe un elemento idoneo a bilanciare la possibile propensione all'aumento dei prezzi derivante dalla concentrazione. Tale circostanza non sarebbe tenuta in considerazione nel modello utilizzato dall'Autorità.

Infine, secondo l'Isvap nei mercati assicurativi le imprese non potrebbero adottare i comportamenti sottostanti il modello PCAIDS, in quanto, a seguito di un aumento unilaterale di prezzo, i concorrenti aumenterebbero i prezzi per i profili più rischiosi, sottraendo solo i clienti migliori all'impresa che ha aumentato il prezzo. L'impresa che aumenta i prezzi potrebbe addirittura trovarsi in una situazione peggiore in termini di margini di profitto rispetto a quella precedente l'incremento di prezzo.

#### *d) Valutazioni*

**134.** La qualificazione dell'operazione come controllo congiunto di Mediobanca e Premafin su Fondiaria-Sai, in un contesto in cui la banca d'affari aveva il controllo di fatto di Generali ed è riuscita a mantenerlo per effetto dell'operazione, impone di considerare congiuntamente dette imprese assicurative ai fini di valutare l'impatto concorrenziale dell'operazione, in quanto è inevitabile che sia Fondiaria-Sai che Generali dovranno tener conto degli effetti del proprio comportamento su quello dell'altra impresa.

Al riguardo non è condivisibile quanto rappresentato dall'Isvap e, di fatto, affermato anche dalle parti, che la considerazione congiunta della posizione di mercato di Generali e di Fondiaria-Sai conduce ad una definizione di concentrazione estranea ai "*diffusi orientamenti interpretativi*".

Al riguardo si ricorda che secondo quanto esplicitato all'articolo 22 della Comunicazione della Commissione sulla nozione di imprese interessate ad una operazione di concentrazione<sup>78</sup> "*in caso di acquisizione del controllo congiunto di una società o di un'attività preesistente, le imprese interessate sono ciascuna delle società che acquistano il controllo congiunto e la società preesistente oggetto dell'acquisizione*". Nella valutazione degli effetti di una concentrazione si devono, pertanto, considerare le attività esercitate nei mercati rilevanti dall'insieme delle imprese interessate, direttamente o mediante imprese dalle stesse controllate.

La valutazione antitrust delle concentrazioni prescinde, infatti, dall'analisi dei comportamenti individuali di ogni singola impresa appartenente ad un gruppo, in quanto si riconosce che difficilmente questa possa adottare comportamenti che ledano gli interessi della propria controllante né di altre imprese appartenenti al medesimo gruppo.

Per altro verso, proprio in considerazione del fatto che esistono ipotesi di concentrazione realizzate attraverso l'acquisto del controllo congiunto di un'impresa preesistente, non necessariamente il concetto di concentrazione, a

<sup>78</sup> [Cfr. Comunicazione CE n. 98/C 66/03, *Nozione di imprese interessate a norma del regolamento (CEE) n. 4064/89 del Consiglio relativo al controllo delle operazioni di concentrazione tra imprese, in G.U.C.E. n. C/66 del 2 marzo 1998.*]

differenza di quanto affermato dall'Isvap, implica “*la scomparsa dal mercato di una o più imprese*”. Pertanto, nel caso in esame, in virtù dell'operazione, Mediobanca diventerà il “*centro decisionale*” dei due gruppi Fondiaria-Sai e Generali, il che non implica necessariamente uniformazione delle politiche commerciali, ma esclude ogni incentivo alla concorrenza nel mercato assicurativo.

**135.** Per quanto riguarda la valutazione tecnica relativa all'impatto dell'operazione sui mercati assicurativi, l'Isvap fornisce il proprio parere in ordine ad un'operazione diversa rispetto a quella accertata dall'Autorità, soffermandosi ad esaminare la sola posizione di Sai e Fondiaria, senza considerare il ruolo di Mediobanca e quindi la posizione di Generali. Il parere non fornisce quindi, in virtù della diversa impostazione dell'Istituto, quegli elementi di conoscenza del settore assicurativo, connotato da particolari meccanismi di funzionamento e da una complessa ed estesa regolamentazione, relativi alla valutazione dell'impatto concorrenziale dell'operazione<sup>79</sup> in questione. In ogni caso, di seguito verranno prese in considerazione quelle osservazioni formulate dall'Isvap che possono essere comunque ritenute riferibili anche all'operazione di concentrazione oggetto del presente procedimento.

**136.** L'operazione ha effetti su numerosi mercati dell'assicurazione danni: alcuni hanno dimensione nazionale, in quanto si tratta di rami ove prevale la copertura di piccoli rischi (rami Infortuni, Malattia, Corpi di Veicoli Terrestri, Incendio, Altri danni ai beni, RC Auto, RC Marittimi, RC Generale), altri hanno in parte dimensione nazionale e in parte sopranazionale, trattandosi di rami in cui coesistono coperture per piccoli rischi fornite da imprese nazionali e coperture per grandi rischi (Corpi di Veicoli Aerei, Corpi di Veicoli Marittimi, Merci e RC Aeromobili)<sup>80</sup>.

Ad esito dell'operazione Generali e Fondiaria-Sai verrebbero a detenere quote di mercato congiunte, nei mercati di dimensione nazionale, oscillanti tra il 34% (ramo Corpi di Veicoli Terrestri) ed il 45% (ramo Corpi di Veicoli Marittimi); si incrementerebbe, inoltre, in misura considerevole il grado di concentrazione di tali mercati.

**137.** Si tratta di quote rilevanti che, contrariamente a quanto sostenuto dalle parti, sono suscettibili di destare preoccupazioni di carattere concorrenziale nei mercati assicurativi, in considerazione delle caratteristiche peculiari dell'industria.

A riguardo è sufficiente ricordare come in merito all'operazione di concentrazione Generali/Ina, caratterizzata da sovrapposizione nelle quote di mercato inferiori nei rami vita (35,8% nel ramo Vita I e 32,9% nel ramo Vita III), la Commissione abbia condizionato l'operazione all'adozione di diverse misure strutturali e comportamentali, proprio in ragione del potenziale impatto restrittivo sulla concorrenza derivante dall'operazione<sup>81</sup>. Ciò a conferma del fatto che quote di mercato quali quelle che si verrebbero a determinare a seguito dell'operazione in esame possono condurre alla costituzione di una posizione dominante in grado di ostacolare in modo significativo la concorrenza nei mercati rilevanti.

**138.** I mercati assicurativi presentano, come emerso nel corso dell'istruttoria, una serie di caratteristiche tipiche di mercati scarsamente competitivi, quali la presenza di significative barriere all'entrata a livello distributivo, la rigidità della domanda, la stabilità delle quote di mercato, nonché l'esistenza di partecipazioni incrociate, che intercorrono anche tra le imprese parti della presente istruttoria. Tali elementi impongono di valutare con estrema attenzione le operazioni di concentrazione che determinano importanti sovrapposizioni di quote di mercato.

**139.** Nelle proprie memorie difensive le parti hanno negato l'esistenza di barriere all'entrata legate alle rigidità presenti nel settore della distribuzione, ed in particolare alla rete di rapporti di esclusiva che vincola il canale agenziale. In particolare, è stato fatto notare, da Fondiaria, che esistono 13 mila agenti senza portafoglio i cui servizi potrebbero essere utilizzati dalle imprese nuove entranti; inoltre, secondo Generali i nuovi entranti potrebbero utilizzare canali di vendita alternativi alla rete agenziale, quali i *broker* o gli sportelli bancari o postali. Anche l'Isvap ha posto in risalto come non esistano particolari vincoli normativi alla possibilità per la clientela *retail* di rivolgersi, così come già avviene nel settore vita, ad intermediari distinti dagli agenti di assicurazione.

<sup>79</sup> [Cfr. a riguardo, *Decisione del Consiglio di Stato del 16 ottobre 2002, n. 5064, Generali/Unicredito.*]

<sup>80</sup> [L'operazione non ha effetti significativi nel mercato rappresentato dal ramo di Corpi di Veicoli Ferroviari, in considerazione della dimensione sopranazionale di tale mercato.]

<sup>81</sup> [Cfr. *Decisione della Commissione n. COMP/M. 1712 del 12 gennaio 2000, Generali/INA, in G.U.C.E. n. C/058 del 1° marzo 2000.*]

La documentazione acquisita nel corso del procedimento ha evidenziato come la clientela assicurativa possa essere distinta tra utenti *corporate* e *retail*; la clientela *corporate*, soprattutto le grandi imprese, tende a rivolgersi ad intermediari indipendenti per la ricerca di condizioni di polizza migliori, mentre la clientela *retail* si rivolge in maniera pressoché esclusiva alla rete tradizionali degli agenti monomandatari. Nel provvedimento si è, peraltro, mostrato che è proprio la presenza di *broker* attivi nei rami assicurativi i cui prodotti sono destinati alle grandi imprese che contribuisce a rendere tali rami come internazionali.

Per quanto concerne i rami le cui polizze sono rivolte alla clientela *retail*-che tra l'altro rappresentano una parte di assoluto rilievo dell'intero settore danni-si osserva che, seppure è possibile che nel lungo periodo si rendano disponibili nuovi canali di vendita, è innegabile che, nel breve-medio periodo-unico rilevante nell'analisi antitrust delle concentrazioni-una nuova impresa che voglia vendere i propri prodotti di regola deve avvalersi della rete agenziale. Inoltre, considerato che il turn-over della domanda nel settore assicurativo è piuttosto ridotto, per poter collocare i propri prodotti una nuova impresa deve poter fare affidamento su agenti che già dispongono di una propria clientela; pertanto, non può essere accolta la tesi, avanzata da Fondiaria, che l'esistenza di una rete agenziale vincolata da rapporti di esclusiva non rappresenta una barriera all'ingresso in considerazione dell'esistenza di 13 mila agenti senza portafoglio.

Sono proprio le barriere all'entrata di tipo distributivo che impongono alle imprese la necessità, sottolineata anche da Premafin e Sai, di acquisire operatori già attivi nel mercato per commercializzare le proprie polizze.

**140.** Per quanto concerne la domanda nel settore assicurativo, Fondiaria e Sai hanno sostenuto che, a fronte della presunta stabilità delle quote di mercato evidenziata dall'Autorità, le due imprese registrano un turn-over della domanda molto elevato, come risulterebbe dai dati relativi al proprio portafoglio RC Auto. Al riguardo si osserva che tutti gli studi sul mercato disponibili indicano un tasso di fedeltà all'impresa di assicurazione particolarmente elevato, ad esempio Prometeia stima che in Italia nel settore RC Auto il tasso di fedeltà all'impresa di assicurazioni è pari al 92,5%<sup>82</sup>.

**141.** Sotto un diverso profilo, Generali ha contestato la metodologia utilizzata dall'Autorità per sostenere la stabilità delle quote di mercato. In particolare l'Autorità ha sostenuto che i valori eccezionalmente elevati assunti dall'indice di cograduazione di Spearman<sup>83</sup>, calcolato sulle quote di mercato di tutte le imprese attive nei singoli rami assicurativi, rappresentano un indicatore inequivocabile della stabilità delle quote di mercato, stabilità che rappresenta un elemento tipico di mercati poco concorrenziali. Secondo Generali, l'Autorità avrebbe dovuto calcolare l'indice di cograduazione non sulle quote di mercato, ma sulla variazione della raccolta premi di ciascuna impresa, in considerazione della durata pluriennale delle polizze di assicurazione.

Tale posizione non appare condivisibile per numerose ragioni. Al riguardo è sufficiente osservare che, a differenza di quanto sostenuto da Generali, risulta che la durata media delle polizze di assicurazione tende a ridursi e che tendono a prevalere polizze di durata annuale<sup>84</sup>; inoltre, non si può trascurare che, a differenza di quanto si registra per la nuova produzione nel settore vita, la variazione della raccolta premi nel settore danni può derivare dall'aumento dei premi praticati dalle imprese di assicurazione piuttosto che dall'acquisizione di nuova clientela.

In ogni caso, è opportuno sottolineare che la durata pluriennale che intercorre nei rapporti tra imprese ed assicurati, derivante di regola dal tacito rinnovo di contratti di assicurazione annuale, rappresenta proprio una delle cause delle rigidità riscontrate nel settore assicurativo, che limitano lo sviluppo di una effettiva concorrenza nel settore.

**142.** Accanto agli indicatori strutturali sopraccitati, l'individuazione dell'esistenza di una posizione dominante deve tener conto anche della possibilità per l'impresa di “*tenere comportamenti alquanto indipendenti nei confronti dei suoi concorrenti, dei suoi clienti e, in ultima analisi, dei consumatori*”<sup>85</sup>. Tali comportamenti si manifestano essenzialmente nella possibilità che le imprese hanno di incrementare il livello dei propri prezzi al di sopra di quello di equilibrio concorrenziale o, come nel caso in esame, consentito dalla situazione di mercato preesistente alla concentrazione.

<sup>82</sup> [Cfr. *Il Giornale delle Assicurazioni*, ottobre 2002. ]

<sup>83</sup> [Per il significato da attribuire all'indice di Spearman si veda la nota 41.]

<sup>84</sup> [Si veda in tal senso anche l'Audizione dei rappresentanti di Sai del 17 settembre 2002, doc. n. 461. ]

<sup>85</sup> [Cfr. per tutte, Corte di Giustizia, sentenza del 13 febbraio 1979, causa C-85/76, *Hoffmann La Roche/Commissione* (Raccolta, 1979, p. 461) e sentenza del 14 febbraio 1978, causa C-27/76, *United Brands/Commissione* (Raccolta, 1978, p. 207).]

Le simulazioni condotte dall'Autorità sulla base di un modello di tipo PCAIDS hanno mostrato che, con ipotesi ragionevoli sul valore assunto dalla elasticità del mercato e della singola impresa, la concentrazione in esame permette alle imprese interessate di incrementare in misura considerevole i propri prezzi al disopra di quelli esistenti nell'equilibrio pre-concentrazione. Ad esempio, per quanto riguarda il ramo RC Auto tali aumenti di prezzo risultano in media per le imprese partecipanti alla concentrazione superiori al 10%.

**143.** In merito all'utilizzo del modello PCAIDS l'Isvap ha sollevato diversi elementi di perplessità.

In particolare, l'Isvap ritiene che, prima di applicare tale metodo, sarebbe necessario verificare se i prodotti offerti dalle imprese coinvolte siano più sostituibili tra loro rispetto a quelli delle altre imprese sul mercato, e quindi se è verificata una delle ipotesi alla base dei modelli teorici cosiddetti *à la* Hotelling, che studiano gli effetti di prezzo delle concentrazioni in un contesto di beni differenziati ipotizzando che tali effetti siano tanto maggiori quanto più prossimi (in termini di sostituibilità) sono i beni offerti dalle imprese interessate dalla concentrazione. In realtà, il metodo PCAIDS si basa su un'ipotesi differente (cosiddetta ipotesi di proporzionalità), assumendo che i prodotti delle varie imprese siano ugualmente buoni sostituti tra loro e quindi che le quote di mercato delle imprese misurino l'attrattività dei prodotti offerti dalle stesse per i consumatori; gli aumenti di prezzo possibili dopo una concentrazione di conseguenza sono tanto maggiori quanto più sono elevate le quote di mercato delle imprese interessate. Inoltre, lo stesso Istituto, nel riconoscere che "*in via generale, esiste una elevata standardizzazione dell'offerta di prodotti ramo danni retail che rende difficilmente personalizzabili i prodotti di ciascuna impresa*", implicitamente conferma la validità dell'ipotesi di proporzionalità applicata ai mercati assicurativi. Nei mercati *retail*, la complessità del prodotto e l'esistenza di asimmetrie informative rendono difficile per il consumatore il confronto tra prodotti diversi offerti dalle varie imprese (diverse possono essere infatti le garanzie offerte in una data polizza, diverso il modo di selezionare il rischio, diverse le strategie di prezzo); pertanto il consumatore nel proprio processo di scelta si affida alla riconoscibilità del marchio e alla fiducia nel distributore. Gli effetti di un siffatto processo di scelta si riflettono soprattutto nelle quote di mercato.

Secondo l'Isvap, inoltre, "l'ipotesi dell'esistenza di un potere di imporre aumenti di prezzi unilateralmente, senza subire effetti della concorrenza, da parte delle imprese del nuovo aggregato, è fondata sul postulato che le imprese concorrenti nel restante mercato non siano in grado di espandere la loro offerta in tempi rapidi, sia per limiti di capacità produttiva che per la presenza di costi di produzione crescenti". Per l'Isvap si tratterebbe di un elemento di rilievo in quanto detti vincoli sono poco stringenti nel mercato assicurativo. In realtà il metodo PCAIDS, in quanto ipotizza che ogni impresa possa adeguare prontamente la propria offerta alla maggiore domanda derivante dall'aumento dei prezzi praticato da altre imprese, si basa proprio sull'assenza di vincoli di capacità ed è quindi adeguato allo studio dei mercati assicurativi così come descritti dall'Isvap.

Infine, non può accogliersi l'obiezione avanzata dall'Isvap per cui nei mercati assicurativi le imprese non potrebbero adottare i comportamenti sottostanti il modello PCAIDS per i noti problemi di selezione avversa che caratterizzano detti mercati: i concorrenti, a seguito di un aumento unilaterale di prezzo, aumenterebbero i prezzi per i profili più rischiosi, sottraendo solo i clienti migliori all'impresa che ha aumentato il prezzo. L'impresa che aumenta i prezzi verrebbe quindi a trovarsi in una situazione addirittura peggiore in termini di margini di profitto rispetto a quella precedente l'incremento di prezzo. Tale argomentazione non vale sul piano teorico, in quanto il modello PCAIDS confronta due equilibri (pre- e post- merger), in entrambi i quali le imprese fissano i propri prezzi prendendo in considerazione l'esistenza di diverse categorie di rischio tra gli assicurati. Poiché in equilibrio non esistono incentivi a modificare i prezzi relativi ai diversi profili di rischio, né nell'equilibrio pre-merger né il quello post-merger dovrebbe osservarsi il comportamento dei concorrenti paventato dall'Isvap. In ogni caso, considerato che esiste un numero indeterminato di profili tariffari, i modelli di simulazione (sia PCAIDS che Logit) non possono che esaminare gli andamenti medi dei prezzi, senza che ciò implichi che i prezzi di tutti i profili varino come il prezzo medio.

Invero, affinché si producano i comportamenti paventati dall'Isvap, occorrerebbe che i mercati assicurativi, contrariamente a quanto si verifica, siano caratterizzati da elevata trasparenza e mobilità dei consumatori.

**144.** Premafin, Sai e Fondiaria, dal canto loro, hanno proposto il ricorso ad un diverso modello di stima, basato su una funzione di domanda di tipo Logit, sostenendo che tale modello sarebbe preferibile sia perché maggiormente consolidato sia perché la metodologia PCAIDS, *ceteris paribus*, tenderebbe a sovrastimare gli effetti di prezzo della concentrazione. In realtà, come ampiamente illustrato nell'appendice economica, non vi è alcuna base, né teorica né empirica, per sostenere che la metodologia utilizzata dalle parti sia preferibile *a priori* rispetto a quella PCAIDS adottata dall'Autorità, che, peraltro, è basata su ipotesi complessivamente meno restrittive di quelle sottostanti il metodo Logit.

Sotto un diverso profilo si evidenzia che buona parte degli esercizi di simulazione condotti dalle parti ipotizza valori delle elasticità poco realistici, in quanto troppo elevati ove si considerino le caratteristiche della domanda nei mercati oggetto di analisi. Viceversa, come illustrato nel punto 122 e nell'appendice economica, i valori delle elasticità adottati per le simulazioni PCAIDS condotte dall'Autorità sono neutrali o favorevoli alle parti.

I risultati delle simulazioni Logit basate su valori delle elasticità poco realistici non sono quindi rilevanti per l'analisi; guardando ai risultati delle simulazioni Logit che ipotizzano valori più appropriati, emerge che gli incrementi di prezzo previsti dalla concentrazione sono comunque elevati, seppure minori di quelli prodotti dal metodo PCAIDS, essendo ad esempio compresi tra il 6% e l'8% nel ramo RC Auto.

**145.** Attraverso il modello Logit si è inoltre stimato quale dovrebbe essere il risparmio dei costi, derivante dalle sinergie che si verrebbero a creare per effetto dell'operazione, necessario per annullare il possibile aumento dei prezzi. Le simulazioni condotte hanno mostrato che solo ipotizzando sinergie dell'ordine dell'11-13%, ovvero un aumento del grado di efficienza delle imprese partecipanti alla concentrazione molto superiore a quello dichiarato dalle stesse imprese nel proprio piano industriale, possono registrarsi effetti nulli sui prezzi delle imprese<sup>86</sup>.

#### *e) Conclusioni*

**146.** In definitiva, l'acquisto del controllo congiunto di Fondiaria-Sai da parte di Mediobanca e Premafin, in un contesto in cui la banca d'affari esercita un controllo di fatto su Generali, risulta idoneo a produrre la costituzione di una posizione dominante in capo a Mediobanca, tramite Generali e la nuova entità Fondiaria-Sai, nei mercati dell'assicurazione danni, atta a ridurre in modo sostanziale e durevole la concorrenza. E ciò in considerazione delle sovrapposizioni nelle quote di mercato delle parti, dell'aumento del grado di concentrazione dei mercati, dell'esistenza di numerosi elementi di rigidità nei mercati assicurativi, quali le barriere all'ingresso di tipo distributivo, la stabilità delle quote di mercato, l'esistenza di partecipazioni incrociate, nonché della possibilità per le imprese partecipanti all'operazione di aumentare i prezzi in misura sensibile al di sopra di quelli che caratterizzavano l'equilibrio di mercato pre-concentrazione.

## **V. CONDIZIONI PER L'AUTORIZZAZIONE**

### *a) Gli impegni delle parti*

**147.** [omissis]

**148.** [omissis]

**149.** [omissis]

### *b) Valutazione degli impegni*

**150.** Considerato che Mediobanca non ha mai formalizzato la propria disponibilità ad assumere comportamenti che potrebbero incidere su talune cause fondanti il controllo, si può procedere a valutare i soli impegni prospettati da Premafin, Fondiaria e Sai.

Per quanto riguarda gli impegni relativi al controllo su Fondiaria-Sai, l'Autorità, nel prendere atto positivamente della volontà di Premafin di ridurre il proprio debito nei confronti di Mediobanca fino [omissis] dell'indebitamento complessivo, evidenzia in via preliminare che tale riduzione di fatto è già avvenuta. Il riequilibrio della situazione debitoria di Premafin è coerente con le finalità di stabilità finanziaria richiamate dall'Isvap nel proprio parere, ma appare insufficiente a rimuovere l'accertato controllo congiunto, in considerazione del fatto che la qualificazione dello stesso è riconducibile anche ad elementi diversi dall'entità dell'esposizione debitoria. Peraltro, la riduzione dell'indebitamento, essendo stata realizzata su impulso e "con la garanzia" di Mediobanca, non appare idonea a far venir meno i forti legami finanziari ed economici esistenti tra Premafin e Mediobanca<sup>87</sup>.

<sup>86</sup> [Si rinvia all'appendice economica per ulteriori valutazioni relative alle argomentazioni difensive delle parti.]

<sup>87</sup> [Cfr. il punto 67 del presente provvedimento.]

151. [omissis]

152. Per quanto riguarda invece gli impegni relativi alla partecipazione di Fondiaria-Sai in Generali, si rileva che la disponibilità a non aumentare ulteriormente detta partecipazione e a congelare per due anni parte dei diritti di voto nelle assemblee ordinarie costituisce una misura che va nella giusta direzione ma non è sufficiente a rimuovere le problematiche emerse nel corso del procedimento.

*c) Misure integrative*

153. La possibilità per Mediobanca di disporre dei voti di Fondiaria-Sai in Generali costituisce, infatti, un elemento importante per mantenere il controllo della banca d'affari su Generali.

In ogni caso, considerato che Mediobanca detiene direttamente una partecipazione prossima a realizzare la maggioranza dei voti nelle assemblee Generali, qualunque incremento nei diritti di voto apportato dalle azioni detenute da Fondiaria-Sai aumenterebbe in modo significativo la probabilità per Mediobanca di disporre della maggioranza dei voti. Peraltro è difficile determinare a priori quale dovrebbe essere, in ogni assemblea, la percentuale di diritti di voto che Fondiaria-Sai potrebbe esercitare senza garantire a Mediobanca la maggioranza. A riguardo si consideri che la stessa percentuale proposta dalle parti si rivela insufficiente nello scenario prospettato dalle stesse: [omissis].

È dunque necessario che Fondiaria-Sai non eserciti i voti relativi all'intero pacchetto di azioni che detiene o deterrà in Generali.

Per altro verso, qualora Fondiaria-Sai continuasse ad esercitare i diritti di voto anche in relazione ad una quota ridotta del capitale di Generali, manterrebbe il diritto di partecipare alle assemblee e quindi non verrebbe meno il rischio di coordinamento orizzontale delle condotte concorrenziali derivante dai legami finanziari tra operatori attivi nello stesso mercato. La presenza nelle assemblee di un'impresa concorrente costituisce uno strumento idoneo a facilitare l'adozione di politiche commerciali non aggressive; questa circostanza è particolarmente evidente nel caso di specie, ove si consideri che Mediobanca, oltre a controllare Fondiaria-Sai congiuntamente a Premafin, resterebbe comunque il principale azionista di Generali.

Tutto ciò considerato, per rimuovere i fattori che consentono a Mediobanca di disporre della maggioranza dei voti in assemblea e al contempo recidere i legami diretti esistenti tra due imprese di assicurazioni concorrenti, è necessario che Fondiaria-Sai non intervenga, direttamente o per delega, nelle assemblee ordinarie di Generali, in quanto ivi vengono assunte le decisioni relative alla gestione dell'impresa.

154. Peraltro, dall'analisi della partecipazione delle azioni con voto nelle assemblee di Generali, risulta che nel momento in cui Fondiaria-Sai non interviene più in assemblea, si riduce sensibilmente la quota di azioni necessaria a raggiungere la maggioranza dei voti. Diventa quindi possibile per Mediobanca disporre comunque di una partecipazione con voto prossima alla maggioranza. Nelle ultime due assemblee ordinarie di Generali, infatti, sottraendo la quota di azioni con voto di Fondiaria-Sai dal totale del capitale presente in assemblea, risulta che Mediobanca avrebbe direttamente una percentuale consistente di diritti di voto, pari in media al 49%. Considerata la variabilità delle presenze nelle assemblee di Generali, è possibile che nelle future assemblee Mediobanca raggiunga la maggioranza dei voti.

Per evitare tale incertezza, è necessario imporre misure ulteriori, che incidano sui diritti di voto relativi alla partecipazione detenuta direttamente da Mediobanca, al fine di conseguire l'effetto utile delle misure di cui sopra, relative alla partecipazione di Fondiaria-Sai in Generali.

Mediobanca dovrà dunque astenersi dall'esercitare il diritto di voto nelle assemblee ordinarie di Generali relativamente ad una quota della propria partecipazione tale da escludere con ragionevole certezza che la banca d'affari possa raggiungere la maggioranza in assemblea. Tale quota-per la quale vale la preclusione- viene fissata al 2% del capitale sociale di Generali, in quanto si tratta del valore minimo necessario a garantire che Mediobanca non raggiunga la maggioranza dei diritti di voto, anche qualora la stessa aumenti la propria partecipazione azionaria in Generali fino al limite massimo consentito dal proprio Statuto, pari al 15%. Infatti, in media risulta presente alle assemblee di Generali (ultimo triennio) poco meno del 31% delle azioni con voto. Togliendo la partecipazione detenuta da Fondiaria-Sai, la quota di presenti risulterebbe di poco superiore al 28%. Poiché Mediobanca all'ultima assemblea deteneva direttamente il 14,19% delle azioni con voto, è evidente che per evitare che disponga della maggioranza dei voti, si deve escludere dal voto almeno lo 0,5% delle azioni. Poiché Mediobanca potrebbe incrementare le azioni possedute fino al 15%, come da Statuto, e quindi acquisire un ulteriore 1,5% circa, si deve

escludere dal voto anche questa potenziale partecipazione addizionale. Pertanto, il 2% rappresenta l'entità minima necessaria a garantire l'effetto utile della misura.

**155.** In definitiva, le misure indicate, in quanto escludono che Mediobanca possa continuare ad esercitare stabilmente il controllo di fatto su Generali, appaiono idonee ad impedire la costituzione di una posizione dominante in capo a Mediobanca, tramite Generali e Fondiaria-Sai, nei mercati dell'assicurazione danni. In questa logica le misure dovranno avere efficacia fino al momento in cui, a giudizio dell'Autorità, permarrà il controllo di Mediobanca su Fondiaria-Sai.

RITENUTO pertanto che, alla luce degli impegni proposti da Premafin, Fondiaria e Sai ed al fine di eliminare gli effetti durevoli e sostanziali di riduzione della concorrenza di cui all'articolo 6, comma 1, della legge n. 287/90, occorre prescrivere specifiche misure ai sensi dell'articolo 6, comma 2, della medesima legge;

RITENUTO che l'operazione di concentrazione comunicata è autorizzata subordinatamente alla piena ed effettiva esecuzione di tutte le misure prescritte nel presente provvedimento;

RITENUTO che l'eventuale mancata attuazione delle suddette misure comporta la realizzazione di un'operazione di concentrazione in violazione del divieto di cui all'articolo 6, comma 1, della legge n. 287/90;

#### DELIBERA

di autorizzare l'operazione di concentrazione oggetto del presente procedimento, a condizione che le parti diano piena ed effettiva attuazione alle seguenti misure, adottate ai sensi dell'articolo 6, comma 2, della legge n. 287/90:

- a) con riferimento alla partecipazione di Fondiaria-Sai in Generali, le parti non effettuino alcuna operazione per effetto della quale la quota dei diritti di voto complessivamente detenuti a qualunque titolo nelle assemblee ordinarie di Generali ecceda, in ogni momento, il 2,43% del capitale ordinario complessivo di Generali. Dal predetto impegno resta escluso l'acquisto di n. 3.500.000 azioni ordinarie di Generali (pari allo 0,274% del capitale ordinario complessivo) che potrà avere luogo in caso di esercizio da parte del beneficiario dell'opzione di vendita a suo tempo concessa da Fondiaria e da società da questa controllate;
- b) Fondiaria-Sai non partecipi, neppure ai fini della regolare costituzione dell'assemblea, alle assemblee ordinarie di Generali per l'intera partecipazione detenuta pari al 2,43% del capitale ordinario, eventualmente incrementata al 2,704%, in seguito all'esercizio dell'opzione di cui alla lettera a);
- c) Mediobanca si astenga dall'esercitare il diritto di voto nelle assemblee ordinarie di Generali relativamente ad una propria partecipazione del 2%. Ai fini del rispetto della presente misura Mediobanca non esprima nelle stesse assemblee ordinarie di Generali voti in virtù di delega conferita da altri soggetti;
- d) le misure di cui alle lettere a), b) e c) hanno efficacia fino al momento in cui, a giudizio dell'Autorità, permane il controllo di Mediobanca su Fondiaria-Sai.
- e) le parti trasmettano all'Autorità una prima relazione in merito all'esecuzione delle presenti misure entro 120 giorni decorrenti dalla data della presente delibera e successivamente inviino tempestivamente e con regolarità i verbali, completi di allegati, delle assemblee ordinarie di Generali e Fondiaria-Sai.

Le conclusioni di cui sopra saranno comunicate, ai sensi dell'articolo 16, comma 8, della legge n. 287/90, alle imprese interessate e al Ministro delle Attività Produttive.

Il presente provvedimento verrà notificato ai soggetti interessati, comunicato all'ISVAP e successivamente pubblicato ai sensi di legge.

Avverso il presente provvedimento può essere presentato ricorso al TAR del Lazio, ai sensi dell'articolo 33, comma 1, della legge n. 287/90, entro sessanta giorni dalla data di notificazione del provvedimento stesso.

IL SEGRETARIO GENERALE  
*Rita Ciccone*

IL PRESIDENTE  
*Giuseppe Tesauro*

## ALLEGATO 1

### APPENDICE ECONOMICA

#### *Gli effetti di prezzo delle concentrazioni in un contesto di prodotti differenziati*

##### *a) La teoria*

**156.** In un contesto di prodotti differenziati, quali quelli assicurativi<sup>88</sup>, ciascuna impresa possiede un certo grado di potere di mercato, derivante dal fatto che il suo prodotto risulta più vicino alle preferenze di alcuni consumatori rispetto ai prodotti concorrenti; questi consumatori saranno disposti a cambiare la loro scelta solo a fronte di aumenti di prezzo tali da annullare il costo di spostamento su prodotti concorrenti, che soddisfano di meno le loro preferenze.

In questo contesto, una concentrazione tra imprese produttrici di beni differenziati può avere effetti anticompetitivi tanto più forti quanto maggiore è la quota dei clienti di ciascuna delle imprese coinvolte nella concentrazione che considerino come miglior sostituto del bene uno dei prodotti offerti dalle altre imprese interessate dall'operazione. Infatti, per tali clienti i prodotti delle imprese che procedono alla concentrazione saranno buoni sostituti; se volessero acquistare un prodotto diverso da quelli venduti dalla nuova entità nata dalla concentrazione dovrebbero sopportare un costo di spostamento relativamente elevato, maggiore di quello che avrebbero dovuto sostenere per spostarsi tra i prodotti ora venduti dalla nuova entità; essi saranno perciò "prigionieri", in una certa misura, dell'impresa nata dalla concentrazione, la quale potrà chiedere loro un prezzo più alto per i suoi prodotti senza temere che essi sostituiscano i suoi prodotti con quelli dei concorrenti. La concentrazione, dunque, ridurrà l'elasticità della domanda dei prodotti venduti dalla nuova entità, in misura tanto maggiore quanto più i prodotti delle imprese partecipanti ad essa sono sostituibili agli occhi dei loro clienti.

In tale riduzione dell'elasticità della domanda, cioè nella possibilità di praticare prezzi più elevati, si sostanzia la maggiore indipendenza di comportamento che la concentrazione garantirà alla nuova entità da essa generata. Tanto maggiore l'aumento dei prezzi praticabile, tenuto conto delle reazioni dei concorrenti, tanto maggiore l'indipendenza di comportamento guadagnata dalla nuova entità e tanto più probabile, quindi, la detenzione di una posizione dominante da parte della stessa.

**157.** In un mercato con prodotti differenziati, quindi, la quota di mercato della nuova entità risultante dalla concentrazione è un solo un primo indicatore della posizione dominante.

Per stimare l'indipendenza di comportamenti nella fissazione dei prezzi occorrerebbero informazioni, generalmente difficili da ottenere, sul modo in cui i consumatori ordinano, rispetto alle loro preferenze, i diversi prodotti presenti sul mercato. Per superare questa difficoltà nel caso di prodotti moderatamente differenziati, quali quelli assicurativi, nella letteratura economica è stata proposta l'*ipotesi di proporzionalità*: i vari prodotti presenti sul mercato sono considerati tra loro sostituti egualmente vicini<sup>89</sup>, nel senso che non vi sono prodotti inusualmente lontani tra loro in termini di attributi e sostituibilità, mentre la quota di mercato è vista come un indicatore di attrattività del singolo prodotto, nel senso che essa rappresenta la probabilità di effettuare delle vendite aggiuntive per ciascun prodotto, in presenza di una variazione unilaterale di prezzo; questa ipotesi implica quindi che le elasticità incrociate di un prodotto rispetto a tutti gli altri siano uguali e direttamente proporzionali alla quota di mercato di tale

<sup>88</sup> *[Come evidenziato nel presente provvedimento, la differenziazione può derivare da diversità nella polizza (garanzie offerte, massimali ecc.), dall'immagine della compagnia assicuratrice, dal rapporto di fiducia con l'agente, ecc.]*

<sup>89</sup> *[Questa ipotesi può essere rilassata introducendo dei raggruppamenti di prodotti (nests), tali che i prodotti inclusi siano tra loro significativamente più sostituibili di quanto non sia un prodotto interno al gruppo ed uno esterno ad esso.]*

prodotto<sup>90</sup>. Di conseguenza, la riduzione della domanda per un certo prodotto, provocata da un aumento unilaterale del prezzo di tale prodotto, si ripartirà tra gli altri prodotti in modo proporzionale alle rispettive quote di mercato<sup>91</sup>. I prodotti con più alta quota di mercato, quindi, non solo sono quelli che rappresentano la prima scelta di consistenti aggregati di consumatori, ma sono anche quelli che più probabilmente saranno le seconde scelte dei consumatori che abbandoneranno l'impresa che aumenta unilateralmente il prezzo<sup>92</sup>.

**158.** Imponendo questa ipotesi, è stato possibile sviluppare negli ultimi anni delle tecniche quantitative che permettono di simulare gli effetti di prezzo delle concentrazioni, a partire da un numero estremamente ridotto di informazioni: (i) le quote di mercato pre-concentrazione dei prodotti inclusi nel "mercato rilevante", (ii) l'elasticità della domanda di mercato, (iii) l'elasticità della domanda di un'impresa del mercato<sup>93</sup> (generalmente scelta tra quelle partecipanti alla concentrazione, sulle quali c'è maggiore possibilità di ottenere dati e informazioni), nonché, (iv) per alcune categorie di modelli, il vettore dei prezzi (medi) praticati pre-concentrazione per i prodotti inclusi nella simulazione.

La metodologia permette inoltre di tener conto di vari fattori, tra cui le eventuali efficienze generate dalla concentrazione.

#### ***b) I modelli di simulazione***

**159.** I modelli di simulazione che si avvalgono di tali tecniche condividono alcune ipotesi fondamentali nonché gli stessi principi di funzionamento.

Accanto all'ipotesi di proporzionalità, tali modelli condividono infatti l'ipotesi che l'interazione tra imprese che producono beni differenziati e competono sul prezzo può essere rappresentata attraverso il modello di competizione oligopolistica alla Bertrand con prodotti differenziati.

Tale modello è generalmente accettato come una ragionevole descrizione dell'interazione concorrenziale tra produttori di beni differenziati, ed ha il pregio di poter rappresentare l'intero spettro di interazioni compreso tra la concorrenza "quasi perfetta" e un "quasi monopolio", al variare delle elasticità della domanda (dirette e incrociate).

I costi marginali sono assunti costanti (almeno nell'intervallo di produzione rilevante). Si tratta di una assunzione conveniente, perché facilita la risoluzione del modello, e ragionevole, nella misura in cui le imprese concorrenti di quelle che partecipano alla concentrazione non sono sottoposte a stringenti vincoli di capacità (tipicamente la quota di mercato, e quindi l'output, dei concorrenti aumenta e quello delle imprese partecipanti diminuisce a seguito della concentrazione; se i concorrenti non potessero espandere la loro produzione, gli effetti di prezzo della concentrazione risulterebbero sottostimati).

Nel descrivere l'interazione oligopolistica, si assume che l'equilibrio di mercato sia un equilibrio di Nash: in esso, la strategia di ciascuna impresa (p.es., i prezzi di vendita dei propri prodotti) rappresenta la miglior risposta possibile alle strategie di tutte le altre imprese, nel senso che date le strategie dei concorrenti ciascuna impresa sceglie la strategia che massimizza i propri profitti.

Il calcolo della variazione dei prezzi si basa quindi sul confronto tra l'equilibrio di mercato pre-concentrazione e quello post-concentrazione. In generale, l'equilibrio post-concentrazione risulterà differente in quanto ora i prodotti offerti dalle imprese coinvolte nella concentrazione saranno venduti da un'unica impresa, che internalizzerà la

---

<sup>90</sup> [Ossia, l'elasticità della quantità di A rispetto al prezzo di C e l'elasticità della quantità di B rispetto al prezzo di C sono proporzionali alla quota di mercato di C. Naturalmente, le elasticità incrociate rispetto al prezzo di A, per esempio, sono diverse da quelle rispetto al prezzo di C.]

<sup>91</sup> [Questa ipotesi è nota, nell'ambito della letteratura econometrica e di teoria della scelta, come *Indipendenza dalle Alternative Irrelevanti* ("IIA") ed è caratteristica dei modelli di scelta probabilistici basati sulla distribuzione logistica, i c.d. modelli Logit. Le sue implicazioni sono molto forti: le elasticità incrociate di un certo prodotto con tutti gli altri sono uguali tra loro, pur differendo da prodotto a prodotto (la matrice delle elasticità perciò non è simmetrica). Tuttavia, essa è molto popolare perché permette una stima "parsimoniosa" (in termini di dati necessari) dei parametri rilevanti delle funzioni di domanda.]

<sup>92</sup> [Si noti che il modello di differenziazione del prodotto qui presentato è sostanzialmente diverso da quello "spaziale" alla Hotelling, nella misura in cui la concorrenza tra prodotti non è limitata ai soli prodotti contigui (come nel modello di Hotelling e in quello di Salop) ma si estende potenzialmente a tutti i prodotti considerati nel "mercato".]

<sup>93</sup> [L'elasticità della domanda della singola impresa deve essere maggiore della elasticità della domanda di mercato affinché le elasticità incrociate generate dalla simulazione siano positive, coerentemente con la teoria microeconomica delle scelte del consumatore.]

concorrenza tra di essi. Tale internalizzazione permette all'impresa risultante dalla concentrazione di aumentarne i prezzi, in una misura che dipende dall'elasticità della domanda per tali prodotti.

Tipicamente, il modello di competizione oligopolistica alla Bertrand implica che, a seguito della concentrazione, tutte le imprese del mercato aumenteranno i prezzi<sup>94</sup>; le imprese partecipanti alla concentrazione aumenteranno i prezzi in misura maggiore dei concorrenti; questi ultimi quindi miglioreranno la convenienza dei propri prodotti riducendone il prezzo relativo rispetto ai prodotti oggetto della concentrazione, pur aumentando il livello assoluto dei propri prezzi; di conseguenza, vi sarà una riduzione di quota di mercato per la nuova entità nata dalla concentrazione, a favore dei concorrenti. L'equilibrio post-concentrazione (in assenza di efficienze derivanti dalla concentrazione) prevede quindi un livello medio dei prezzi più alto, incrementi di prezzo maggiori della media per i prodotti oggetto della concentrazione e una riduzione della quota di mercato della nuova entità rispetto alla somma delle quote pre-concentrazione.

**160.** Per quanto riguarda la meccanica della simulazione, essa si svolge in tre fasi: il calibramento del sistema di domanda all'equilibrio iniziale, il calcolo (esplicito o implicito) di costi marginali "fittizi"<sup>95</sup> per assicurare il rispetto delle condizioni del primo ordine per la massimizzazione del profitto e il calcolo dell'equilibrio post-concentrazione.

Le informazioni richieste per effettuare la simulazione servono a calibrare l'equilibrio di mercato pre-concentrazione alla situazione effettivamente riscontrabile sul mercato. Grazie all'ipotesi di proporzionalità in particolare, la conoscenza delle quote di mercato e delle due elasticità suddette permette di generare l'intera matrice di elasticità dirette ed incrociate tra i prodotti, necessaria per poter calcolare i parametri delle varie funzioni di domanda.

### *c) Differenze tra metodo PCAIDS e metodo Logit*

**161.** Nel corso del procedimento sono state prodotte, sia dall'Autorità che dalle parti, simulazioni degli effetti della concentrazione in esame, basate su modelli diversi.

Le parti hanno prodotto delle simulazioni, relative al solo ramo RC Auto, condotte assumendo che la funzione di domanda fosse del tipo logit ("modello Logit"). Questo modello di simulazione è piuttosto noto nella letteratura economica<sup>96</sup> ed è frequentemente utilizzato all'interno delle agenzie antitrust americane, anche se solo raramente è stato presentato in un procedimento antitrust di fronte ad una corte, anche a causa del ristretto numero di casi che superano l'esame preliminare e vanno in giudizio.

L'implementazione del modello Logit richiede, oltre alle quote di mercato e alle due elasticità suddette, l'inserimento del vettore dei prezzi pre-concentrazione dei prodotti inclusi nel mercato rilevante.

**162.** L'Autorità ha invece utilizzato una recente metodologia, denominata PCAIDS (*Proportionality Calibrated Almost Ideal Demand System*)<sup>97</sup>.

La differenza sostanziale rispetto al modello Logit sta nel fatto che le funzioni di domanda utilizzate sono lineari e basate sul modello di domanda AIDS (*Almost Ideal Demand System*); le due ipotesi di concorrenza alla Bertrand con prodotti differenziati e di proporzionalità degli effetti di aumento unilaterale dei prezzi alle quote di mercato sono invece condivise da entrambi i modelli, così come la meccanica della simulazione.

Il modello AIDS è il modello più noto ed utilizzato per la stima econometrica delle elasticità della domanda; in esso, la quota di mercato di ogni prodotto è funzione del (logaritmo del) prezzo di quel prodotto e dei (logaritmi dei) prezzi dei prodotti sostituti, nonché di un particolare indice di prezzo; quest'ultimo termine è soppresso in PCAIDS, come in tutte le applicazioni semplificate del modello AIDS.

<sup>94</sup> [Le imprese non coinvolte nella concentrazione vedranno aumentare la loro domanda a causa dell'aumento di prezzo di quelle coinvolte nella concentrazione e quindi troveranno profittevole aumentare i prezzi.]

<sup>95</sup> [La generazione di tali costi è esplicita in alcuni modelli (p.es. quelli basati sulla domanda Logit) ed implicita in altri (come quello basato sulla domanda AIDS), che lavorano sui margini prezzo/costo.]

<sup>96</sup> [Una succinta descrizione è in G.J. Werden, L.M. Froeb, "The Antitrust Logit Model for Predicting Unilateral Competitive Effects", *Antitrust Law Journal*, vol. 70, 2002, pp. 257-260; maggiori dettagli possono essere ottenuti consultando la bibliografia ivi citata.]

<sup>97</sup> [Cfr. Epstein R. – Rubinfeld D., "Merger Simulation: A Simplified Approach with New Applications", in *Antitrust Law Journal*, dicembre 2001.]

Il modello AIDS è stato spesso impiegato nel corso di procedimenti antitrust per la stima delle elasticità della domanda necessarie per definire il mercato rilevante e i probabili effetti delle concentrazioni<sup>98</sup>.

**163.** Le parti hanno sostenuto la preferibilità di una simulazione basata sul modello Logit, secondo loro maggiormente consolidato nell'uso e quindi "affidabile".

Va osservato che tale "maggior consolidamento", se può avere un fondamento nella prassi *interna* delle agenzie antitrust statunitensi, non appare tuttavia vero se si guarda ai casi effettivamente discussi di fronte alle corti giudiziarie; in quest'ultimo caso le simulazioni degli effetti delle concentrazioni sono state basate altrettanto frequentemente su stime delle elasticità ottenute con modelli AIDS oppure su altre tecniche econometriche, che su simulazioni basate sul modello Logit.

La "novità" del modello, inoltre, è solo apparente: la metodologia generale e le assunzioni (fuorché la funzione di domanda) sono le stesse del modello Logit; quanto alla funzione di domanda, il modello AIDS è, come già rilevato, uno dei più noti ed apprezzati modelli econometrici per la stima delle elasticità della domanda. L'inserimento dell'assunzione di proporzionalità all'interno del modello AIDS, che è la vera novità metodologica, va correttamente intesa come un accorgimento "tecnico" per poter impiegare il modello AIDS nella simulazione degli effetti della concentrazione senza dover prima stimare l'intero sistema di equazioni di domanda.

**164.** Le parti, inoltre, hanno sottolineato che le variazioni di prezzo simulate con PCAIDS sono significativamente più alte di quelle simulate dal modello Logit, a parità di quote di mercato ed elasticità; PCAIDS tenderebbe quindi a sovrastimare gli effetti della concentrazione.

In realtà, la differenza tra le variazioni di prezzo simulate dai due modelli dovrebbe essere ricondotta alle differenti proprietà delle funzioni di domanda che sono alla base dei due modelli di simulazione, che producono, a parità di condizioni di partenza<sup>99</sup>, differenti equilibri post-concentrazione. Alcuni studi hanno mostrato che il modello AIDS tende a simulare effetti di prezzo delle concentrazioni significativamente maggiori di quelli simulati dal modello Logit, a causa della diversa curvatura delle funzioni di domanda implicate dai due modelli: l'elasticità varierebbe di più lungo la curva di domanda Logit, con l'effetto di smorzare gli aumenti di prezzo generati dalla concentrazione<sup>100</sup>; questa tendenza dovrebbe essere corretta in gran parte da PCAIDS, che fa uso, nel calibramento del modello, all'assunzione di proporzionalità propria del Logit.

A fronte di ciò, tuttavia, occorre rilevare che PCAIDS si serve dell'assunzione di proporzionalità solo nella fase di calibramento iniziale, al fine di superare le difficoltà di reperimento di dati sufficienti per approfondite analisi econometriche tipiche dei procedimenti antitrust. Il modello Logit, invece, impone la preservazione dell'assunzione di proporzionalità anche post-concentrazione. L'imposizione di quante meno restrizioni è possibile al comportamento degli operatori post-merger appare, evidentemente, un vantaggio, anche alla luce delle critiche che sono state mosse all'ipotesi di proporzionalità a causa delle restrizioni che essa implica sul comportamento dei consumatori, che potrebbero indurre una maggiore sostituibilità tra prodotti.

**165.** In conclusione, non sembrano esservi *a priori* ragioni per preferire PCAIDS al Logit o viceversa. In particolare, contrariamente a quanto suggerito dalle parti, non vi è alcuna base, né teorica né empirica, per sostenere che le variazioni di prezzo simulate da PCAIDS sovrastimino eccessivamente le variazioni di prezzo che è ragionevole attendersi dalla concentrazione, né per sostenere che quelle simulate dal modello Logit siano una stima migliore di tali variazioni di prezzo.

I dati a disposizione per il ramo RC Auto, comunque, sembrano indicare una contenuta variabilità dell'elasticità della domanda, che appare coerente con l'uso del modello AIDS e quindi di PCAIDS.

#### *d) L'applicabilità del metodo PCAIDS ai mercati assicurativi*

<sup>98</sup> [D.L. Rubinfeld, "Market Definition with Differentiated Products: The Post/Nabisco Cereal Merger", *Antitrust Law Journal*, vol. 68, 2000, pp. 163-185; Hausman]

<sup>99</sup> [Nel caso specifico, è stato possibile verificare che, inserendo nei due modelli concorrenti le stesse due elasticità iniziali e utilizzando per il logit un vettore di prezzi tutti uguali, i due modelli generavano la stessa matrice delle elasticità pre-merger e gli stessi margini pre-merger. ]

<sup>100</sup> [P. Crooke, L.M. Froeb, S. Tschantz, G.J. Werden, "The Effects of Assumed Demand Form on Simulated Postmerger Equilibria", *Review of Industrial Organization*, vol. 15, 1999, p. 205ss]

**166.** L'ISVAP, nel suo parere, ha sollevato alcune perplessità metodologiche sull'uso delle simulazioni nel mercato assicurativo.

In primo luogo, l'ISVAP ha rilevato che la possibilità di effetti unilaterali di prezzo dipenderebbe dal fatto che larga parte dei consumatori ritengano i prodotti delle imprese coinvolte nella concentrazione la loro prima e seconda scelta di consumo; perciò, occorrerebbe prima verificare se ciò è vero e poi procedere alla simulazione; nel caso specifico, non vi sarebbero indizi di tale situazione con riguardo ai prodotti di SAI e Fondiaria.

La possibilità di effetti unilaterali dei prezzi dipende, certamente, dalla relativa "vicinanza" dei prodotti oggetto della concentrazione, nonché dal "costo" che i consumatori dovrebbero sostenere per sostituire i prodotti oggetto della concentrazione con un prodotto alternativo, misurato dall'elasticità incrociata della domanda. In assenza di informazioni precise sulla "vicinanza" tra i vari prodotti e sulla facilità di sostituzione da parte del consumatore, si può ipotizzare che i prodotti siano tra loro, in aggregato, "sostituti egualmente vicini", nel senso che se il prezzo del prodotto X varia, la variazione (percentuale) della quantità venduta di ciascuno dei prodotti concorrenti sarà la stessa, e si può ulteriormente ipotizzare che le elasticità incrociate siano proporzionali alle quote di mercato. La differenziazione, di per se stessa, implica che alcuni consumatori, dal punto di vista individuale, riterranno più vicini alle proprie preferenze i prodotti di un'impresa piuttosto che quelli di un'altra; le ipotesi suddette implicano che le imprese più grandi saranno anche quelle che rappresentano più probabilmente le "seconde scelte" dei consumatori nell'eventualità di un aumento unilaterale di prezzo da parte dell'impresa da cui correntemente comprano; perciò, concentrazioni tra imprese di dimensioni significative avranno più probabilmente rilevanti effetti di prezzo, proprio perché coinvolgono prodotti che sono, più probabilmente, prodotti che i consumatori considerano come le "seconde migliori alternative"; le concentrazioni tra piccole imprese non potranno invece avere effetti di prezzo rilevanti perché i consumatori si rivolgeranno alle imprese più grandi. Tali ipotesi sono esattamente quelle che contraddistinguono le simulazioni basate su PCAIDS e sul modello Logit.

Tali ipotesi appaiono particolarmente appropriate a mercati nei quali i prodotti, per quanto differenziati, non si presentano polarizzati in gruppi tra loro significativamente diversi e molto omogenei al proprio interno; in tali mercati, infatti, il prodotto o servizio offerto dalle varie imprese è fondamentalmente simile (in termini di bisogno soddisfatto e di modalità di soddisfazione), mentre la differenziazione avviene su aspetti di minor rilievo o su caratteri aggiuntivi rispetto alle caratteristiche essenziali, sufficienti a soddisfare le esigenze basilari dei consumatori, che sono da tutti i prodotti condivise. La quota di mercato corrente di un'impresa rappresenta qui un buon indicatore dell'attrattività dei singoli prodotti.

I mercati assicurativi considerati nelle simulazioni, ed in particolare quelli dei "rischi di massa", appaiono ben conformarsi a tale descrizione, in quanto il prodotto assicurativo venduto dalle varie imprese è fondamentalmente simile, seppur differenziato dall'ammontare di garanzie (aggiuntive) offerte, dai massimali, dall'immagine di affidabilità e solidità associata al marchio dell'impresa. In tali mercati, esiste una sostanziale indifferenza dei consumatori tra le polizze (standardizzate) offerte dalle diverse imprese, che ben si riflette nella proporzionalità delle elasticità incrociate alle quote di mercato; d'altro canto, le imprese con le quote di mercato maggiori sono anche quelle con il maggior numero di agenzie e, quindi, quelle che hanno una maggior probabilità di essere visitate dai consumatori nel loro processo di ricerca.

La simulazione effettuata, quindi, non assume in alcun modo che i prodotti di SAI e Fondiaria siano più vicini tra loro di quanto non lo siano, per esempio, quelli di SAI e RAS; tuttavia, essendo le imprese coinvolte tra le più importanti del mercato, è possibile ipotizzare un effetto unilaterale anche in questo caso, perché è ragionevole attendersi che, date le caratteristiche del mercato, la quota di mercato rappresenti una buona approssimazione della quota di consumatori che considera quel prodotto la sua seconda scelta. Un numero significativo di consumatori, dunque, risulterà catturato dalle imprese coinvolte dalla concentrazione, in una misura che dipende dai parametri relativi all'elasticità del mercato e della singola impresa validi per i vari rami assicurativi.

**167.** In secondo luogo, secondo l'ISVAP la possibilità di aumenti unilaterali di prezzo, "senza subire effetti della concorrenza", postulerebbe l'esistenza di vincoli di capacità produttiva o di costi marginali crescenti che impedirebbero ai concorrenti di espandere la propria offerta in tempi rapidi; tali vincoli non sarebbero verificati nella produzione assicurativa.

La critica appare mal posta in un contesto di prodotti differenziati, per due motivi: (i) è falso che gli aumenti unilaterali di prezzo avvengano "senza subire effetti della concorrenza"; è insito nel funzionamento stesso del modello che la concentrazione farà diminuire la quota di mercato della nuova entità perché i concorrenti aumenteranno i prezzi meno della nuova entità, rendendo più convenienti i loro prodotti; (ii) contrariamente a quanto sostenuto dall'ISVAP, i modelli di simulazione (sia il Logit che PCAIDS) ipotizzano costi marginali costanti e assumono che non vi siano vincoli di capacità produttiva; il loro uso è quindi appropriato nel contesto dei mercati

assicurativi; in essi, in realtà, il vero vincolo alla reazione dei concorrenti è dato dalle elasticità incrociate che governano la sostituibilità relativa dei vari prodotti, ossia dalla differenziazione del prodotto in sé.

**168.** In terzo luogo, l'ISVAP ha osservato che le caratteristiche proprie del mercato assicurativo potrebbero condurre i modelli di simulazione a sottostimare la risposta competitiva dei concorrenti e sovrastimare gli incentivi ad aumentare i prezzi da parte dei partecipanti alla concentrazione. Nel settore assicurativo, infatti, di fronte ad un aumento generalizzato dei prezzi da parte di una impresa i concorrenti avrebbero un incentivo a seguire l'aumento sui rischi "cattivi", ma non su quelli "buoni", i quali si trasferirebbero ai concorrenti, con il risultato di compromettere la solvibilità dell'impresa che ha aumentato inizialmente i suoi prezzi; la corretta anticipazione di tale meccanismo da parte delle imprese partecipanti alla concentrazione ne diminuirebbe l'incentivo ad alzare i prezzi.

Sul piano teorico, tuttavia, si può osservare che la corretta anticipazione di ciò porterà la nuova entità ad applicare aumenti di prezzo differenziati sui vari profili, aumentando quindi i prezzi di più sui rischi "cattivi"; i modelli di simulazione stimeranno quindi soltanto l'aumento medio dei prezzi, che le imprese distribuiranno tra i vari profili in modo da garantire la propria solvibilità.

Da un punto di vista empirico, lo spostamento di consumatori prefigurato dall'ISVAP presuppone mercati trasparenti e costi di ricerca limitati; tali condizioni non sembrano verificate per i mercati assicurativi italiani, e certamente non lo sono nel caso dell'RC Auto; ciò significa che l'elasticità della domanda per l'impresa assicurativa è bassa anche con riguardo ai rischi "buoni" e quindi che essa ha la possibilità di aumentare i prezzi pagati anche da questi ultimi, senza sperimentare massicce perdite di clienti. L'esperienza del ramo RC Auto è, a tal proposito, istruttiva.

#### *e) Le simulazioni condotte*

**169.** Con riferimento alla concentrazione in esame, l'autorità ha condotto alcune simulazioni è stata condotta con riferimento ai seguenti rami del settore danni: RC Auto, Corpi Veicoli Terrestri, Infortuni e RC Generale, RC Marittimi. I primi quattro di tali rami, che rappresentano oltre il 75% dei premi raccolti nell'intero settore danni, costituiscono i mercati di dimensioni maggiori, mentre il ramo RC Marittimi, avente dimensione nazionale, è quello dove sono maggiori le sovrapposizioni nelle quote di mercato delle imprese coinvolte.

La simulazione è stata condotta identificando ciascuna impresa con un "marchio" e attribuendo un unico proprietario alle imprese facenti parte di uno stesso gruppo. Sono stati considerati inoltre i 9 maggiori gruppi concorrenti (ciascuna impresa appartenente ad un gruppo è stata considerata un "marchio"), mentre le altre imprese sono state raggruppate in un aggregato "altri"<sup>101</sup>.

#### *Ramo RC Auto*

**170.** Il ramo RC Auto rappresenta il 50% dei premi del settore danni. La simulazione degli effetti della concentrazione in questo ramo assume dunque particolare rilievo per predire l'impatto complessivo della concentrazione.

Per quanto riguarda l'elasticità della domanda della singola impresa, uno studio interno di Generali<sup>102</sup> riporta che in "un'indagine campionaria svolta dal Gruppo Generali è stata misurata l'elasticità della domanda rispetto al prezzo dell'assicurazione auto, osservando a quale livello di sconto in percentuale del premio i capifamiglia italiani proprietari di almeno un'autovettura sarebbero stati disposti a cambiare compagnia di assicurazione. [...] Il numero di clienti disposto a cambiare compagnia cresce al crescere dello sconto a tassi via via decrescenti. Per uno sconto di circa il 10% del premio, sarebbe disposto a cambiare compagnia circa un cliente su quattro, mentre per uno sconto del 20%, la percentuale passa a poco meno di uno su due". Questi dati suggeriscono un'elasticità della domanda per la singola impresa compresa tra -2,5 e -2, che non varia sensibilmente per variazioni di prezzo comprese tra il 10% e il 20% a partire da un certo livello di prezzo. La scarsa variabilità dell'elasticità della domanda, inoltre, sembrerebbe

<sup>101</sup> [Le simulazioni sono state condotte utilizzando due diversi programmi che implementano PCAIDS: uno sviluppato dall'Autorità e basato sul software Matlab, ed uno, basato su Excel, sviluppato dal prof. Epstein e fornito all'Autorità sulla base di un regolare contratto di licenza. I risultati prodotti dai due programmi sono gli stessi, ma sono stati riportati quelli prodotti dal software del prof. Epstein. Il programma sviluppato su Matlab permette di considerare più di 10 concorrenti; i risultati non variano tuttavia in maniera apprezzabile.]

<sup>102</sup> [L'elasticità della domanda di assicurazione auto, in Assicurazioni Generali, Ufficio Studi: Dossier Assicurazione 1992-1998 – L'evoluzione del mercato italiano, supplemento n.2 al n. 19 de "il Bollettino", settembre 1998. Lo studio è disponibile su Internet.]

indicare che l'uso di PCAIDS non dovrebbe condurre a significative sovrastime degli effetti di prezzo della concentrazione.

Anche al fine di evitare sovrastime, si è scelto quindi di utilizzare quale valore per l'elasticità della domanda del marchio Generali il valore di 2,5.

Tale valore non appare sottostimare l'elasticità della domanda per le imprese coinvolte nella concentrazione, anche alla luce delle seguenti circostanze:

- il fatto che nell'RC Auto, che rappresenta circa il 60% dei premi del ramo danni, annualmente circa il 7,5% degli assicurati cambia compagnia assicurativa, a fronte di aumenti dei prezzi anche superiori al 10%;

- l'osservata stabilità delle quote di mercato, che suggerisce una ridotta mobilità dei consumatori tra le imprese anche in presenza di significativi differenziali di prezzo, dovuta agli alti costi di ricerca e alla scarsa trasparenza del mercato.

**171.** Per quanto riguarda l'elasticità di mercato, si deve tener conto del fatto che la polizza RC Auto è obbligatoria, per cui di fronte ad aumenti dei prezzi da parte delle compagnie assicurative i consumatori possono solo ridurre la copertura richiesta, ma non possono rinunciare ad acquistare la copertura minima.

Sulla base di questa considerazione, si ritiene che un valore di -1 sia il massimo valore compatibile con l'obbligatorietà, e si ritiene ragionevole ipotizzare che l'elasticità della domanda di mercato sia ampiamente al di sotto (in valore assoluto) di -1.

Le parti hanno sostenuto la tesi opposta, reputando il valore di -1 il minimo possibile. Riguardo a ciò, si rileva che la tesi delle parti non solo non tiene conto dell'obbligatorietà, ma sembra non considerare che elasticità di mercato inferiori (in valore assoluto) a -1 sono un risultato piuttosto comune di vari studi sull'elasticità della domanda di vari beni alimentari.

In conclusione, le simulazioni sono state condotte con riferimento sia ad un valore di -1 che a valori, più realistici, di -0,5 e -0,1.

**172.** Alla luce di queste ipotesi, gli effetti di prezzo simulati della concentrazione sono riportati nella tabella seguente:

	Elasticità di mercato -1		Elasticità di mercato-0,5		Elasticità di mercato-0,1	
	% prezzo	quota	% prezzo	quota	% prezzo	quota
<b>Gruppo Generali</b>	9,6%	≤  -0,4	16,3%	≤  -0,7	13,3%	≤  -0,6
<b>Gruppo SAI</b>	9,6%	≤  -0,6	16,2%	≤  -0,9	13,3%	≤  -0,9
<b>Gruppo Fondiaria</b>	10,5%	≤  -0,5	17,8%	≤  -0,8	14,5%	≤  -0,7
Nuova entità	9,9%		16,7%		13,6	
<b>Concorrenti</b>	≤ 1,8%	≤ 0,4	≤ 3,6%	≤ 0,5	≤ 2,7%	≤ 0,5
<b>Media mercato</b>	4,5%		7,9%		6,3%	

**173.** Come si può notare, la concentrazione permette alle imprese coinvolte di aumentare significativamente i prezzi, in misura pari almeno al 9%, nella ipotesi più favorevole alle imprese coinvolte. Tale aumento di prezzo avviene a fronte di una modesta diminuzione delle quote di mercato delle imprese coinvolte, pari a circa mezzo punto percentuale per ciascuna di esse, ed è doppio di quello del mercato.

Tali risultati appaiono indicare l'esistenza di una significativa indipendenza di comportamento in capo alla nuova entità risultante dalla concentrazione, che si riflette nella capacità di aumentare significativamente i prezzi (pari al 10% circa), a fronte di una modesta riduzione delle quote di mercato, compresa tra mezzo punto percentuale ed un punto percentuale circa.

**174.** Per quanto riguarda infine le efficienze, infine, sulla base dei documenti a disposizione (doc. 138), optando per l'ipotesi, estremamente favorevole alle parti, che la quasi totalità delle sinergie dell'operazione possa essere considerata come un guadagno di efficienza, cioè una riduzione permanente del costo medio (variabile) di produzione, le efficienze attribuibili a SAI e Fondiaria a seguito della concentrazione in esame potrebbero essere stimate al massimo in un intervallo compreso tra il 3% e il 5% dei costi complessivi<sup>103</sup>.

<sup>103</sup> [omissis]

175. La tabella seguente riporta le variazioni percentuali di prezzo delle assicurazioni del ramo danni risultanti dalla concentrazione SAI/Fondiarria/Generali e la variazione della quota di mercato pre- e post- concentrazione, nell'ipotesi che (i) i guadagni di efficienza provengano solo dall'integrazione tra SAI e Fondiarria e (ii) che tali guadagni siano, in percentuale, identici per le due imprese e per tutti i "marchi": si tratta di ipotesi che massimizzano l'impatto delle efficienze e quindi molto favorevoli alle parti.

	Elasticità di mercato -1		Elasticità di mercato-0,5	
	Efficienze 3%	Efficienze 5%	Efficienze 3%	Efficienze 5%
Generali	9%	8,9%	12,3%	12,3%
SAI	7,1%	5,7%	10,5%	9,2%
Fondiarria	7,9%	6,5%	11,6%	10,3%
Nuova entità				
Concorrenti	≤ 1,5%	≤ 1,3%	≤ 2,4%	≤ 1,3%
Media mercato	3,7%	3,27%	5,4%	5%

176. Anche in presenza di efficienze la concentrazione permette dunque alle imprese coinvolte di aumentare significativamente i prezzi (in misura superiore al 5% nell'ipotesi ad esse più favorevole), molto più di quanto non facciano i concorrenti, a fronte di una modesta diminuzione delle quote di mercato delle imprese coinvolte.

Tali risultati appaiono indicare l'esistenza di una significativa indipendenza di comportamento in capo alla nuova entità risultante dalla concentrazione, che si riflette nella capacità di aumentare significativamente i prezzi, a fronte di una modesta riduzione delle quote di mercato, anche in presenza di efficienze.

177. Le parti hanno presentato una serie di simulazioni riferite al mercato RC Auto, per valori dell'elasticità della domanda della singola impresa compresi tra -2 e -4, tutte eseguite applicando il modello Logit ed ipotizzando un vettore di prezzi tutti uguali (normalizzato ad un vettore unitario)<sup>104</sup>.

L'utilizzazione di valori più elevati di -2,5 non è stata giustificata attraverso dati relativi al mercato assicurativo, ma solo attraverso generici riferimenti ai risultati di studi sull'elasticità di beni di consumo molto diversi dalle assicurazioni, quali i *soft tissues* e le bibite analcoliche gassate. Tali valori non appaiono coerenti con i risultati dello studio Generali e quindi non appaiono fondati e né rilevanti per l'analisi.

La tabella seguente riporta le predizioni del modello di simulazione Logit nelle due ipotesi di elasticità di mercato pari a -1 e pari a -0,5; per ciascuna di tali ipotesi, sono state simulate le variazioni di prezzo anche nel caso delle massime efficienze possibili (5%); le altre informazioni e la disaggregazione dei gruppi assicurativi sono le medesime utilizzate per le simulazioni con PCAIDS.

	Elasticità di mercato -1		Elasticità di mercato - 0,5	
	Nessuna efficienza	Efficienze del 5%	Nessuna efficienza	Efficienze del 5%
Gruppo Generali	5,7%	5,25%	7,5%	7,94%
Gruppo SAI	5,5%	2,32%	7,4%	5,01%
Gruppo Fondiarria	6,3%	3,37%	8,5%	6,06%
Concorrenti	≤ 0,1%	≤ 0,3%	≤ 0,3%	≤ 0,1%
Media mercato	1,85%	0,99%	2,52%	2,08%

<sup>104</sup> [Nel modello Logit, una eventuale mancanza di informazioni sui prezzi può essere superata inserendo nel modello un vettore di prezzi uguali, uguale al prezzo medio di mercato oppure normalizzato ad un vettore unitario; i costi marginali "fittizi" calcolati nel corso della simulazione si incaricheranno di ristabilire la coerenza tra tali prezzi e le elasticità d'impresa, necessaria per il rispetto delle condizioni del primo ordine. Grazie a questa correzione, i risultati prodotti dal modello riguardo all'incremento percentuale dei prezzi sono influenzati in maniera soltanto marginale dal vettore di prezzi utilizzato. ]

**178.** Gli incrementi di prezzo previsti dal modello Logit appaiono comunque significativi, per quanto ridotti rispetto a quelli di PCAIDS. Nel caso l'elasticità della domanda di mercato sia  $-0,5$ , gli effetti di prezzo permangono significativi anche in presenza di efficienze.

**179.** Va infine osservato che esiste una "misura" degli effetti simulati della concentrazione, che è indipendente dalla funzione di domanda scelta. Essa è la "variazione compensativa del costo marginale", ossia la misura di quanto dovrebbe ridursi il costo marginale delle imprese partecipanti alla concentrazione (ossia, delle efficienze) affinché i prezzi post-merger siano uguali ai prezzi pre-merger. Tanto maggiore è tale variazione rispetto alle efficienze asserite dalle parti, tanto maggiore è la probabilità che la concentrazione abbia effetti negativi sui prezzi e sul benessere dei consumatori<sup>105</sup>.

Nel caso del modello Logit è possibile calcolare queste variazioni compensative. Esse, per una elasticità d'impresa pari a  $-2,5$  e per una elasticità di mercato pari a  $-1$ , risultano comprese tra l'11% e il 13%. Esse sono quindi pari a 2-2,5 volte la più favorevole stima delle efficienze della concentrazione.

Questa sproporzione rappresenta un significativo indice della elevata probabilità che la concentrazione in esame comporti rilevanti aumenti dei prezzi e un aumento dell'indipendenza di comportamento della nuova entità nata dalla concentrazione, con effetti negativi sulla concorrenza e, in ultima analisi, sui consumatori.

*Il ramo Corpi di Veicoli Terrestri*

**180.** Il ramo Corpi di Veicoli Terrestri (di seguito CVT) rappresenta circa il 9,32% dei premi del ramo danni; RC Auto e CVT, da soli, rappresentano il 59,37% dei premi del ramo danni. A seguito della concentrazione, le parti raggiungerebbero una quota di mercato del 33,89%.

Per quanto riguarda l'elasticità d'impresa, si può supporre che essa sia la stessa del ramo RCA, tenendo conto del fatto che molti automobilisti stipulano entrambe le polizze presso la stessa compagnia.

L'elasticità di mercato, non essendo tale polizza obbligatoria, sarà certo superiore a quella del ramo RCA. Non si dispone, tuttavia, di informazioni in merito.

La tabella seguente mostra gli effetti della concentrazione SAI-Fondiarìa sotto due ipotesi sull'elasticità di mercato:  $-1$ , che, considerate le caratteristiche della domanda costituisce l'ipotesi più realistica e  $-1,5$ , che viene utilizzata come ipotesi estrema.

	Elasticità mercato -1		Elasticità mercato -1,5	
		quota		quota
Gruppo Generali	10,3%	$\leq  -0,4 $	6,6%	$\leq  -0,2 $
<b>Gruppo SAI</b>	8,8%	$\leq  -0,7 $	5,6%	$\leq  -0,4 $
<b>Gruppo Fondiarìa</b>	10,2%	$\leq  -0,5 $	6,5%	$\leq  -0,3 $
Nuova entità	9,7%		6,2%	
<b>Concorrenti</b>	$\leq 1,7\%$	$\leq 0,4$	1,0%	$\leq 0,2$
<b>Media mercato</b>	4,4%		2,8%	

La concentrazione permetterà quindi un significativo incremento di prezzo alle imprese coinvolte nella concentrazione, che è prossimo al 10% nel caso di elasticità di mercato pari a  $-1$  e supera il 6% nel caso di elasticità di mercato pari a  $-1,5$ .

Anche in questo ramo, dunque, la concentrazione appare in grado di portare ad un significativo incremento dell'indipendenza di comportamento della nuova entità generata dalla concentrazione.

*Il ramo Infortuni*

<sup>105</sup> [G.J. Werden, "A Robust Test for Consumer Welfare Enhancing Mergers Among Sellers of Differentiated Products", *Journal of Industrial Economics*, vol. 44, 1996.]

**181.** Il ramo Infortuni rappresenta circa il 8,6% dei premi del ramo danni; RCA, CVT e Infortuni rappresentano il 68% dei premi del ramo danni. A seguito della concentrazione, le parti raggiungerebbero una quota di mercato del 40,57%.

Non si dispone di dati relativi all'elasticità, né d'impresa né di mercato. Inoltre, appare difficile stimare l'elasticità d'impresa a partire dai dati di bilancio in quanto è difficile definire il margine prezzo/costo di un'impresa assicurativa. Una parte sostanziale di queste polizze, inoltre, è stipulata da enti o imprese a favore dei propri dipendenti. Si è quindi eseguita la simulazione utilizzando valori che appaiono ragionevoli, se confrontati con quelli di altri rami.

La tabella seguente mostra gli effetti della concentrazione SAI-Fondiaria sotto diverse ipotesi sull'elasticità; nel primo caso, si sono assunti gli stessi valori utilizzati per il ramo RCA; nel secondo caso, si è fatta variare solo l'elasticità di mercato (-1,5 invece di -1), ipotizzando appropriata un'elasticità d'impresa di -2,5, che costituisce comunque un valore molto elevato, considerata la scarsa propensione alla mobilità dei consumatori nei mercati assicurativi e la presenza di contratti di durata pluriennale.

	<b>Elasticità mercato -1, Elasticità impresa -2,5</b>	<b>Elasticità mercato -1,5, Elasticità impresa -2,5</b>
<b>Gruppo Generali</b>	9,5%	6,1%
<b>Gruppo SAI</b>	13,9%	9,0%
<b>Gruppo Fondiaria</b>	14,5%	9,4%
<i>Nuova entità</i>	11,5%	7,4%
<b>Concorrenti</b>	2,4%	1,4%
<b>Media mercato</b>	6,1%	3,9%

A parità di elasticità, quindi, la maggiore quota aggregata post-concentrazione accresce l'effetto di prezzo. Tale effetto si riduce all'aumentare dell'elasticità della domanda ipotizzata.

Appare comunque evidente come la concentrazione accresca il grado di indipendenza della nuova entità riguardo alla fissazione dei prezzi.

#### *Il ramo RC Generale*

**182.** Il ramo RC Generale rappresenta circa l'8% dei premi del ramo danni. A seguito della concentrazione, le parti raggiungerebbero una quota di mercato del 36,13%.

Una parte significativa delle polizze contabilizzate in tale ramo è obbligatoria; peraltro, sempre più spesso gli enti pubblici, che costituiscono una parte consistente della domanda di assicurazione per la RC Generale, richiedono coperture del genere come requisito per la partecipazione a gare per appalti per la progettazione di opere pubbliche. Come ipotesi di lavoro, appare dunque ragionevole assumere un'elasticità della domanda per la singola impresa pari a -2,5, come per l'RC Auto, ed una domanda di mercato non particolarmente elastica, ipotizzando un valore per l'elasticità di -1.

La tabella seguente mostra gli effetti della concentrazione SAI-Fondiaria sotto queste ipotesi.

	<b>Variazione prezzi</b>	<b>Variazione quote</b>
<b>Gruppo Generali</b>	7,3%	≤  -0,7
<b>Gruppo SAI</b>	12,0%	≤  -0,7
<b>Gruppo Fondiaria</b>	11,4%	≤  -0,8
<i>Nuova entità</i>	9,1%	
<b>Concorrenti</b>	1,8%	≤  0,5
<b>Media mercato</b>	4,4%	

#### *Il ramo RC Marittima*

**183.** In questo ramo l'assicurazione è obbligatoria per i natanti di piccolo e medio cabotaggio, che costituiscono la prevalenza della domanda, considerato che i grandi natanti di regola ricorrono all'autoassicurazione, anche tramite consorzi. Si può dunque presumere un'elasticità della domanda di mercato pari a quella dell'RC Auto. I risultati delle simulazioni sono riportati nella tabella seguente:

	<b>Variazione prezzi</b>	<b>Variazione quote</b>
<i>Gruppo Generali</i>	10,2%	≤  -1,2
<i>Gruppo SAI</i>	15,4%	≤  -1,1
<i>Gruppo Fondiaria</i>	16,3%	≤  -0,8
<i>Nuova entità</i>	12,4%	
<i>Concorrenti</i>	2,8%	≤  0,4
<i>Media mercato</i>	7,1%	

Anche nel ramo RC Marittimi la concentrazione avrà effetti di prezzo significativi.

## ALLEGATO 2

**Tabella 4 Quote di mercato e grado di concentrazione 2001**

PRE-MERGER										
	Infortunati	Malattia	CVT	Incendio	Altri danni ai beni	RC Auto	RC Generale	RC Marittimi	Corpi veicoli aerei	Corpi veicoli marittimi
<i>Generali</i>	22,83	23,58	9,66	19,36	23,02	12,31	21,17	26,63	75,65	40,2
<b>RAS</b>	13,85	14,11	14,94	14,66	13,01	16,11	13,76	12,60	6,72	5,6
<i>Sai</i>	9,76	10,27	14,25	5,41	5,85	12,48	6,43	10,78	9,4	27,3
<i>Fondiaria</i>	7,98	6,11	9,98	10,46	7,87	9,44	8,53	7,57	0,23	1,1
<b>Unipol</b>	7,11	7,79	7,01	5,05	5,21	7,22	7,65	5,55	0,05	6,3
<b>Toro</b>	4,68	5,93	8,69	5,98	5,89	7,61	4,37	5,40	1,48	3,8
<b>Reale</b>	5,11	5,39	6,13	6,01	7,19	4,47	5,76	4,29	0,56	0,4
<b>Winterthur</b>	4,37	2,52	4,93	3,17	4,8	4,27	3,12	3,12	0,02	0,1
<b>AXA</b>	3,65	3,29	3,7	4,86	3,36	3,92	3,76	2,79	0,38	2,7
<b>Cattolica</b>	3,08	3,88	2,86	3,65	3,71	3,68	3,23	2,28	1,50	0,3
<b>CR4*</b>	54,42	55,75	48,83	50,49	51,09	50,34	51,11	57,58	95,01	59,3
<b>I gruppo/II gruppo</b>	1,65	1,67	1,05	1,32	1,77	1,29	1,54	2,11	8,05	1,4
<b>Dimensione mercato</b>	2.661.326	1.358.501	2.882.640	1.899.381	1.956.063	15.482.910	2.455.825	28.290	64.113	290,3

\* Tra i primi 4 gruppi nel ramo Corpi Veicoli Aerei vi è il gruppo Acutis, nel ramo Corpi Veicoli Marittimi vi è il gruppo Eni, nel ramo Mercati Trasportate vi è la rappresentanza italiana dei Lloyd's.

POST-MERGER										
	Infortunati	Malattia	CVT	Incendio	Altri danni ai beni	RC Auto	RC Generale	RC Marittimi	Corpi veicoli aerei	Corpi veicoli marittimi
<b>S-F-G</b>	40,57	39,96	33,89	35,23	36,74	34,23	36,13	44,98	85,28	69,3
<b>RAS</b>	13,85	14,11	14,94	14,66	13,01	16,11	13,76	12,60	6,72	5,6
<b>Unipol</b>	7,11	7,79	7,01	5,05	5,21	7,22	7,65	5,55	0,05	6,3
<b>Toro</b>	4,68	5,93	8,69	5,98	5,89	7,61	4,37	5,40	1,48	3,8
<b>Reale</b>	5,11	5,39	6,13	6,01	7,19	4,47	5,76	4,29	0,56	0,4
<b>Winterthur</b>	4,37	2,52	4,93	3,17	4,8	4,27	3,12	3,12	0,02	0,1
<b>AXA</b>	3,65	3,29	3,7	4,86	3,36	3,92	3,76	2,79	0,38	2,7
<b>Cattolica</b>	3,08	3,88	2,86	3,65	3,71	3,68	3,23	2,28	1,50	0,3
<b>CR4*</b>	66,64	67,79	64,53	61,88	62,83	65,17	63,3	68,53	96,74	88,3
<b>I gruppo/II gruppo</b>	2,93	2,83	2,27	2,40	2,82	2,12	2,63	3,57	12,69	9,4
<b>Dimensione mercato</b>	2.661.326	1.358.501	2.882.640	1.899.381	1.956.063	15.482.910	2.455.825	28.290	64.113	290,3

### DIFFERENZE

<b>CR4</b>	12,22	12,04	15,70	11,39	11,74	14,83	12,19	10,95	1,73	28,9
------------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	------	------

\* Tra i primi 4 gruppi nel ramo Corpi Veicoli Aerei vi è il gruppo Acutis, nel ramo Corpi Veicoli Marittimi vi è il gruppo Eni, nel ramo Mercati Trasportate vi sono la rappresentanza italiana dei Lloyd's e del gruppo Ace, nel ramo RC Aeromobili vi è la rappresentanza italiana dei Lloyd's.

\* \* \*