C11524 - UNIPOL GRUPPO FINANZIARIO/UNIPOL ASSICURAZIONI-PREMAFIN FINANZIARIA-FONDIARIA SAI-MILANO ASSICURAZIONI
Provvedimento n. 23678

L'AUTORITÀ GARANTE DELLA CONCORRENZA E DEL MERCATO

NELLA SUA ADUNANZA del 19 giugno 2012;

SENTITO il Relatore Presidente Giovanni Pitruzzella;

VISTA la legge 10 ottobre 1990, n. 287;

VISTA la comunicazione di Unipol Gruppo Finanziario S.p.A., pervenuta il 24 febbraio 2012;

VISTA la propria richiesta di informazioni inviata alla società Unipol Gruppo Finanziario S.p.A. in data 8 marzo 2012;

VISTA la risposta della società Unipol Gruppo Finanziario S.p.A. alla suddetta richiesta di informazioni, pervenuta in data 4 aprile 2012 e successivamente integrata in data 12 e 18 aprile 2012;

VISTA la propria delibera del 26 aprile 2012, con la quale ha avviato, ai sensi dell'art. 16, comma 4, della legge n. 287/90, il procedimento nei confronti di Unipol Gruppo Finanziario S.p.A., Premafin Finanziaria S.p.A., Fondiaria SAI S.p.A., Milano Assicurazioni S.p.A., Unipol Assicurazioni S.p.A., Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A. e Assicurazioni Generali S.p.A. e la contestuale sospensione dell'operazione ai sensi dell'articolo 17 della stessa legge;

VISTO l'atto pervenuto in data 30 aprile 2012 con cui le società Sator Capital Limited e Palladio Finanziario S.p.A. hanno chiesto di intervenire nel procedimento in qualità di soggetti portatori di interessi rilevanti in ordine agli esiti dell'istruttoria;

SENTITI i rappresentati delle società Unipol Gruppo Finanziario S.p.A. in data 30 aprile e 9 maggio 2012, Premafin Finanziaria S.p.A. in data 30 aprile 2012, Fondiaria SAI S.p.A. in data 2 e 28 maggio 2012 e Mediobanca in data 14 maggio 2012;

VISTA la Comunicazione delle Risultanze Istruttorie, inviata alle Parti in data 29 maggio 2012;

VISTO il parere dell'ISVAP pervenuto in data 15 giugno 2012;

VISTI gli atti del procedimento;

CONSIDERATO quanto segue:

I. LE PARTI DELL'OPERAZIONE

I.1. Il gruppo Unipol

1. Unipol Gruppo Finanziario S.p.A. (di seguito anche UGF) è la holding di partecipazioni e servizi quotata in Borsa che controlla il Gruppo Unipol (anche gruppo UGF), uno dei principali gruppi assicurativi in Italia, anche attivo attraverso la controllata Unipol Assicurazioni S.p.A. (di seguito anche Unipol). UGF è controllata da Finsoe S.p.A., che ne detiene una quota pari al 50,75% del capitale avente diritto di voto nell'assemblea ordinaria. UGF è società quotata su Borsa Italiana.
2. Il gruppo UGF è attivo nel settore assicurativo con circa 6,5 milioni di clienti ed una rete distributiva composta da oltre 3.400 agenti.
3. Con riferimento all'esercizio 2010, il fatturato complessivo a livello mondiale del gruppo UGF è stato pari a circa 11.572.465.000 euro, integralmente sviluppato in Italia (fatturato calcolato ai sensi dell'art. 16 commi 1 e 2 della legge n. 287/90).

I.2. Il gruppo Premafin Fondiaria SAI

4. Premafin Finanziaria S.p.A. – Holding di Partecipazioni S.p.A. (di seguito anche Premafin) è una holding di partecipazioni che controlla Fondiaria SAI S.p.A. (di seguito anche Fondiaria Sai o FonSai), principalmente attiva, direttamente e attraverso società controllate, quali Milano Assicurazioni S.p.A., nel settore assicurativo. Premafin è una società quotata su Borsa Italiana S.p.A., i cui principali azionisti di riferimento hanno stipulato, in data 11 novembre 2005, un patto parasociale di consultazione, di sindacato di voto e di blocco, rilevante ai sensi dell'art. 122 del TUF, che raggruppa il 51,287% del capitale sociale e il 54,98% delle azioni con diritto di voto. I soci che partecipano al patto di

sindacato sono le società: Sinergia Holding di Partecipazioni S.p.A., Limbo Invest S.A., Canoe Securities S.A., Hike Securities S.A. e Immobiliare Costruzioni IM.CO. S.p.A.; tutte queste società appena richiamate sono riconducibili, direttamente o indirettamente, alla famiglia Ligresti. Tra gli azionisti rilevanti di Premafin vi è Vincent Bollorè che ne detiene circa il 5% e la stessa Fondiaria Sai che ne detiene circa il 6,7%. Altri azionisti sono The Heritage Trust, che detiene il 12,149% del capitale sociale di Premafin ed Ever Green Security Trust, con il 7,845%[1].

5. FonSai, società quotata su Borsa Italiana, ha come principali azionisti: Premafin, che ne detiene il 35,763%, Unicredit S.p.A. (di seguito anche Unicredit o UCI) che ne detiene circa il 6,98%, Roberto Meneguzzo che, attraverso Palladio Finanziaria S.p.A., ne detiene circa il 5%, Sator Capital Limited (attraverso l'azionista Arepo PR S.p.A.) che ne detiene circa il 3% e la stessa FonSai (azioni proprie) con una partecipazione pari a circa il 3,9%. Ad oggi, su Fondiaria Sai esistono due patti parasociali comunicati ai mercati ai sensi dell'art. 122 TUF: un patto tra Premafin e Unicredit avente ad oggetto circa il 42,3% delle azioni Fondiaria Sai e un patto tra Sator e Palladio avente ad oggetto circa l'8% delle azioni Fondiaria Sai.

A cascata, FonSai, con una partecipazione pari a circa il 61%, controlla Milano Assicurazioni S.p.A. (di seguito anche Milano Assicurazioni), società quotata su Borsa Italiana.

6. Premafin è la controllante del gruppo FonSai (nel seguito anche gruppo Premafin-FonSai), che opera nel settore assicurativo attraverso varie compagnie assicuratrici controllate, tra le quali, oltre a Milano Assicurazioni, Bim Vita S.p.A., Dialogo Assicurazioni S.p.A., Incontra Assicurazioni S.p.A., Liguria Società di Assicurazioni S.p.A., Liguria Vita S.p.A., Popolare Vita S.p.A., Pronto Assistance S.p.A., Siat Società Italiana Assicurazioni e Riassicurazioni S.p.A., Systema Compagnia di Assicurazioni S.p.A., con circa 8 milioni di clienti ed una rete distributiva composta da oltre 4.000 agenti.

7. Con riferimento all'esercizio 2010, il fatturato complessivo a livello mondiale del gruppo Premafin-FonSai è stato pari a circa 13.369.486.000 euro, quasi integralmente sviluppati nell'Unione Europea. Con riferimento all'esercizio 2010, il fatturato del gruppo Premafin-FonSai sviluppato in Italia, calcolato ai sensi dell'art. 16, commi 1 e 2, della legge n. 287/90, è stato pari a 13.194.141.000 euro.

II. DESCRIZIONE DELL'OPERAZIONE

II.1. Le fasi dell'operazione

8. L'operazione, denominata dalle parti "il Progetto di Integrazione", sulla base dell'Accordo siglato tra UGF e Premafin in data 29 gennaio 2012 (di seguito anche l'Accordo), consiste nell'acquisto, da parte di UGF, (i) del controllo esclusivo di Premafin, con una partecipazione pari quanto meno ai due terzi del capitale sociale di Premafin stessa e la conseguente significativa diluizione delle quote degli attuali soci di riferimento, nonché, indirettamente (ii) del controllo esclusivo delle imprese di assicurazione e riassicurazione controllate da Premafin, nonché (iii) delle partecipazioni di controllo e delle partecipazioni in tutte le altre società controllate o partecipate da Premafin[2].

9. Il Progetto di Integrazione è articolato in cinque fasi, definite dalle stesse Parti come inscindibili le une con le altre, che possono essere così sintetizzate:

(i) la delibera da parte di Premafin di un piano idoneo a consentire il risanamento (c.d. **Piano di Risanamento Premafin**) della propria esposizione debitoria e ad assicurare il riequilibrio della propria situazione finanziaria ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 67, comma 3, lett. d), della Legge Fallimentare (cfr. l'Accordo, Premessa G (i)). Il Piano di Risanamento è stato approvato dal Consiglio di Amministrazione Premafin in data 30 marzo 2012 e oggetto di asseveramento da parte dell'apposito professionista incaricato, ai sensi dell'art. 67 Legge Fallimentare, in data 16 aprile 2012[3]. Il Piano riguarda principalmente "*…l'indebitamento finanziario di Premafin nei confronti delle banche finanziatrici (Unicredit, Mediobanca, Banca CR Firenze, Banco Popolare, Banca Popolare di Milano, Cassa di Risparmio di Parma e Piacenza e GE Capital Interbanca*)"[4] per un valore di oltre 322,5 milioni di euro, attualmente da rimborsare entro il 31 dicembre 2014.

---

[1] Tali fondi sono oggetto di accertamenti da parte della Consob per la possibile loro riconducibilità alla famiglia Ligresti, cfr. comunicati stampa CONSOB.

[2] Formulario della Comunicazione dell'operazione pg. 7.

[3] Cfr. Risposta UGF del 4 aprile 2012, doc. 7, allegato I.c.2 e l'asseveramento del Piano comunicato in data 18 aprile 2012 (doc. 18) e il successivo addendum (doc. 132 del 18 maggio 2012).

[4] Risposta di UGF alla richiesta di informazioni pervenuta in data 4 aprile 2012, doc. 7, pg. 2, versione accessibile.

Il Piano di risanamento contiene i termini e le condizioni essenziali di ristrutturazione del suddetto debito concordate fra Premafin e le banche creditrici, le quali confluiranno in un nuovo accordo di finanziamento (c.d. Finanziamento Senior). Il debito finanziario così ristrutturato graverà sul nuovo gruppo UGF *post merger*;
(ii) l'aumento **di capitale di UGF**, per un importo di 1.100.000.000 euro rispetto al quale è previsto che Finsoe, attuale socio di maggioranza di UGF, sottoscriva la quota di propria spettanza in opzione al fine di mantenere inalterata la partecipazione di controllo in UGF. L'aumento di capitale UGF è garantito da un Consorzio di Garanzia affidato, in data 3 febbraio, a Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A. (di seguito anche Mediobanca). Come meglio precisato nel prosieguo, la realizzazione dell'aumento di capitale di UGF determinerà la possibilità per le banche partecipanti al consorzio di garanzia di entrare nell'azionariato di UGF.
L'assemblea straordinaria di UGF del 19 marzo 2012 ha attribuito al Consiglio di Amministrazione (CdA) la delega ad effettuare detto aumento di capitale che dovrebbe avere luogo, con lo svolgimento del periodo di sottoscrizione, nei prossimi mesi[5];
(iii) l'aumento **di capitale Premafin riservato ad UGF** fino ad un massimo di 400.000.000 euro. La partecipazione di UGF all'aumento del capitale sociale Premafin dovrà essere effettuata in modo da garantire che UGF "*arrivi a detenere una partecipazione in Premafin che sia comunque superiore alla soglia del capitale avente diritto di voto necessaria per assumere le deliberazioni nell'assemblea straordinaria in prima convocazione di Premafin*" (art. 3.1. dell'Accordo). Tale partecipazione garantirà a UGF la maggioranza dei diritti di voto in Premafin e, così facendo, il controllo sulla stessa Premafin; per converso, tale aumento di capitale determinerà la significativa diluizione della partecipazione in Premafin degli attuali azionisti. Inoltre, l'aumento di capitale di Premafin consentirà a quest'ultima di partecipare all'aumento di capitale Fondiaria Sai di seguito richiamato.
Il CdA di Premafin, in data 30 marzo 2012, ha deliberato la proposta di aumento di capitale sopra riportata e ha convocato l'assemblea straordinaria che dovrà deliberare l'aumento di capitale sociale qui descritto e che dovrà essere attuato nei mesi successivi con la integrale sottoscrizione da parte di UGF[6];
(iv) l'utilizzo da parte di Premafin delle risorse finanziarie derivanti dall'Aumento di Capitale Premafin al fine di assicurare l'integrale sottoscrizione di un **aumento di capitale di FonSai** per complessivi 1.100.000.000 euro. L'integrale sottoscrizione dell'aumento di capitale da parte di Premafin, per la propria quota, consentirà a quest'ultima di mantenere integra l'attuale quota di partecipazione su FonSai. Si evidenzia che FonSai ha affidato a Mediobanca l'incarico di costituire un consorzio di garanzia per assicurare il buon esito dell'aumento di capitale. Come meglio precisato nel prosieguo, la realizzazione dell'aumento di capitale di FonSai determinerà alcune modifiche nell'assetto azionario di questa società e, in particolare, la possibilità delle banche partecipanti al consorzio di garanzia di entrare nell'azionariato di FonSai.
L'assemblea straordinaria di FonSai, che si è svolta in data 19 marzo 2012, ha deliberato l'aumento di capitale sociale qui descritto che dovrà essere eseguito entro il 31 dicembre 2012[7];
(v) la realizzazione della **Fusione** per incorporazione in Fondiaria Sai di Unipol Assicurazioni, Premafin e Milano Assicurazioni. Nel Progetto di Integrazione, la società *post*-fusione sarà soggetta al controllo di UGF e sarà la principale compagnia assicurativa operativa dell'entità *post merger*, continuando a mantenere lo status di società quotata presso l'MTA.

II.2. Il gruppo UGF post merger e la governance delle società coinvolte

10. Al fine di esaminare la presente operazione occorre valutare l'evoluzione dell'azionariato e della *governance* di: (i) UGF *post-merger*; (ii) Premafin, (iii) FonSai.
11. Con riferimento a **UGF** si osserva che, a seguito della realizzazione delle fasi sommariamente sopra descritte, il gruppo UGF *post merger* vedrà a capo dello stesso la società UGF, la quale rimarrà quotata su Borsa Italiana e controllata da Finsoe. Per effetto della presente operazione gli assetti azionari e la *governance* di UGF potrebbero subire alcune modifiche; in particolare, nell'azionariato di UGF, come sarà meglio descritto nell'apposita sezione sui legami con gli altri operatori, potranno entrare Mediobanca e le altre banche del Consorzio di Garanzia, con una partecipazione

---

[5] Cfr. Verbale del Consiglio di Amministrazione di UGF del 9 febbraio 2012 e il verbale di assemblea straordinaria del 19 marzo 2012, doc. 7, all. II.d.1 e all. II.a.1.

[6] Cfr. doc. 7, all. I.c.2, comunicato stampa su CdA Premafin. Tale assemblea è stata convocata, in un primo tempo in data 17/21 maggio 2012 ed stata poi posticipata al 15 giugno 2012 (cfr. comunicato stampa Premafin 21/5/2012).

[7] Cfr. il verbale di assemblea straordinaria FonSai e la documentazione allegata, in doc. 14, documentazione UGF pervenuta in data 12 aprile 2012 e cfr la successiva convocazione per l'assemblea ordinaria e straordinaria del 26/27 giugno 2012.

per ciascuna banca che, dalle stime fornite dalle parti, potrebbe raggiungere il 4,5% del capitale sociale UGF[8]. Ad oggi, le seguenti banche hanno manifestato la disponibilità a partecipare all'aumento di capitale: Barclays Capital, Credit Suisse, Deutsche Bank, Morgan Stanley, Nomura, UBS Investment Bank e Unicredit Corporate & Investment Banking, unitamente alla stessa Mediobanca.

Sul punto UGF rileva che, anche a seguito della realizzazione della presente operazione, Finsoe, attuale azionista di controllo di UGF, "*sarà in grado di eleggere i nove decimi dei membri del Consiglio di UGF*"[9].

12. Con riferimento a **Premafin** si rileva che, a seguito dell'aumento di capitale sociale riservato, essa sarà controllata da UGF venendo quest'ultima a detenere una partecipazione di almeno 2/3 del capitale sociale. A seguito dell'acquisizione del controllo di UGF su Premafin, avrà luogo il rinnovo del CdA di Premafin. Sul punto, UGF ha affermato che quest'ultima "*sarà in grado di eleggere almeno 11 (ma probabilmente 12) dei 13 membri del Consiglio di Amministrazione di Premafin*"[10].

In base al Progetto di Integrazione, Premafin è destinata, entro il 2012, ad essere incorporata in FonSai e, quindi, a scomparire come soggetto giuridico autonomo.

13. Quanto a **FonSai**, a seguito dell'aumento di capitale sopra descritto, gli assetti proprietari di FonSai risulteranno modificati in quanto:

UGF, attraverso Premafin, sarà il nuovo azionista di maggioranza relativa, mantenendo l'attuale partecipazione pari a circa il 36% del capitale sociale di FonSai;

Mediobanca e le altre banche che partecipano al Consorzio di Garanzia FonSai potrebbero detenere ciascuna una partecipazione massima pari al 6% di FonSai[11]. Ad oggi, le seguenti banche hanno manifestato la disponibilità a partecipare all'aumento di capitale: Barclays Capital, Credit Suisse, Deutsche Bank, Morgan Stanley, Nomura, UBS Investment Bank e Unicredit Corporate & Investment Banking, unitamente alla stessa Mediobanca.

14. Sempre con riferimento alla *governance* di FonSai *post merger*, come sopra descritto nella sezione dedicata alle parti, attualmente è in vigore un patto parasociale Premafin/Unicredit che è parte integrante dell'accordo di investimento stipulato tra Premafin e Unicredit in data 22 marzo 2011; in base all'Accordo del 29 gennaio 2012 tra UGF e Premafin, una delle condizioni per la realizzazione dell'operazione è che l'accordo con Unicredit venga meno e con esso il patto parasociale sopra descritto[12].

Quanto alla nomina degli organi sociali, si rileva che, per l'assemblea ordinaria FonSai del 23/24 aprile 2012, avente a oggetto il rinnovo del CdA, sono state depositate due liste provenienti rispettivamente dal socio di maggioranza (lista Premafin, alla quale aderisce Unicredit in forza del citato accordo) e dall'azionista Arepo PR S.p.A. (Sator). Successivamente all'acquisizione del controllo di UGF su Premafin e alla realizzazione del citato aumento di capitale FonSai, è previsto che il CdA di Fonsai sia rinnovato e, in tale contesto, UGF potrà eleggere la quasi totalità dei membri (infatti ha affermato che "*potrà eleggere tutti i membri tranne uno del Consiglio di amministrazione*") di Fondiaria Sai[13]. Parimenti, all'esito dell'operazione, verrà rinnovato anche il CdA di Milano Assicurazioni S.p.A..

15. Infine, come ultima fase dell'operazione è prevista la realizzazione della fusione per incorporazione in Fondiaria Sai di Premafin, Unipol Assicurazioni e Milano Assicurazioni. La nuova società *post*-fusione costituirà la principale società operativa del gruppo UGF *post-merger* e rimarrà anch'essa quotata in borsa. La realizzazione di quest'ultima fase, determinerà un assetto azionario della società *post*-fusione che vedrà l'azionista UGF in posizione di controllo di diritto. Attraverso la fissazione dei concambi per le azioni delle società coinvolte nella fusione, verrà anche definita la presenza degli altri soci attualmente presenti nell'azionariato delle singole società e della stessa FonSai (*post*-aumento di capitale). Inoltre, nell'azionariato di FonSai inciderà altresì la realizzazione del Piano di Risanamento Premafin che

---

[8] Secondo le parti, allo stato, non essendo ancora realizzato l'aumento di capitale, non è possibile conoscere gli importi eventualmente sottoscritti da ciascuna banca.

[9] Risposta di UGF alla richiesta di informazioni pervenuta in data 4 aprile 2012, doc. 7, pg. 14, versione accessibile.

[10] Risposta di UGF alla richiesta di informazioni pervenuta in data 4 aprile 2012, doc. 7, pg. 16, versione accessibile. Al riguardo, nell'Accordo è previsto che la maggioranza dei membri del CdA di Premafin dia le dimissioni irrevocabili alla data di esecuzione dell'operazione (art. 3.1, (*x*) dell'Accordo) e, in presenza delle dimissioni della maggioranza dei membri del CdA "*si intende dimissionario l'intero Consiglio e l'Assemblea per la ricostituzione dello stesso deve essere convocata dagli amministratori rimasti in carica*" (art. 11 Statuto Premafin).

[11] Secondo le parti, allo stato, non essendo ancora realizzato l'aumento di capitale, non è possibile conoscere il futuro assetto azionario di FonSai (Formulario pg. 11). Le parti hanno anche rilevato che la quota di capitale di FonSai detenuto da Unicredit potrebbe anche raggiungere il 5-10% in funzione del fatto che essa potrebbe sottoscrivere l'aumento anche come azionista esercitando il proprio diritto di opzione.

[12] Cfr. art. 3.1 (vi) dell'Accordo e cfr. anche risposta di UGF alla richiesta di informazioni pervenuta in data 4 aprile 2012, doc. 7, pg. 16.

[13] Risposta di UGF alla richiesta di informazioni pervenuta in data 4 aprile 2012, doc. 7, pg. 16, versione accessibile.

prevede una parziale conversone del debito delle banche creditrici in azioni di FonSai *post*-fusione (cfr. *infra*). Anche in questo contesto, UGF nominerà il consiglio di amministrazione della società *post*-fusione in quanto ha affermato che dopo "*la Fusione, UGF prevede naturalmente di presentare una lista di maggioranza nell'assemblea della società risultante dalla Fusione. Posto che non è prevista la stipula di alcun accordo tra UGF e azionisti di minoranza…. si ritiene che UGF sarà in grado di nominare tutti i membri del Consiglio di Amministrazione tranne l'unico che spetterà alla lista di minoranza che otterrà il migliore risultato*"[14].

16. L'operazione appena descritta e il progetto industriale sottostante sono finalizzati *"alla creazione di un operatore nazionale di primario rilievo nel settore delle imprese di assicurazione, in grado di competere efficacemente con i principali concorrenti nazionali ed europei e di creare valore per tutti i propri azionisti"* (Accordo del 29/1/2012). Infatti, il **gruppo UGF *post merger*** disporrà di una base clienti di oltre 14 milioni, di primarie società assicurative attive nella fase della produzione di prodotti assicurativi e della più grande rete di agenti in Italia (7.300 agenti e 5.100 agenzie)[15].

III. QUALIFICAZIONE DELL'OPERAZIONE

17. L'operazione comunicata, in quanto comporta l'acquisizione del controllo esclusivo di un'impresa, costituisce una concentrazione ai sensi dell'art. 5, comma 1, lettera *b*), della legge n. 287/90.

Essa rientra nell'ambito di applicazione della legge n. 287/90, non ricorrendo le condizioni di cui all'articolo 1 del Regolamento CE n. 139/04 ed è soggetta all'obbligo di comunicazione preventiva disposto dall'art. 16, commi 1 e 2, della medesima legge, in quanto il fatturato totale realizzato nell'ultimo esercizio a livello nazionale dall'insieme delle imprese interessate è stato superiore a 468 milioni di euro.

IV. L'AVVIO DELL'ISTRUTTORIA

18. In data 26 aprile 2012, l'Autorità ha avviato, ai sensi dell'art. 16, comma 4 della legge non 287/90, l'istruttoria, nei confronti di Unipol Gruppo Finanziario S.p.A., Premafin Finanziaria S.p.A., Fondiaria SAI S.p.A., Milano Assicurazioni S.p.A., Unipol Assicurazioni S.p.A., Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A. e Assicurazioni Generali S.p.A., in merito alla presente operazione, e ha contestualmente disposto la sospensione dell'operazione ai sensi dell'art. 17 comma 1 della medesima legge.

19. In particolare, l'Autorità ha, nella delibera di avvio, ravvisato che la presente operazione determina, in diversi mercati del settore assicurativo, il rischio di costituzione o rafforzamento di una posizione dominante e, quindi, possibili effetti restrittivi della concorrenza.

20. In particolare, in sede di avvio della fase istruttoria, si è evidenziato che la valutazione dei rischi di effetti restrittivi connessi alla presente operazione rilevano con specifico riferimento al ramo produttivo RC Auto, il quale rappresenta, in termini di premi raccolti a livello nazionale, quasi il 50% del totale dei rami danni. Inoltre, così come prospettato in sede di avvio della presente istruttoria, la valutazione della presente operazione deve essere effettuata tenendo in considerazione anche i legami (finanziari, azionari e personali) che l'operazione in esame determina tra Mediobanca ed il gruppo UGF/Premafin, da un lato, e, dall'altro, i legami che Mediobanca ha con Generali; secondo quanto evidenziato nel provvedimento di avvio della presente istruttoria, in ragione di tali legami, la presente operazione determinerà "*una riduzione degli incentivi a competere da parte del gruppo Generali rispetto all'entità post merger, in funzione dei legami diretti ed indiretti ulteriormente estesi per effetto della operazione di concentrazione in esame*".

V. L'ATTIVITÀ ISTRUTTORIA SVOLTA

21. Nel corso del presente procedimento sono state inviate diverse richieste di informazioni a UGF, Premafin, Mediobanca, Assicurazioni Generali nonché a un campione rappresentativo di imprese di assicurazioni: Gruppo Allianz, Gruppo Reale Mutua, Gruppo Cattolica Assicurazione, Gruppo AXA, Gruppo Intesa SanPaolo, Gruppo Aviva, Gruppo Groupama Assicurazioni, Gruppo Assicurativo Sara e Coface.

22. A seguito di apposita istanza presentata in data 30 aprile 2012, le società Sator Capital Limited e Palladio Finanziaria S.p.A. hanno partecipato al procedimento. Nel corso dell'istruttoria sono state svolte le seguenti audizioni:

---

[14] Risposta di UGF alla richiesta di informazioni pervenuta in data 4 aprile 2012, doc. 7, pg. 16 e 17, versione accessibile.

[15] Cfr. il Progetto di Integrazione Unipol-FonSai, Linee guida strategico-industriali e prime stime quantitative, Bologna 16 marzo 2012 (pg. 38-39), disponibile sul sito web di UGF.

UGF (30 aprile e 9 maggio 2012), Premafin (30 aprile 2012), FonSai (2 e 28 maggio 2012) Mediobanca (14 maggio 2012), Sator e Palladio (3 maggio e 4 giugno 2012). Inoltre, le parti hanno esercitato il diritto di accesso ai documenti: UGF (30 aprile, 29 maggio e 5 giugno 2012), FonSai (2, 29 maggio e 11 giugno 2012) Mediobanca (4 e 31 maggio 2012), Sator e Palladio (4, 8, 30 maggio, 4 e 6 giugno 2012).

23. In data 25 e 28 maggio 2012, UGF e Mediobanca hanno presentato impegni. In data 29 maggio 2012, è stata inviata alle parti la comunicazione delle risultanze istruttorie contenente un'analisi delle restrizioni concorrenziali derivanti dell'operazione e una valutazione di inidoneità degli impegni prospettati quali misure a risolvere gli effetti restrittivi dell'operazione. Il successivo 4 giugno 2012, UGF, Mediobanca, Fondiaria Sai, Sator e Palladio hanno presentato le memorie conclusive; tra queste società solo Sator e Palladio hanno manifestato interesse all'audizione finale mentre UGF e Mediobanca hanno rinunciato all'audizione finale. UGF e Mediobanca hanno presentato, unitamente alle osservazioni conclusive, parziali modifiche ai precedenti impegni.

VI. IL CONTESTO COMPETITIVO

VI.1. I legami tra le parti, Mediobanca e Generali

24. La presente operazione si caratterizza per la presenza di particolari legami azionari, personali e di finanziamento tra le parti ed altri operatori attivi nei servizi finanziari e assicurativi; tali legami vedono coinvolti, da un lato, il gruppo Premafin/FonSai, che per effetto della presente operazione verrà integrato nel gruppo UGF e, dall'altro, i seguenti soggetti:

Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A. che è la più importante banca di credito finanziario attiva in Italia;

Assicurazioni Generali S.p.A. (di seguito anche Generali) che è la società posta al vertice dell'omonimo gruppo assicurativo, il quale rappresenta un importante operatore assicurativo in Italia, in rami ove opera ed opererà il gruppo UGF *post merger*.

25. Si tratta di rapporti che rilevano ai fini della valutazione della presente operazione non solo, come nel seguito precisato, per il ruolo assunto da Mediobanca come finanziatore del gruppo Premafin e nello specifico per la realizzazione del Progetto, ma anche in quanto questi altri soggetti coinvolti (Generali e Mediobanca) risultano attivi, direttamente e indirettamente, nei mercati del settore assicurativo ove rilevano i rischi di effetti restrittivi della concorrenza derivanti dalla concentrazione. Tali legami sono nel seguito sintetizzati.

VI.1.1. I rapporti di finanziamento

VI.1.1.a. I rapporti di finanziamento Premafin con Mediobanca e il Piano di Risanamento Premafin

26. Mediobanca ha un ruolo quale soggetto finanziatore del gruppo Premafin, la cui posizione è, tra l'altro, oggetto del Piano di Risanamento. Infatti, in data 30 marzo 2012, il CdA Premafin ha approvato il Piano di Risanamento, asseverato da un apposito professionista ai sensi e per gli effetti dell'art. 67 Legge Fallimentare[16], il quale fissa i principali termini e condizioni della ristrutturazione dell'indebitamento Premafin, come di seguito descritto. Si sottolinea che il Piano riguarda solo i debiti Premafin e ne sono esclusi "*i debiti di Fonsai, Milano Assicurazioni e delle rispettive società controllate*[17]". Il principale rapporto di finanziamento oggetto del Piano di Risanamento è il contratto stipulato, in data 22 dicembre 2004, da Premafin con il pool di banche, tra le quali figurano Mediobanca e Unicredit, avente ad oggetto un debito di 322,5 milioni di euro [18]. Questo Piano ha altresì ad oggetto un *Equity swap* (per 45,5 milioni di euro) stipulato tra Premafin e UCI il 15 ottobre 2008 e rinnovato il 10 maggio 2011. Il valore complessivo del debito oggetto di ristrutturazione è pari a 368 milioni di euro[19].

27. Il piano prevede la ristrutturazione del debito in due fasi: la fase 1, vale a dire da quando, con la realizzazione dell'aumento di capitale Premafin riservato a UGF, quest'ultima acquisisce il controllo su Premafin e indirettamente

---

16 Sul Piano di Risanamento cfr. soprattutto doc. 7, all. I.c.2..

17 Doc. 7, Risposta UGF a richiesta informazioni, versione accessibile.

18 Si tratta di Mediobanca, Unicredit, Banca Popolare di Novara S.p.A., Banca Popolare di Verona S. Geminiano e S. Prospero, Banca Popolare di Milano e Cassa di Risparmio di Parma e Piacenza.

19 Il contenuto essenziale del Piano di Risanamento è descritto nel Progetto di Bilancio Consolidato Premafin accessibile sul sito internet della Società. In data 17 maggio 2012, il Consiglio di Amministrazione di Premafin ha modificato parzialmente le condizioni del Piano di Risanamento, attraverso la predisposizione di uno specifico Addendum al Piano di Risanamento, oggetto altresì di una integrazione della relazione di attestazione della ragionevolezza dello stesso ex art. 67 L.F.

anche su Fonsai e le altre società del Gruppo; la fase 2, vale a dire da quando ha efficacia la fusione per incorporazione in Fondiaria Sai delle altre società come sopra già descritto.

28. Nella fase 1, l'Equity *swap* Unicredit viene estinto e Fondiaria Sai assume un debito pari a 45,5 milioni di euro. Questo debito unitamente al finanziamento pool sono convertiti in un unico finanziamento, denominato Finanziamento Senior, che prevede una data di rimborso entro il 31 dicembre 2020 ed è garantito da un pegno su azioni ordinarie Fondiaria Sai. Nella fase 2, vale a dire con la realizzazione della fusione, il Primo Finanziamento Senior, alla luce dell'Addendum al Piano di Risanamento, viene così ristrutturato:

la porzione del Primo Finanziamento Senior spettante a GE Capital S.p.A., pari a circa *[10-50]*[20] milioni di euro, viene convertita in una linea di finanziamento documentata separatamente (c.d. Linea GE);

[200-250] milioni di euro sono trasformati in un prestito obbligazionario convertendo, con data di rimborso 31 dicembre 2015, secondo le quote di spettanza delle singole banche come definite nello stesso Piano di Risanamento;

il residuo *[100-150]* milioni di euro, in scadenza entro il 2018 (Secondo Finanziamento Senior), verrà ripartito secondo le quote definite nel Piano di Risanamento.

29. Si evidenzia quindi che il Piano di Risanamento Premafin prevede le condizioni di ristrutturazione degli attuali debiti Premafin che incideranno sull'entità *post-merger* e tale indebitamento costituisce un legame finanziario tra UGF *post-merger* e Mediobanca. A ciò si aggiunga che una parte di questo indebitamento sarà convertito in azioni della società *post* fusione, venendo quindi a creare un legame azionario che si aggiunge e quelli derivanti dalla partecipazione di Mediobanca ai consorzi di garanzia già menzionati (v. *infra* sui legami azionari tra Mediobanca e l'entità *post merger*).

VI.1.1.b. I rapporti di finanziamento di Mediobanca con FonSai e Milano Assicurazioni e UGF e la loro evoluzione nell'entità post merger

30. Inoltre, Mediobanca ha stipulato diversi contratti di finanziamento a partire dal dicembre 2004 fino al maggio 2011[21]. In particolare, FonSai e Milano Assicurazioni sono complessivamente esposte nei confronti di Mediobanca per 1.050 milioni di euro, rispettivamente per 900 milioni di euro e 150 milioni di euro[22]. Si tratta di finanziamenti di due distinte tipologie: (i) finanziamenti subordinati ibridi a durata indeterminata (c.d. finanziamenti perpetui) e (ii) finanziamenti subordinati di durata ventennale. Questo indebitamento non è oggetto del Piano di Risanamento Premafin e presenta delle caratteristiche peculiari[23]. Questi finanziamenti costituiscono il 100% dei finanziamenti subordinati del Gruppo Fondiaria Sai in essere e circa il 77% dell'attuale indebitamento dello stesso Gruppo[24].

31. In primo luogo, vale osservare che, alcuni dei contratti di finanziamento con FonSai e Milano Assicurazioni, prevedono la possibilità in capo a Mediobanca di convertire il debito in azioni; infatti Mediobanca ha il diritto di richiedere la conversione del proprio credito in capitale e, quindi, in ragione della operazione, di trasformarlo in azioni di società nel gruppo *post merger*[25].

32. Inoltre, tali contratti prevedono specifici obblighi di informazione sulla situazione patrimoniale/commerciale del debitore, consentendo a Mediobanca un flusso di informazioni, anche di natura commerciale e finanziaria, sull'attività del Gruppo FonSai[26]. Altre clausole previste nei contratti in questione, riguardano la distribuzione dei dividendi e obblighi per il debitore di salvaguardare gli interessi del creditore in termini di mantenimento di *asset*[27].

33. La peculiarità di questi contratti di finanziamento si evince, poi, dalla natura degli stessi. Essi, infatti, pur essendo tecnicamente forme di indebitamento finanziario, sono, nella sostanza, strumenti di quasi-*equity*, in ragione delle

---

20 Nella presente versione alcuni dati sono omessi, in quanto si sono ritenuti sussistenti elementi di riservatezza o di segretezza delle informazioni.

21 Cfr. notifica pag. 27 e doc. 7, Risposta UGF a richiesta informazioni.

22 Cfr. il progetto di bilancio consolidato FonSai per l'esercizio 2011, disponibile sul sito web della Società.

23 Come indicato da UGF, detto indebitamento, è "*oggetto di un diverso intervento di rafforzamento patrimoniale che si sostanzia, dapprima nell'aumento di capitale sociale per un ammontare di Euro 1,1 miliardi e, per la restante parte, nella partecipazione di Fondiaria Sai alla Fusione.…*", doc. 7, pg. 8-9; la conversione obbligatoria qui richiamata è una delle condizioni previste nel Piano di Risanamento sopra descritto.

24 Cfr. progetto di bilancio consolidato esercizio 2011 Fondiaria Sai pg. 95-96, disponibile sul sito internet della società.

25 Si tratta dei due finanziamenti ibridi erogati da Mediobanca a FonSai e Milano Assicurazioni in data 14 luglio 2008, nonché dei contratti di finanziamento ventennali del 23 luglio 2003, del 20 dicembre 2005 e del 22 giugno 2006 che prevedono la possibilità, a favore di Mediobanca, in presenza di alcune condizioni specificate nei contratti medesimi, di richiedere la conversione del proprio credito in azioni, cfr. Formulario pg. 29.

26 Ad esempio, l'art. 15.2 del Contratto FonSai/Milano Assicurazioni prevede, oltre l'invio delle relazioni trimestrali, semestrali e il bilancio, *[omissis]*, doc. 3, allegato F.5.11 (notifica della concentrazione).

27 Ad esempio, il contratto stipulato da Fondiaria Sai con Mediobanca il 22 giugno 2006 prevede uno specifico obbligo di Fondiaria Sai nei confronti di Mediobanca a che Fondiaria Sai effettui *[omissis]* (cfr. doc. 3, allegato F.5.15, art. 6).

specifiche clausole in termini di conversione del capitale e condizioni di rimborso del capitale nonché della circostanza che tali strumenti concorrono al patrimonio di bilancio, ai fini regolamentari[28]. In virtù di tali caratteristiche, questi finanziamenti costituiscono legami durevoli nel tempo. Infatti, vale osservare che, in base ai dati al 31/12/2011, questi contratti concorrono significativamente al margine di solvibilità del gruppo Fondiaria Sai, infatti: "… *il margine di solvibilità del FonSai pari a circa il* [70-80%], *i contratti di finanziamento subordinati e ibridi concorrono circa per il* [60-70%] *del margine di solvibilità di gruppo ...*"[29].

34. Ai contratti in essere con Fonsai e Milano Assicurazioni, si deve aggiungere che Mediobanca ha stipulato, nel 2008, contratti di finanziamento, simili a quelli appena descritti, anche con società del gruppo UGF, per un importo pari a pari a circa *[100-500]* milioni di euro. Come Mediobanca ha chiarito, l'unica differenza sostanziale rispetto ai contratti sopra descritti è che i contratti di finanziamento con Unipol non prevedono *[omissis*][30]. Ad oggi, questi contratti incidono sul margine di solvibilità del gruppo UGF in una misura del *[10-20*%][31]. Inoltre, ad oggi, il finanziamento in essere di UGF con Mediobanca costituisce circa il *[30-40%]* del totale indebitamento del gruppo UGF verso banche e il *[1-10%]* delle passività del gruppo[32].

35. L'insieme dei contratti qui descritti confluiranno nell'entità *post merger* e, quindi, il gruppo UGF, a seguito dell'operazione diventerà uno dei più importanti soggetti debitori di Mediobanca, per un ammontare superiore a 1,4 miliardi di euro, per i soli contratti di finanziamento che concorrono al margine di solvibilità e che costituiranno circa il *[50-60%]* dell'indebitamento finanziario del gruppo UGF *post merger*[33]. Inoltre, questi contratti, come si è visto, hanno la peculiare caratteristica di non essere meri strumenti di debito ma di partecipare al patrimonio, ai fini regolamentari e per l'esercizio dell'attività assicurativa, incideranno sul margine di solvibilità di gruppo *post merger* per circa il *[20-30*%][34]; pertanto, rispetto allo stato attuale, la concentrazione determinerà un aumento dell'incidenza di questi finanziamenti di Mediobanca sul margine del gruppo UGF, incrementandosi dal *[10-20%]* al *[20-30*%][35].

36. In merito a questi rapporti di finanziamento, la presente operazione determina, rispetto agli assetti esistenti, un significativo cambiamento poiché determina un rafforzamento dei legami tra UGF e Mediobanca; tali legami, unitamente all'insieme dei vincoli azionari di seguito descritti, acquistano rilievo ai fini della valutazione della presente operazione poiché costituiscono un legame economico e creano cointeressenze tra il gruppo UGF *post merger* e Mediobanca. Quest'ultima, infatti, ha, in qualità di creditore e in ragione dell'esposizione finanziaria in essere, uno specifico interesse economico nell'entità *post merger* e, a sua volta, UGF, alla luce dei legami azionari di seguito descritti e dell'incidenza dei finanziamenti sul patrimonio ai fini regolamentari e del debito in essere, sarà incentivato a tenere in conto gli interessi di Mediobanca essendo questo il principale soggetto finanziatore. A ciò si aggiunga che, come sopra evidenziato, questi contratti di finanziamento consentono a Mediobanca l'acquisizione di informazioni, ivi incluse quelle di natura commerciale, ritenute utili a monitorare la situazione finanziaria del debitore. Inoltre, ai fini della valutazione della presente operazione, non è superfluo rilevare che Mediobanca ha anche con Assicurazioni Generali legami di finanziamento della stessa natura di quelli sopra descritti[36].

37. A conferma della circostanza che i legami di finanziamento hanno attribuito e attribuiscono un ruolo peculiare a Mediobanca, la documentazione acquisita agli atti del procedimento evidenzia che Mediobanca ha effettuato continui

---

28 In particolare, Mediobanca ha chiarito che per "*…. comprendere questi contratti è utile premettere che, ai fini ISVAP, più è profondo il grado di subordinazione di questi strumenti, maggiore è il valore che gli stessi possono assumere ai fini del margine di solvibilità….. questi contratti di finanziamento, a fronte di un pricing per Mediobanca che al momento della stipulazione aveva una remunerazione interessante, non prevedono la possibilità per il creditore di* [omissis]*…*", cfr. doc. 108, verbale audizione Mediobanca del 14 maggio 2012.

29 Cfr. doc. 108 verbale audizione Mediobanca del 14 maggio 2012.

30 Cfr. doc. 108 verbale audizione Mediobanca del 14 maggio 2012, ove si rinviene che "*….l'obbiettivo principale di questi contratti era di aumentare i margini di solvibilità. Questi contratti hanno infatti la specifica caratteristica di essere strumenti utili per la definizione del patrimonio a bilancio, ai fini di vigilanza regolamentare, e sono molto simili agli strumenti obbligazionari c.d. bond ibridi, vale a dire senza data di rimborso ma solo una call date. Con gli opportuni adattamenti, questi contratti hanno quindi caratteristiche simili ai bond subordinati e presentano con questi strumenti forti analogie*…".

31 Cfr. doc. 108, verbale audizione Mediobanca del 14 maggio 2012.

32 Cfr. doc. 3, Notifica della concentrazione, pg. 24.

33 Cfr. doc. 3, allegato F.2.18, Linee guida strategico-industriali dell'operazione Unipol-FonSai, Consiglio di Amministrazione UGF del 23 febbraio 2012, pg. 32, ove è indicata una stima dell'esposizione debitoria complessiva dell'entità *post merger*.

34 Cfr. doc. 108, audizione Mediobanca del 14 maggio 2012.

35 Si noti che questo valore non include la quota dei finanziamenti eccedente rispetto alla soglia di legge per il computo degli stessi al margine di solvibilità, cfr. doc. 108, audizione Mediobanca del 14 maggio 2012.

36 Cfr. bilancio consolidato esercizio 2011 di Assicurazioni Generali.

monitoraggi della situazione del gruppo Premafin ed ha avuto un ruolo attivo nella configurazione della presente operazione. Ed infatti Mediobanca ha dalla seconda metà del 2011 esplorato diverse soluzioni che potessero garantire al Gruppo Premafin/FonSai un'adeguata ricapitalizzazione e, in quest'ambito, è stato anche valutato il coinvolgimento di UGF che ha, successivamente, preso concretamente forma nel Progetto di Integrazione UGF/Premafin[37].

VI.1.2. I Consorzi di Garanzia, i legami azionari e personali tra Mediobanca e il gruppo UGF *post merger*

38. In merito al ruolo di Mediobanca nell'ambito della presente operazione e con riferimento ai legami con UGF e il gruppo Premafin occorre soffermarsi sul ruolo di Mediobanca nell'ambito dei due Consorzi di Garanzia connessi ai due aumenti di capitale di UGF e FonSai ed entrambi finalizzati al Progetto di Integrazione UGF/Premafin[38].

39. Gli incarichi conferiti da UGF e FonSai, in pari data il 3 febbraio 2012, evidenziano la centralità di Mediobanca nella presente operazione, come mostrato anche dalle specifiche clausole delle lettere di incarico. Infatti, in tali lettere si rinviene:

i) il necessario consenso scritto di Mediobanca per effettuare qualunque modifica del capitale sociale

ii) l'impegno a "*non effettuare alcuna operazione di carattere straordinario, diversa dal Progetto di Aggregazione, che possa avere effetti sulla struttura e/o sul perimetro del Gruppo, senza il consenso scritto di Mediobanca*…."[39].

Inoltre, nel ruolo di promotore e coordinatore dei due consorzi di garanzia, Mediobanca avrà accesso e potrà acquisire tutte le "*informazioni necessarie e rilevanti allo svolgimento dell'incarico […] presso il management e presso i dipendenti della società e del Gruppo […], nonché presso il Consiglio di Amministrazione e i Consulenti della Società*"[40].

Alla luce di quanto sopra richiamato, attraverso i Consorzi di Garanzia, Mediobanca costituisce, così, un ulteriore legame rispetto ad UGF e Premafin nell'ambito della presente operazione.

40. La partecipazione ai descritti consorzi potrà dare luogo a ulteriori legami azionari, rispetto a quelli già indicati nell'ambito del debito convertendo del Piano di Risanamento Premafin, tra Mediobanca, il Gruppo Premafin e la futura entità *post merger*. In particolare, per effetto dell'adesione di Mediobanca ai citati consorzi di garanzia, Mediobanca potrà arrivare a detenere una partecipazione in UGF, *post*-aumento di capitale, pari al 4,5% e una partecipazione di circa il 6% in FonSai.

A sua volta, UGF detiene una partecipazione azionaria in Mediobanca sebbene inferiore all'1% e anche questa partecipazione confluirà verosimilmente nell'entità *post merger*[41].

41. Inoltre, sempre nell'ambito dei rapporti tra Mediobanca e le società che sono oggetto della presente operazione si rileva che, ad oggi, il gruppo Premafin ha una partecipazione azionaria in Mediobanca ed è parte del patto di sindacato tra gli azionisti di riferimento di Mediobanca (Premafin/Fonsai detengono circa il 4% del capitale sociale di Mediobanca e il 9,10% di azioni sindacate). Questa partecipazione azionaria consente a FonSai di partecipare direttamente alla *governance* di Mediobanca, in termini di nomina degli organi sociali e presenza personale in tali organi[42].

Si evidenzia che la partecipazione del gruppo Premafin in Mediobanca, per effetto della presente operazione, verrà trasferita *post merger* in capo ad UGF che quindi diventerà un azionista di Mediobanca e parteciperà alla *governance* di quest'ultima, in particolare concorrendo alla nomina del consiglio di amministrazione e degli altri organi di Mediobanca.

---

37 Cfr. doc. 68, allegato 9d, pg. 18. Al riguardo Mediobanca, ha rilevato che fin "*dall'ottobre 2011, successivamente al profit warning di Fondiaria Sai comunicato al mercato, Mediobanca ha attivato un monitoraggio in merito alle possibili evoluzioni e soluzioni volte a rafforzare la solvibilità e il merito di credito del Gruppo Fondiaria Sai. A questo proposito gli uffici di corporate finance hanno predisposto analisi su scenari alternativi prevedendo operazioni di natura straordinaria quali aumenti di capitale, dismissioni e aggregazioni, anche con il gruppo Unipol. Nessuna di queste analisi, pur prendendo in considerazione anche l'intervento di Unipol, riflette l'operazione concordata tra Premafin e Unipol il 29 gennaio 2012*", cfr. doc. 68, pg. 12-13, versione accessibile. Sul ruolo peculiare di Mediobanca nell'ambito della presente operazione si veda anche la lettera che la stessa ha inviato a Premafin in data 17 maggio 2012 sulla necessità di procedere speditamente nella realizzazione del Progetto di Integrazione, doc. 128.

38 Cfr. allegato F.2.17. (lettera di incarico da Mediobanca a FonSai, del 3 febbraio 2012) e allegato F.2.6 (lettera di incarico da UGF a Mediobanca, del 3 febbraio 2012).

39 Comunicazione dell'operazione, allegato F.2.17. (lettera di incarico da Mediobanca a FonSai, del 3 febbraio 2012, punto f) e g)); si veda anche allegato F.2.6 (lettera di incarico da UGF a Mediobanca, del 3 febbraio 2012, lettere f) e g)). Tali lettere di incarico sono note a mezzo stampa.

40 Allegato F.2.6 (lettera di incarico da UGF a Mediobanca, del 3 febbraio 2012, lettera d), cfr. anche in termini simili allegato F.2.17 (lettera di incarico da Mediobanca a FonSai). Tali lettere di incarico sono note a mezzo stampa.

41 Pg. 24 della notifica, versione accessibile.

42 Almeno sino al 15 giugno 2012, il vice Presidente di FonSai siede anche nel CdA di Mediobanca.

VI.1.3. I legami finanziari, azionari e personali di Mediobanca con le parti: i loro riflessi nei rapporti con Assicurazioni Generali

42. L'insieme dei legami sopra descritti rilevano al fine di esaminare i potenziali effetti restrittivi della concorrenza derivanti dalla presente operazione in considerazione del fatto che, se, da un lato, Mediobanca presenta significativi legami di finanziamento e azionari con l'entità *post merger*, dall'altro, essa viene in rilievo in considerazione dei legami con il gruppo Generali. Ciò appare di particolare rilevanza in quanto il gruppo Generali è un importante operatore nei vari mercati del settore assicurativo interessati dalla presente operazione.

43. I legami tra Mediobanca e Generali sono stati, in forza della loro rilevanza, oggetto di precedenti provvedimenti dell'Autorità nei quali è stata accertata l'esistenza di un controllo di fatto di Mediobanca su Generali[43] che, allo stato, non risulta venuto meno anche alla luce degli elementi acquisiti nell'ambito della presente istruttoria. Tali elementi infatti confermano che Mediobanca è, a tutt'oggi, in grado di esercitare un'influenza determinante in Assicurazioni Generali.

44. In primo luogo, Mediobanca detiene il 13,4% del capitale sociale di Assicurazioni Generali S.p.A. e tale partecipazione è il fattore più significativo di un legame storico tra Mediobanca e Generali, risalente nel tempo[44]. Inoltre, questa partecipazione ha attribuito nel corso degli anni e attribuisce tuttora la posizione di socio di maggioranza relativa negli assetti proprietari della predetta Società. Ciò è evidenziato dalla partecipazione da parte di Mediobanca in tutte le assemblee ordinarie e straordinarie di Assicurazioni Generali tenutesi negli anni 2008-2012 nelle quali Mediobanca, sempre presente in assemblea, è l'azionista con la partecipazione di gran lunga più significativa rispetto agli altri azionisti presenti[45].

Infatti, in tali assemblee, il capitale sociale presente in assemblea è stato, in media, pari circa al *[40-50%]* del capitale votante e la quota di capitale presente in assemblea riconducibile a Mediobanca è sempre stata molto significativa, in media pari al *[30-40%*], con un minimo di *[20-30%]* ad un massimo di *[30-40%*].

In tale contesto, tutte le delibere dell'assemblee di Generali, negli anni 2008-2012, sono state adottate con il voto di Mediobanca; in particolare, non è mai stata assunta alcuna delibera in assenza o contro la volontà di Mediobanca e non si è mai concretizzata una maggioranza alternativa alla volontà espressa da questo azionista.

45. Il ruolo determinante di Mediobanca nella *governance* di Assicurazioni Generali si evince, in particolare, dalla nomina degli organi di *governance* della società: il consiglio di amministrazione e il collegio sindacale.

Infatti, l'attuale consiglio di amministrazione di Assicurazioni Generali è interamente composto, tranne 1 componente, dai membri indicati nella lista di maggioranza proposta da Mediobanca. In particolare, l'attuale CdA, composto da un numero pari a 19 membri per specifica proposta della stessa Mediobanca, è stato nominato nell'assemblea svoltasi in data 24 aprile 2010 (e rimarrà in carica fino all'assemblea di approvazione del bilancio di esercizio 2012), a seguito della presentazione da parte di Mediobanca di una specifica lista di candidati. Parimenti, il collegio sindacale in carica è stato nominato all'assemblea svoltasi in data 30 aprile 2011 e, anche in questo caso, Mediobanca ha presentato un'apposita lista dalla quale sono stati tratti due dei tre attuali componenti[46].

46. Inoltre, giova ricordare che sono presenti significativi legami personali in quanto, fino al marzo 2012, nel consiglio di amministrazione di Assicurazioni Generali, anche nel ruolo di Vice Presidente, hanno partecipato membri contestualmente presenti nel CdA di Mediobanca; in particolare, dall'agosto 2010 e fino al marzo 2012, tre membri presenti alle riunioni del CdA di Assicurazioni Generali sono stati contestualmente presenti nel consiglio di amministrazione di Mediobanca. Attualmente, è stato nominato un nuovo componente che svolge incarichi direttivi in seno a Mediobanca e figurano componenti che hanno legami diretti con gli azionisti rilevanti della stessa Mediobanca. In questo quadro, vale rilevare che, dai verbali dei consigli di amministrazione tenutisi nel corso del 2011, si evince come i rappresentanti di Mediobanca abbiano svolto un ruolo attivo significativo; ad esempio, nel consiglio di amministrazione dell'8 aprile 2011, è sempre su proposta di Mediobanca che viene nominato, a seguito delle dimissioni,

---

43 Cfr. C5422 Sai-Fondiaria, C7951 Generali/Toro e C8660 Unicredit/Capitalia.

44 La rilevante partecipazione azionaria è a fondamento della qualificazione del rapporto Mediobanca/Generali come rapporto di controllo sin dal provvedimento dell'Autorità del 17 dicembre 2002, n. 11475 C5422B.

45 Cfr. doc. 82, Risposta di Generali a richiesta di informazioni, verbali assemblee del 26 aprile 2008, 24 aprile 2009, 14 luglio 2009, 24 aprile 2010, 30 aprile 2011.

46 Cfr. doc. 82, Risposta di Assicurazioni Generali contenente in allegato i verbali delle assemblee 2008-2011, ivi inclusi quelli delle assemblee del 24 aprile 2010 (nomina CdA) e del 30 aprile 2011 (nomina collegio sindacale).

il nuovo Presidente del Consiglio di Amministrazione che è anche Presidente del Comitato Esecutivo[47]. Infine, giova ricordare quanto affermato, in merito alla relazione tra Mediobanca e Generali, dallo stesso Group CEO di tale ultima società, con lettera pubblica del 31 maggio 2012, circa l'esistenza di una "*speciale influenza*" e di "*diritti speciali sul destino di questo Gruppo*" [48].

47. In aggiunta a quanto rilevato, vale evidenziare che anche Assicurazioni Generali partecipa alla *governance* di Mediobanca in quanto detiene una quota azionaria di Mediobanca pari al 2% (corrispondente al 4,85% sindacato) e partecipa al patto di sindacato su quest'ultima.

48. Rileva inoltre considerare che oltre ai legami sopra indicati, Mediobanca ha anche legami di finanziamento con Assicurazioni Generali[49].

49. Alla luce di quanto sopra riportato, i legami azionari, le modalità di nomina degli organi sociali e le relazioni economiche in essere costituiscono un insieme di fattori tali da indurre a ritenere tuttora esistenti significativi legami tra Mediobanca e Assicurazioni Generali e tali da attribuire in capo a Mediobanca un ruolo determinante negli assetti proprietari e nella *governance* di Assicurazioni Generali, qualificabile, ancora oggi, come controllo di fatto.

50. Oltre ai legami Mediobanca/Generali appena descritti, si aggiunga che esistono anche legami diretti tra Premafin-FonSai e Generali in quanto Premafin detiene una partecipazione pari circa all'1,1% direttamente in Assicurazioni Generali e anche questa partecipazione confluirà in UGF[50].

51. Alla luce di quanto precede, la valutazione della presente operazione, di seguito svolta, deve essere effettuata tenendo in considerazione il contesto competitivo appena esaminato caratterizzato dai rischi di eliminazione degli incentivi a competere tra l'entità *post merger* e il primo altro operatore rappresentato da Assicurazioni Generali. Nel contesto competitivo sopra esaminato, UGF *post merger* e Assicurazioni Generali non sono qualificabili quali concorrenti in ragione dei legami che Mediobanca presenta con tali società. In particolare, Mediobanca non potrà non tener conto di come la propria esposizione finanziaria e l'eventuale partecipazione azionaria rispetto alle parti e all'entità *post merger* potrebbero essere influenzati dall'esistenza del rapporto con Generali, altra società sempre ad essa legata da vincoli rilevanti, tali da poter essere qualificati come una situazione di controllo di fatto.

52. Infine, rileva osservare che il ruolo di Mediobanca è, a sua volta, centrale atteso che in tale società è presente, con legami di rilievo, un operatore che partecipa anche al progetto di concentrazione in esame; si tratta di Unicredit. Infatti, da un lato, Unicredit è uno degli azionisti di Mediobanca (con circa l'8,66% sul capitale azionario) ed è parte del patto di sindacato su quest'ultima (con circa il 21% delle azioni sindacate)[51], oltre a partecipare nella *governance*; a sua volta Mediobanca ha una partecipazione azionaria in Unicredit pari circa al 6,761%. (circa 1 milione di azioni vincolate al servizio di un prestito subordinato convertendo in azioni in usufrutto a favore di Unicredit)[52].

Dall'altro lato, rispetto alla presente operazione, si deve ricordare che essa creerà legami finanziari e azionari tra Unicredit e il gruppo UGF *post merger*[53]. Sui rapporti di finanziamento si rinvia integralmente a quanto sopra riportato nell'ambito del Piano di Risanamento Premafin e ai due consorzi di garanzia connessi agli aumenti di capitale di UGF e FonSai, in base ai quali, Unicredit in ciascuna di dette società, avrà una partecipazione azionaria. A ciò si aggiunga che, già attualmente, Unicredit detiene una partecipazione azionaria in FonSai (quasi il 7%) e partecipa alla *governance*[54] di FonSai (in virtù dell'accordo parasociale sopra richiamato con Premafin) e detta partecipazione azionaria confluirà, come già rilevato in precedenza, in FonSai *post merger*.

53. In conclusione, è nel contesto dei legami sopra descritti tra il gruppo UGF/gruppo Premafin-FonSai e Mediobanca e quindi con il principale altro operatore assicurativo Assicurazioni Generali, che vanno valutati gli effetti restrittivi derivanti dalla concentrazione.

---

47 Cfr. doc. 82, con in allegato tutti verbali CdA 2011 e, a titolo esemplificativo, quello dell'8 aprile 2011.

48 Cfr. doc. 174.

49 Cfr. doc. 82, riposta di Assicurazioni Generali e bilancio consolidato 2011.

50 Tale partecipazione è oggetto di specifici vincoli antitrust.

51 Sui rapporti tra Unicredit e Mediobanca cfr. il caso C8660 Unicredit/Capitalia.

52 Dati relativi alla data dell'avvio del presente procedimento.

53 UGF detiene una partecipazione in Unicredit inferiore all'1% (pg. 24 della notifica).

54 Tale partecipazione è oggetto di vincoli *antitrust*.

VI. 2. I mercati rilevanti

54. L'operazione in esame ha un impatto su diversi mercati ricompresi nel settore assicurativo. Nell'individuazione di tali mercati il punto di partenza è rappresentato dall'esame dei prodotti idonei a soddisfare un dato bisogno. Nel caso del settore assicurativo, in linea di principio, ogni singolo rischio può essere soddisfatto solo da una specifica copertura e dunque appare corretto individuare un mercato distinto per ogni rischio. Sono pertanto da distinguere:
(i) i mercati produttivi nazionali corrispondenti a ciascun ramo assicurativo danni,
(ii) i mercati produttivi nazionali corrispondenti a ciascun ramo assicurativo vita,
(iii) i mercati distributivi provinciali distintamente per i rami danni e per i rami vita.

55. In merito a tali mercati si osserva che esiste, come da vari precedenti dell'Autorità[55], sia una fase produttiva a monte sia una fase distributiva a valle.
A livello produttivo viene esaminato il contesto concorrenziale tra le compagnie assicurative, le quali definiscono le caratteristiche dei servizi erogati e quindi parte del contenuto delle polizze offerte su un ambito nazionale; nella fase distributiva a valle, invece, viene esaminato il contesto competitivo in termini di reti vendita, ciascuna delle quali è strutturata ed opera definendo alcune specifiche condizioni di offerta a seconda della domanda servita, con una articolazione che varia da compagnia a compagnia (rete agenti in monomandato, rete agenti in plurimandato, *brokers*, ecc.) a seconda dell'ambito territoriale provinciale.
56. Di seguito vengono esaminati i mercati nei quali l'operazione di concentrazione è da valutare essendo quelli ove, in funzione dell'ambito di operatività delle parti interessate, si determinano effetti di sovrapposizione e allentamenti della pressione competitiva alla luce dello specifico contesto nel quale essa si realizza.

VI.2.1. Mercati produttivi nazionali rami danni

VI.2.1.a. I mercati rami danni rilevanti

57. Rilevante per la valutazione dei potenziali effetti dell'operazione in esame sono, in considerazione dell'attività delle parti interessate, i rami del settore assicurativo danni di seguito descritti[56]:

ramo 1, polizze assicurative infortuni (compresi gli infortuni sul lavoro e le malattie professionali), prestazioni forfettarie, indennità temporanee, forme miste, persone trasportate;

ramo 3, polizze assicurative per i corpi veicoli terrestri (esclusi quelli ferroviari): ogni danno subito da veicoli terrestri automotori, veicoli terrestri non automotori;

ramo 10, polizze assicurative per responsabilità civile autoveicoli terrestri (c.d. RCAuto): ogni responsabilità risultante dall'uso di autoveicoli terrestri (compresa la responsabilità del vettore);

ramo 12, polizze assicurative per RC veicoli marittimi, lacustri e fluviali: ogni responsabilità risultante dall'uso di veicoli fluviali, lacustri e marittimi (compresa la responsabilità del vettore);

ramo 13, polizze assicurative per responsabilità civile generale (c.d. RC Generale): ogni responsabilità diversa da quelle menzionate ai numeri 10, 11 (responsabilità civile aeromobili) e 12;

ramo 15, polizze assicurative cauzione: cauzione diretta, cauzione indiretta;

ramo 18, polizze assicurative assistenza: assistenza alle persone in situazioni di difficoltà.

58. Ciascun ramo assicurativo danni sopra definito individua un distinto mercato rilevante del prodotto in considerazione dello specifico rischio assicurato, delle esigenze della domanda servita e della non sostituibilità delle polizze erogate a fronte del particolare oggetto del servizio reso. La fase produttiva vede il confronto competitivo tra compagnie manifestarsi a livello nazionale essendo questo l'ambito ove sono definite alcune delle condizioni delle polizze offerte e quindi la struttura della politica commerciale omogenea per fornire i servizi assicurativi alla domanda.
59. In tali mercati le posizioni del gruppo UGF (anche UGF), del gruppo Premafin (anche Premafin) e dei principali altri operatori, tra i quali figura il gruppo Generali, sono sintetizzate nella tabella che segue, la quale riporta le singole quote di mercato calcolate sulla base dei premi lordi complessivamente percepiti (anno 2010). Si tratta dei dati rilevati da ISVAP relativi a tutte le società oggetto di regolamentazione a livello nazionale.

Tabella 1: Rami danni - Quote di mercato gruppo UGF, gruppo Premafin, gruppo Generali, primo e secondo concorrente diverso dagli operatori precedenti (dati anno 2010)

55 Cfr. per tutti C8027, Banca Intesa/SanPaolo IMI.
56 Cfr. Codice delle Assicurazioni Private.

	UGF %	Premafin %	Entità post merger %	Generali %	1° concorrente diverso da Generali %	2° concorrente diverso da Generali %
RAMO 1	12,36	14,27	26,63	25,91	11,35 Allianz	4,64 Reale M.
RAMO 3	12,02	23,19	35,21	16,06	13,11 Allianz	6,23 Reale M.
RAMO 10	13,48	23,45	36,93	16,19	12,28 Allianz	4,89 Reale M.
RAMO 12	12,09	23,55	35,64	15,05	16,44 Allianz	5,85 Reale M.
RAMO 13	11,93	18,76	30,69	27,44	9,44 Allianz	7,50 Reale M.
RAMO 15	8,68	19,43	28,11	17,21	10,68 Coface	8,67 Reale M.
RAMO 18	13,27	13,00	26,27	21,78	15,65 Allianz	4,59 Cattolica

Fonte: Elaborazione AGCM su dati ISVAP

60. Quanto al grado di concentrazione relativa ai singoli mercati sopra individuati, la tabella che segue mostra i valori *pre-merger* e *post-merger* dell'indicatore Herfindahl-Hirschman (di seguito anche HHI) e del CR3.

Tabella 2 : Indicatori di concentrazione HHI e CR3 (dati anno 2010)

	HHI Pre	HHI Post	Delta HHI	CR3 Pre	CR3 Post
RAMO 1	1247	1600	353	53	64
RAMO 3	1225	1782	557	52	64
RAMO 10	1253	1886	632	53	65
RAMO 12	1312	1881	569	55	67
RAMO 13	1464	1911	448	58	68
RAMO 15	1101	1439	337	47	56
RAMO 18	1166	1511	345	51	64

Fonte: Elaborazione AGCM su dati ISVAP

61. In tali mercati l'entità *post-merger* sarà primo operatore: (i) incrementando considerevolmente la quota che già vedeva il gruppo Premafin prima compagnia per premi raccolti (rami 3, 10, 12, 15) o (ii) diventandolo per effetto della presente operazione (rami 1, 13, 18).

Il secondo operatore sarà sempre Generali, tranne nel ramo 12 ove risulta terza compagnia per premi raccolti dopo l'entità *post merger* e Allianz. Il terzo e quarto operatore sono Allianz e Reale Mutua per tutti i richiamati rami, ad eccezione dei rami 15 e 18 ove figurano Coface e Cattolica.

In tutti i mercati sopra indicati l'HHI post-operazione assumerà valori compresi tra 1.439 e 1.911, con un incremento tra 337 e 632. Il grado di concentrazione CR3 ad esito della concentrazione sarà compreso tra il 56- 68%.

62. Si osservi che, tra questi mercati, il ramo 10 RC Auto risulta essere quello più rilevante rappresentando circa il 50% del totale dei premi raccolti rispetto al totale dei mercati danni; gli altri rami indicati pesano rispettivamente il 9%, 8%, 0,1%, 8%, 1% e 1%.

E' pertanto nel mercato ramo 10 che, nel seguito, viene approfondito l'impatto concorrenziale della presente concentrazione.

VI.2.1.b. Il ramo RCAuto

63. L'analisi del mercato RCAuto (ramo 10) può essere ulteriormente approfondita considerando elementi strutturali ed elementi connessi alle politiche commerciali espressi dalla dinamica dei premi nel corso degli ultimi quattro anni (2007-2010). Si tratta dei premi rilevati dall'indagine ISVAP e rielaborati dall'AGCM[57].

64. In particolare, quanto ai profili strutturali, si osserva che a livello nazionale il mercato produttivo RCAuto mostra un grado di concentrazione estremamente elevato, rappresentato da un HHI (anno 2010) pari a 1253, sostanzialmente stabile nel periodo 2007-2010. Tale contesto risulta essere modificato dalla concentrazione in esame che vedrà ulteriormente e considerevolmente incrementato il livello di concentrazione e soprattutto la distanza tra il primo

[57] Cfr. doc. n. 2 all'indice del fascicolo, in particolare risposta al quesito n. 6.

operatore e le altre compagnie sul mercato: l'HHI *post-merger* sarà infatti pari a 1886 con un delta di 632, pertanto con un incremento del 50%. L'incremento del grado di concentrazione rivela non solo l'aumento della quota di mercato in capo all'entità *post merger*, ma anche l'impatto dell'operazione sulla struttura del mercato in termini di incremento del grado di eterogeneità tra gli operatori attivi, quindi dell'aumento del differenziale (in quote di mercato) tra la prima compagnia (ovvero l'entità derivante dai due gruppi oggetto della concentrazione in esame) e le altre imprese. Infatti, il secondo operatore, Generali, avrà una quota di mercato di meno della metà rispetto all'entità *post merger*, il terzo operatore, Allianz, una quota di mercato solo di un terzo, con il rimanente mercato estremamente frammentato, caratterizzato da compagnie con quote di mercato inferiori al 5%.

65. In tale contesto è possibile valutare, alla luce delle politiche commerciali adottate *pre-merger* dalle imprese, le possibili implicazioni derivanti dalla concentrazione in esame in termini di effetti attesi sui premi. A tal fine si sono considerati, adottando i dati disponibili della rilevazione ISVAP, i premi offerti dalle compagnie, nei ventuno capoluoghi[58], al consumatore più rappresentativo, ovvero l'assicurato quarantenne (sesso maschile) in classe di massimo sconto CU1 con automobile a benzina 1300cc (tipologia più rappresentativa della domanda assicurata[59]). Si osservi che i ventuno capoluoghi consentono di avere un quadro d'insieme sull'intero territorio nazionale delle peculiarità territoriali e delle politiche commerciali dei vari operatori attivi nel mercato RCAuto.

L'analisi consentirà una valutazione delle strategie a livello nazionale tenuto conto della specificità della domanda e dell'area geografica (in termini di rischi, di costi sinistri, di rete) che porta le compagnie ad avere strutture di polizza uniformi a livello nazionale ma poi strategie di premi differenziate in funzione dell'area geografica servita.

66. L'analisi degli assetti strutturali e delle politiche dei premi nel seguito svolta consente di rilevare, da un lato, la sostanziale stabilità della posizione relativa degli operatori in ambiti caratterizzati da alti livelli di concentrazione, dall'altro, e strettamente connessa a tale peculiarità strutturale del mercato, l'elevata dispersione dei premi. Si tratta di un elemento di particolare rilevanza in quanto è indicatore di una scarsa mobilità della domanda, di una bassa elasticità al prezzo e quindi di un contesto di mercato con clientela assicurata così fidelizzata da consentire all'impresa dotata di potere di mercato di fissare premi in maniera indipendente rispetto ai propri concorrenti ed, in ultima analisi, dei propri clienti.

67. Al fine di analizzare l'andamento dei premi RCAuto e per formulare previsioni circa i rischi connessi all'operazione in esame, appare necessario riportare alcuni elementi che descrivono le caratteristiche strutturali ove tali politiche di prezzo vengono poste in essere. In particolare, si procederà a descrivere le peculiarità in termini di grado di concentrazione e posizione relativa dei vari operatori nei ventuno capoluoghi e successivamente le politiche commerciali ivi adottate. I ventuno capoluoghi sono rappresentativi, infatti, per dimensione in termini di popolazione/copertura territoriale/tipologie dei rischi, delle caratteristiche strutturali e comportamentali del mercato RCauto a livello nazionale.

In dettaglio, si osserva quanto segue[60].

1) Il grado di concentrazione HHI è crescente o sostanzialmente stabile in quasi tutti i capoluoghi con incrementi anche di circa il 30% (periodo 2009-2010), indice che aumenterà per effetto della presente concentrazione con un delta che supera nella quasi totalità delle aree territoriali (ovvero nel 90% dei capoluoghi) il 30%.

Tabella 3: Indicatore di concentrazione HHI nei capoluoghi (2009/2010)

Numero Capoluoghi	*Variazione HHI 2009/2010*	*Variazione HHI pre/post-merger*
4[61]	5 – 30%	15 - 67%
10[62]	1 - 5%	9 - 60%
6[63]	(-2) - 0 %	21 - 50%

[58] Sono stati considerati i 21 capoluoghi di provincia corrispondenti a quelli regionali, con l'aggiunta di Bolzano.

[59] Si osservi che tale tipologia di assicurato corrisponde al soggetto p2 nelle rilevazioni ISVAP ed è il più rappresentativo per età, tipo di veicolo e soprattutto per classe di conversione universale (CU). Infatti, la classe CU1, considerando la distribuzione degli assicurati per classi di conversione universale a livello nazionale, rappresenta quasi il 60% (Relazione Annuale ANIA – 2009/2010 pag. 139).

[60] Nell'analisi che segue si sono analizzati i dati relativi ai primi cinque gruppi assicurativi nazionali, rappresentativi di circa il 65%-70% del mercato RCAuto nazionale in termini di premi raccolti (2010). Relativamente a tali gruppi, si sono presi in considerazione i premi della compagnia più rappresentativa, in termini di quota di mercato sui premi raccolti, all'interno di ciascun gruppo nel 2010.

[61] Milano, Firenze, Bolzano, Venezia.

[62] Ancona, Reggio Calabria, Napoli, Aosta, Perugia, Trento, L'Aquila, Potenza, Palermo, Cagliari.

1[64]	< (-2)%	80%

Fonte: Elaborazioni AGCM su dati ISVAP

2) Le posizioni relative risultano sostanzialmente stabili dal 2007 al 2010 con il Gruppo Premafin, il Gruppo UGF e il Gruppo Generali nella quasi totalità dei casi (ovvero nel 90% dei capoluoghi) sempre tra le prime quattro posizioni. Più precisamente:

a. in 13 capoluoghi il Gruppo Premafin è stabilmente, dal 2007 al 2010, primo operatore,

b. in altri 3 capoluoghi è primo operatore dal 2007 al 2009,

c. in una provincia è diventato primo operatore nel 2009, rimanendo tale anche nel 2010,

d. ad esito dell'operazione, l'entità *post merger* diventerà primo operatore in cinque ulteriori capoluoghi[65], per un totale di 19.

Tabella 4: Posizione relativa anni 2007-2010

Primo operatore	*2007-2010 pre-merger*	*2007-2009*	*2010 pre-merger*	*2010 post merger*
Premafin	13 capoluoghi[66]	16 capoluoghi[67]	14 capoluoghi[68]	
Nuova entità				19 capoluoghi[69]

Fonte: Elaborazioni AGCM su dati ISVAP

3) Oltre alla stabilità della posizione del primo operatore, anche le altre compagnie risultano sostanzialmente stabili: infatti, in 9 capoluoghi[70], le prime tre posizioni rimangono inalterate nel periodo 2007-2010 e, negli altri 12 capoluoghi vi è un unico cambiamento, o al massimo due, nelle posizioni relative tra gli operatori. UGF risulta essere uno dei pochi operatori che ha migliorato la propria posizione relativa diventando terzo e quarto rispettivamente in 6[71] ed in 1[72] capoluogo.

4) A fronte del contesto strutturale sopra descritto (in termini di grado di concentrazione e di stabilità delle posizioni relative, come riportato nei precedenti punti 1-3), l'analisi dei premi evidenzia l'esistenza di una notevole dispersione dei prezzi sull'intero territorio nazionale, che dimostra una scarsa mobilità della domanda, una scarsa elasticità della domanda al prezzo, quindi un'alta fidelizzazione della clientela. Infatti, considerando, in tutti i ventuno capoluoghi, il premio RCAuto massimo rispetto al premio minimo, offerto nel 2010, si perviene a una differenza in termini percentuali compresa tra il 23% e il 93%, il che significa che la domanda è così fidelizzata che le compagnie sono in grado di offrire la copertura dei rischi RCAuto con premi che possono anche essere pari al doppio. Ciò in un contesto in cui le compagnie conservano le proprie posizioni relative e, come visto ai punti 1-3 precedenti, le quote di mercato. Si osservi, inoltre, che nella metà dei capoluoghi tale dispersione supera il 50%. Tale dispersione risulta elevata anche negli anni precedenti, come mostra il differenziale tra il premio massimo e il premio minimo offerto negli anni 2007-2009 riportato nella tabella che segue.

Tabella 5: Dispersione premi - anni 2007-2010

	2007	**2008**	**2009**	**2010**

63 Roma, Torino, Genova, Bari, Trieste, Campobasso.

64 Bologna.

65 Napoli, L'Aquila, Torino, Venezia.

66 Ancona, Aosta, Bari, Cagliari, Campobasso, Firenze, Genova, Milano, Palermo, Perugia, Potenza, Reggio Calabria, Roma.

67 Ancona, Aosta, Bari, Cagliari, Campobasso, Firenze, Genova, Milano, Palermo, Perugia, Potenza, Reggio Calabria, Roma, L'Aquila, Napoli, Torino.

68 Ancona, Aosta, Bari, Cagliari, Campobasso, Firenze, Genova, Milano, Palermo, Perugia, Potenza, Reggio Calabria, Roma, Trieste.

69 Ancona, Aosta, Bari, Cagliari, Campobasso, Firenze, Genova, Milano, Palermo, Perugia, Potenza, Reggio Calabria, Roma, Trieste, Bologna, Napoli, L'Aquila, Torino, Venezia.

70 Bari, Bologna, Campobasso, Firenze, Genova, Perugia, Roma, Aosta, Palermo.

71 Ancona, Cagliari, Milano, Napoli, Potenza, Reggio Calabria.

72 Torino.

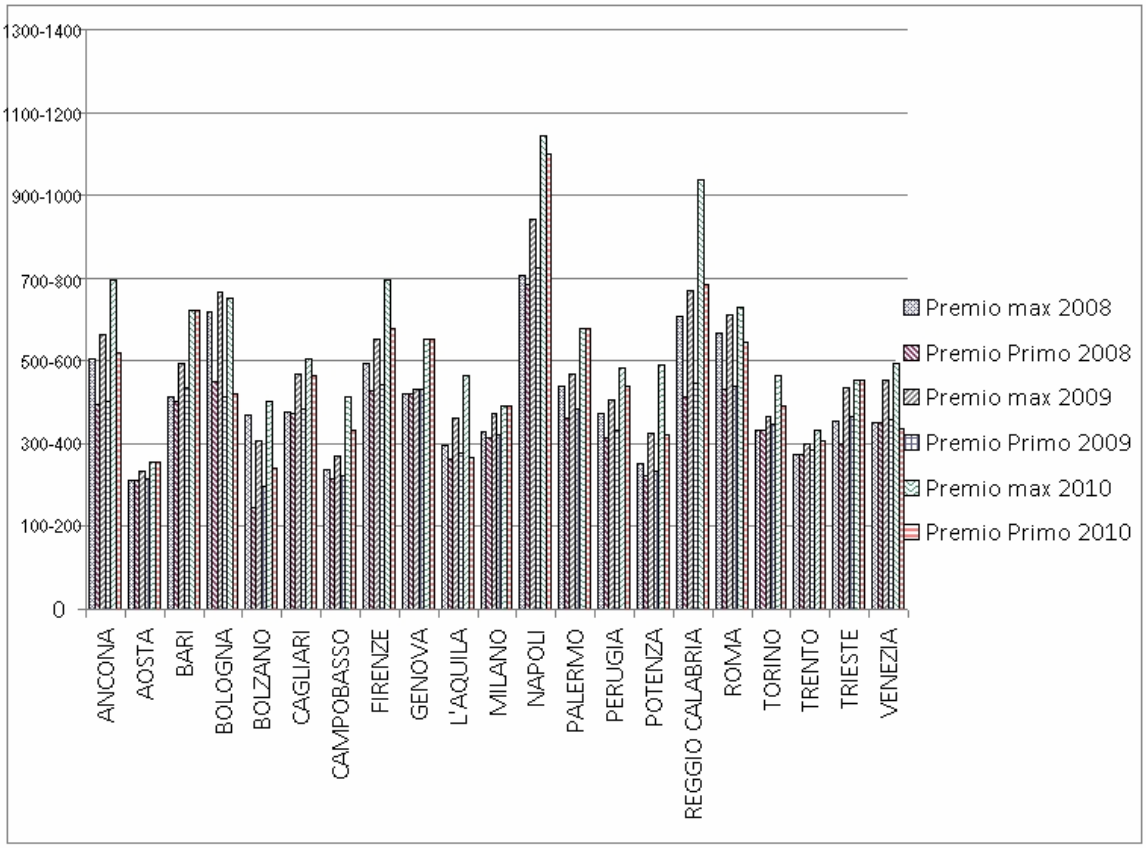
(Premio Max-Premio Min)/Premio Min %	13% - 52%	1% - 92%	8% – 51%	23% – 93%
Media	28%	25%	26%	54%

Fonte: Elaborazioni AGCM su dati ISVAP

5) In contesti caratterizzati da alto grado di concentrazione, tendenziale stabilità delle posizioni relative, nonché alta dispersione dei premi, le analisi evidenziano un andamento crescente nei premi. Inoltre, osservando la politica delle singole compagnie, emerge la capacità del primo operatore di esercitare potere di mercato in termini di fissazione di premi non solo crescenti nel tempo ma spesso anche più elevati rispetto agli altri operatori e ciò senza rischio di subire cambiamenti nella posizione di *leader*.

Infatti, in 5[73] capoluoghi, il primo operatore è la compagnia che fissa il livello di premio maggiore (anno 2010); in altri 9[74] capoluoghi i premi definiti dall'operatore con la maggiore quota di mercato sono di poco distanziati, in un intervallo compreso tra l'1% e il 15% circa, rispetto al premio massimo. Questa stessa capacità risulta caratterizzare sostanzialmente i medesimi capoluoghi anche nel periodo precedente (2007-2009), ciò a dimostrazione di come il primo operatore, a fronte di una domanda fidelizzata e quindi poco mobile, è anche quello che riesce a definire politiche di prezzi elevati con le altre compagnie che tendenzialmente seguono gli aumenti non ponendo in essere politiche aggressive. La figura che segue rappresenta quanto sopra descritto evidenziando l'evoluzione dei premi del primo operatore rispetto a quelli massimi per capoluogo negli anni 2008-2010.

Figura 1: Andamento premi massimi e del primo operatore in € (2008-2010)



Fonte: Elaborazioni AGCM su dati ISVAP

6) Nel contesto descritto nei punti precedenti è quindi possibile procedere ad esaminare la condotta dei due gruppi oggetto della presente concentrazione. In particolare, il gruppo Premafin risulta essere tra le compagnie quella che fissa i livelli di premio tra i più elevati e crescenti nel tempo; il gruppo UGF, invece, risulta adottare strategie di prezzi meno elevate rispetto ai principali concorrenti. Infatti, la figura che segue mostra che:

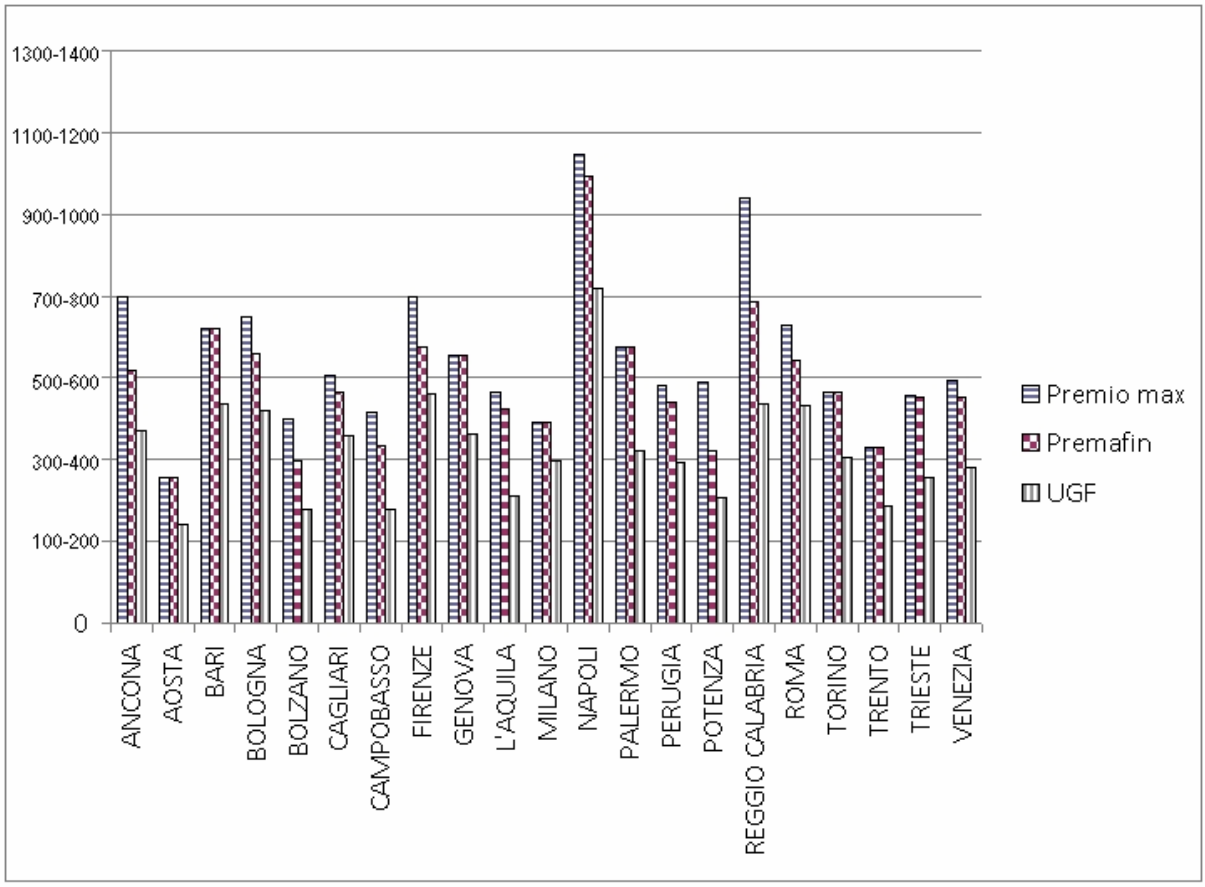
[73] Aosta, Bari, Genova, Milano, Palermo.

[74] Cagliari, Campobasso, Firenze, Napoli, Perugia, Roma, Torino, Trento, Trieste.

il gruppo Premafin, operatore stabilmente in posizione di leader a livello nazionale risulta essere la compagnia che adotta la strategia di premi più elevati e precisamente ciò avviene in 5 capoluoghi su 14 ove è primo operatore (anno 2010) ed in ulteriori 2[75] capoluoghi in cui non è primo operatore. In altri 10[76] capoluoghi, i premi di Premafin sono di poco distanziati, in un intervallo compreso tra l'1% ed il 15% circa, dal premio massimo (essendo in quattro casi secondo operatore e nei rimanenti sei primo);

UGF risulta essere un operatore che adotta, invece, in tutti i capoluoghi, politiche di prezzi più aggressive risultando, nel 2010, il soggetto che applica il premio minore tra le prime quattro compagnie.

Figura 2: Premi Gruppo Premafin, Gruppo UGF e massimo in € (2010).



Fonte: Elaborazioni AGCM su dati ISVAP

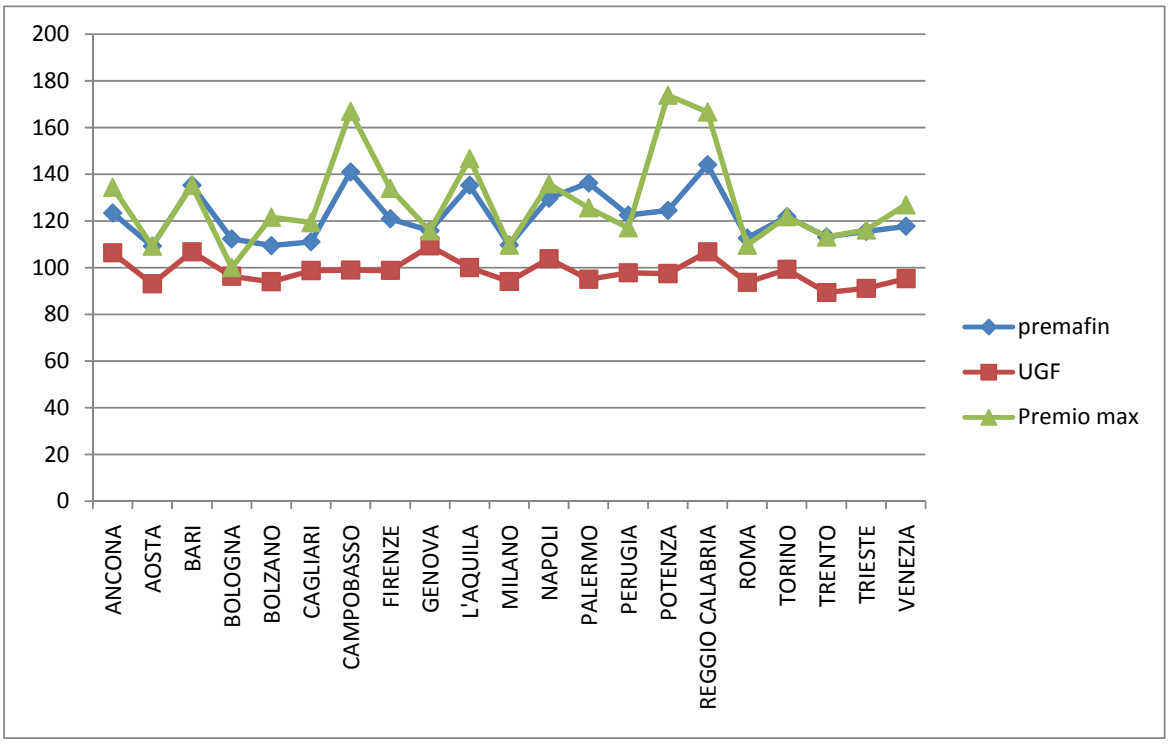
Quanto sopra descritto con riferimento all'anno 2010 in termini di politiche di premi elevati e corrispondenti tendenzialmente al livello massimo fissato dal gruppo Premafin, si osserva anche nell'arco temporale 2007-2009. In questo stesso arco temporale il gruppo UGF risulta invece essere un operatore con strategie di premio tendenzialmente meno elevate.

In tale arco temporale il gruppo Premafin risulta quindi aver avuto, in un contesto caratterizzato da una domanda particolarmente fidelizzata, la capacità di mantenere la posizione di *leader* a livello nazionale, con politiche di premi crescenti e tendenzialmente corrispondenti o poco discosti dal livello massimo.

[75] Torino e Trento.

[76] Bologna, Cagliari, Campobasso, Firenze, L'Aquila, Napoli, Perugia, Roma, Trieste, Venezia.

Figura 3: Evoluzione dei premi 2007-2010 con base 100 nel 2007

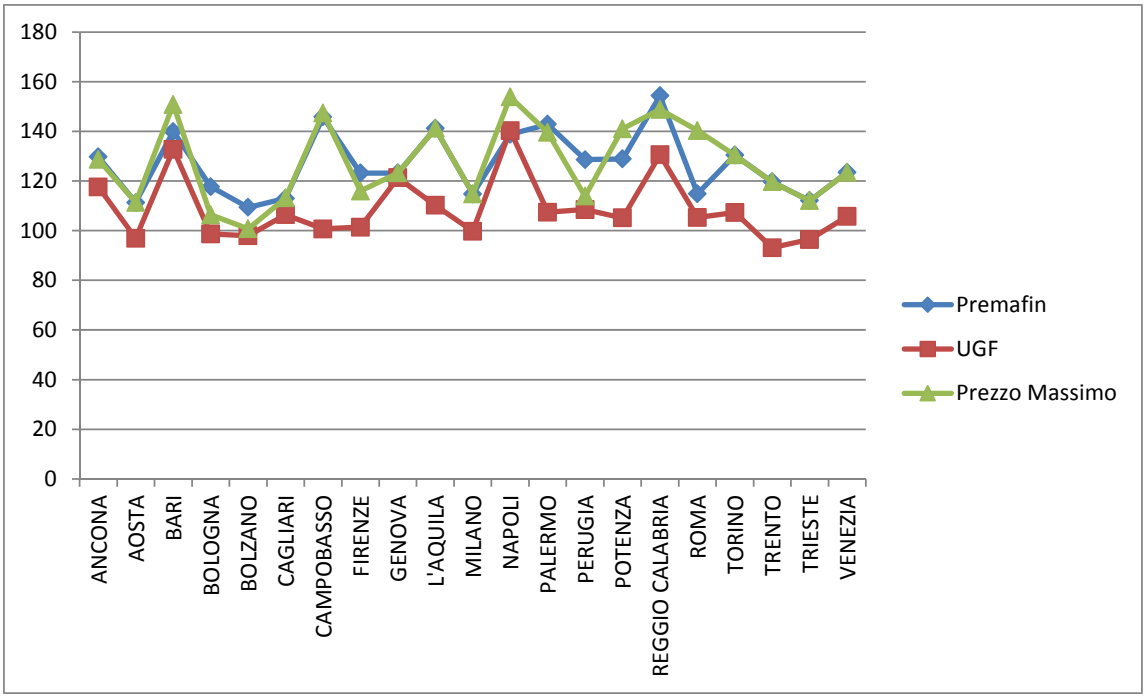


Fonte: Elaborazioni AGCM su dati ISVAP

Considerando l'andamento dei premi fino al terzo trimestre 2011, ultimo dato disponibile, ciò che emerge è una politica dei prezzi del gruppo Premafin crescente e sempre vicina al prezzo massimo; il gruppo UGF risulta avere una dinamica di premi in crescita rispetto al quadriennio precedente. Si è, quindi, ridotta la pressione concorrenziale tra i due operatori in un contesto di mercato caratterizzato, sulla quasi totalità dei capoluoghi che rappresentano un quadro di sintesi delle dinamiche nazionali, da livelli di premi RCAuto in tendenziale aumento.

Si osservi che il differenziale minimo tra i premi offerti da Premafin e UGF (anno 2011) è pari al 6%, ciò a fronte di un tasso di crescita medio annuo (CAGR) minimo/massimo (anni 2007-2011) dei premi di Premafin del 2% -10%.

Figura 4 Evoluzione dei premi 2007-2011 con base 100 nel 2007



Fonte: Elaborazioni AGCM su dati ISVAP

7) In tali contesti le politiche di premio mostrano la capacità di Premafin, primo operatore a livello nazionale e con una base di clienti elevata e diffusa su tutti i capoluoghi (rappresentativi del contesto nazionale) di adottare politiche di prezzi elevati e crescenti pur restando il primo operatore. La scarsa mobilità della domanda servita, dovuta alla bassa elasticità al prezzo, permette infatti alla prima compagnia di esercitare un elevato potere di mercato. La tabella che segue sintetizza la variazione della domanda a fronte dell'incremento dei premi del gruppo Premafin mostrando che, a fronte di aumenti compresi tra il 2% -7% (anni 2008-2009), la quota di mercato servita si riduce solo in un capoluogo (tra l'altro con una riduzione di circa 2 punti percentuali) e in tutti gli altri casi o rimane sostanzialmente stabile ((-1)%-0%) o addirittura aumenta (in un intervallo compreso tra l'1%-8%). La scarsa elasticità della domanda al prezzo emerge anche analizzando i dati relativi al gruppo UGF il quale, partendo da valori assoluti inferiori, mostra una capacità ancor superiore rispetto a Premafin di conservare la domanda servita pur in presenza di politiche di premi tendenzialmente crescenti.

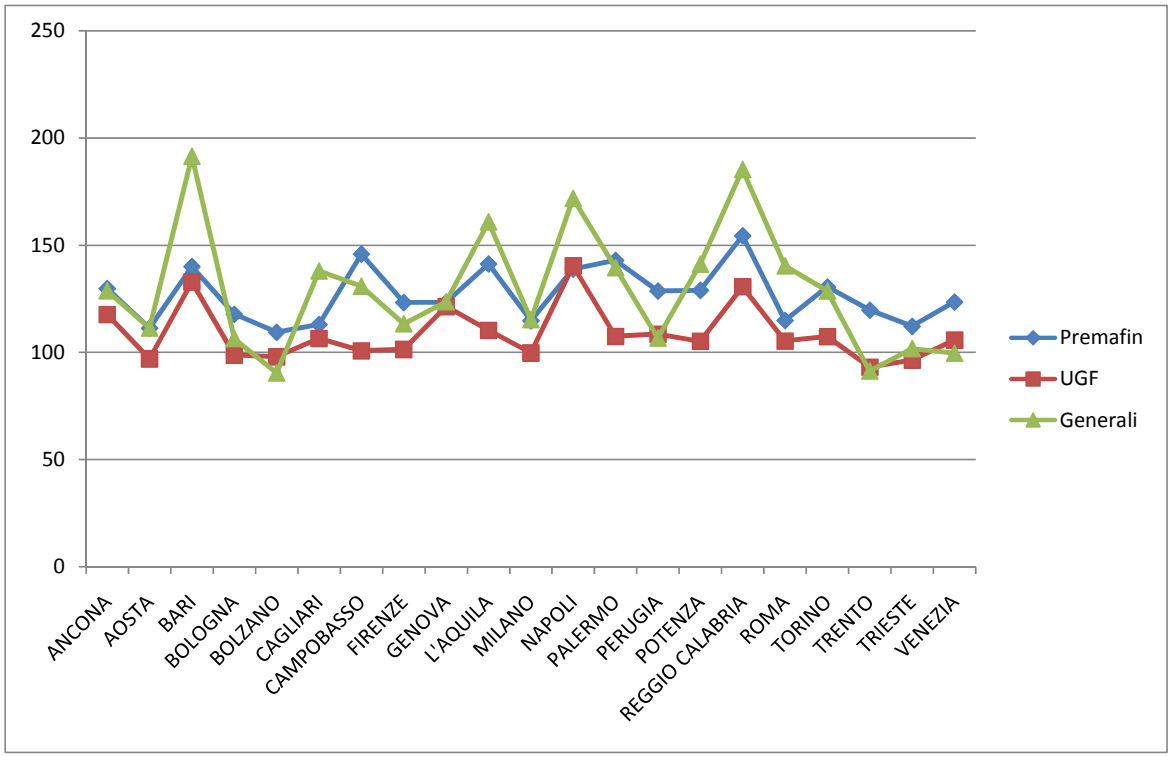
Tabella 6: Andamento dei premi del gruppo Premafin e del gruppo UGF nel periodo 2009/2008 e variazione della quota di mercato nel periodo 2010/2009 (%)

	2009/2008 Premi Premafin (%)	2010/2009 Quota Premafin (%)	2009/2008 UGF (%)	2010/2009 UGF Quota (%)
ANCONA	2	1	8	1
AOSTA	2	0	3	1
BARI	7	-1	16	-1
BOLOGNA	2	4	-7	-8
BOLZANO	2	0	9	2
CAGLIARI	2	-1	8	2
CAMPOBASSO	2	-1	8	0
FIRENZE	3	3	8	1
GENOVA	2	-1	8	0
L'AQUILA	5	-1	8	2
MILANO	2	8	7	-2
NAPOLI	5	0	13	0
PALERMO	5	-2	3	3
PERUGIA	5	0	8	1
POTENZA	4	-1	8	2
REGGIO CALABRIA	7	1	8	1
ROMA	2	0	8	0
TORINO	3	-1	8	1
TRENTO	2	0	6	1
TRIESTE	2	0	3	0
VENEZIA	2	0	3	1

Fonte: Elaborazione AGCM su dati ISVAP

8) In tale contesto, rileva anche osservare la dinamica dei premi del gruppo Generali, il quale rappresenta, come sopra detto, il secondo operatore sul mercato a livello nazionale dopo l'entità *post-merger*. Il gruppo Generali risulta avere, come mostra la figura che segue, politiche di incremento dei premi e con un tasso di crescita in numerosi capoluoghi anche superiore (nel periodo 2007-2011) rispetto a quello del gruppo Premafin e del gruppo UGF. Si tratta pertanto di un operatore che non ha adottato politiche aggressive sul mercato e come tale non qualificabile come operatore che possa rappresentare un vincolo alle politiche dell'entità *post-merger*. Ciò soprattutto in un contesto in cui Generali avrà, via Mediobanca, nuovi legami con l'entità *post merger*, ulteriori rispetto a quelli che provengono, tra l'altro, dai precedenti rapporti di finanziamento esistenti col gruppo Premafin.

Figura 5 Evoluzione dei premi 2007-2011 con base 100 nel 2007



Fonte: Elaborazione AGCM su dati ISVAP

68. Quanto sopra riportato consente di formulare le seguenti considerazioni:
a) a fronte di una domanda fortemente fidelizzata, con scarsa mobilità e con bassa elasticità al prezzo, le imprese dotate di maggior quota di mercato sono in grado di esercitare potere di mercato in termini di fissazione a livelli elevati dei premi. Il gruppo Premafin è un operatore che ha adottato politiche di prezzi crescenti e non aggressive (in vari capoluoghi, è, anzi, la compagnia assicurativa con i premi più elevati rispetti agli altri operatori) pur conservando la posizione di leader; ciò a fronte di due altre imprese, gruppo Generali e Gruppo UGF (rispettivamente secondo e terzo operatore a livello nazionale), caratterizzate da politiche di prezzi tendenzialmente crescenti con la prima più omogenea della seconda rispetto alle politiche di Premafin;
b) La tensione competitiva risulta scarsa, in termini di prezzi crescenti e con alta dispersione e, in tale contesto, solo il gruppo UGF ha, in taluni casi, mostrato di poter erodere la domanda servita dal gruppo Premafin con prezzi inferiori, in valore assoluto, sebbene tendenzialmente crescenti nel tempo. La concentrazione è, quindi, da valutare alla luce della circostanza che l'entità *post merger* farà venir meno nel mercato RCAuto la pressione concorrenziale precedentemente esistente tra due dei principali operatori, gruppo Premafin – gruppo UGF;
c) Il gruppo Generali ha tendenzialmente adottato politiche di prezzi molto simili a quelle del gruppo Premafin, con tassi di crescita anche superiori a quelle del leader ciò a dimostrazione di un contesto di mercato caratterizzato da scarsa tensione concorrenziale anche in considerazione dei legami sopra descritti i quali saranno ulteriormente estesi a seguito della presente concentrazione.
69. L'operazione nel mercato ramo danni RCAuto (ramo 10), comporterà pertanto la costituzione di un operatore dominante in grado di esercitare, su una più ampia e fidelizzata base di clientela, potere di mercato ovvero di fissare i prezzi indipendentemente dai concorrenti e in ultima analisi dai consumatori. Il gruppo *post merger* potrà, infatti, applicare politiche di premi crescenti alla luce dell'evoluzione adottata negli anni dal gruppo leader e in assenza della pressione concorrenziali tra le parti oggetto dell'operazione. La capacità di aumentare significativamente i premi può essere stimata almeno nel 6%, corrispondente al differenziale tra i premi di Premafin e UGF nel 2011. Ciò oltre la capacità, già dimostrata nel periodo 2007-2011 dal leader di mercato Premafin, di aumentare i premi con un tasso di crescita medio annuo pari ad un minimo del 2% ed un massimo del 10% circa.

Tali effetti determinano una sostanziale riduzione della concorrenza attraverso l'esercizio del potere di mercato da parte dell'entità *post-merger,* ciò in un contesto dove il primo altro operatore, il gruppo Generali, non eserciterà una credibile pressione concorrenziale a fronte dei legami diretti e indiretti sopra descritti.

VI.2.2. Mercati produttivi nazionali rami vita

70. Nel settore assicurativo, per consolidato orientamento dell'Autorità, in ciascun ramo assicurativo viene individuato un mercato distinto. Tale distinzione si fonda, principalmente, sull'oggetto del servizio reso, i rischi assunti e l'obiettivo di copertura assicurativa espresso dalla domanda di ogni singolo ramo. I rami vita sono i seguenti:

ramo vita I: si tratta delle assicurazioni sulla vita umana attraverso le quali un soggetto (l'assicuratore), a fronte di un premio dell'assicurato, si impegna a pagare una somma di denaro al verificarsi di un evento collegato alla vita umana, quale morte dell'assicurato o raggiungimento di una certa età;

ramo vita III: si tratta di contratti di assicurazione le cui prestazioni sono collegate (i) al valore di quote di fondi comuni di investimento, (ii) indici azionari, (iii) altri valori di riferimento;

ramo vita IV: si tratta dell'assicurazione malattia e l'assicurazione contro il rischio di non autosufficienza garantite mediante contratti di lunga durata;

ramo vita V: si tratta di operazioni di capitalizzazione del risparmio attraverso le quali l'assicurato affida alla compagnia di assicurazione una determinata somma, per un certo arco temporale, a fronte di una rivalutazione dell'investimento, normalmente legata alla misura dei rendimenti di una particolare gestione separata con garanzia di minimo;

ramo vita VI: si tratta di operazioni di gestione di fondi collettivi costituiti per l'erogazione di prestazione in caso di morte, di vita o di cessazione o riduzione dell'attività lavorativa.

71. In tali mercati il gruppo UGF e il gruppo Premafin risultano attivi con le quote di mercato riportate nella tabella che segue:

Tabella 7 Rami vita - Quote di mercato di UGF (gruppo), Premafin (gruppo) e Generali (gruppo), nonché del primo e secondo concorrente diverso dagli operatori precedenti (2010)

	UGF %	*Premafin %*	*Entità post merger %*	*Generali %*	*1° concorrente diverso da Generali %*	*2° concorrente diverso da Generali %*
RAMO I	2,66	5,84	8,5	17,05	11,14 Mediolanum	9,67 Intesa V.
RAMO III	0,21	0,85	1,06	3,11	19,21 Poste Vita	16,88 Allianz
RAMO IV	0,55	1,03	1,58	70,49	19,32 Aviva	3,52 AXA MPS
RAMO V	7,4	8,87	16,27	22,93	16,6 Cattolica	12,89 Allianz
RAMO VI	24,49	2,45	26,94	16,08	21,20 Cattolica	14 Eurizon

Fonte: Elaborazione AGCM su dati ISVAP

72. In tale contesto, nel **ramo vita VI** la nuova entità incrementerà le quote detenute assicurandole la prima posizione con circa il 27% del mercato in termini di premi raccolti ed un aumento dell'HHI inferiore a 150.

VI.2.3. Mercati distributivi provinciali

73. La valutazione degli effetti della concentrazione in esame richiede l'analisi anche nella fase distributiva.

Infatti, l'attività distributiva è caratterizzata dalla presenza di reti differenziate, tra le varie compagnie, a livello locale (agenti in monomandato, agenti in plurimandato, promotori, *brokers*, ecc.) le quali competono definendo alcune componenti essenziali della polizza, ad esempio il prezzo finale con l'applicazione o meno di sconti e con adeguamenti della polizza stessa alle specifiche esigenze della domanda. Si osservi, inoltre, che gli stessi operatori non sono sempre e necessariamente attivi nella fase produttiva ed in quella distributiva (si pensi, ad esempio, ai rapporti di *bancassurance* laddove una banca opera come solo distributore e non come produttore a monte) e che alcuni distributori operano per più produttori (*brokers* o agenti in plurimandato).

74. Il contesto competitivo a livello distributivo, in considerazione della mobilità della domanda, appare, come da vari precedenti dell'Autorità, di dimensione provinciale.

75. Il grado di pressione competitiva a livello distributivo appare valutabile considerando, distintamente, da un lato i rami danni e dall'altro i rami vita, ciò in considerazione del fatto che nella fase di collocamento le reti si differenziano, per tipo di soggetti attivi e modalità di azione, in funzione delle due aree (danni o vita) di rischi coperti. Ad esempio, la tipica rete distributiva di polizze vita risulta essere quella degli sportelli bancari, diversamente dai rami danni che vedono quasi del tutto assente il canale bancario e invece predominante quello degli agenti.

Inoltre, in considerazione del fatto che la gran parte dei soggetti attivi nella distribuzione di polizze rami danni intermediano prevalentemente se non esclusivamente il ramo 10 RCAuto, nonché alla luce della rilevanza per la rete distributiva di tale ramo rispetto agli altri (come evidenzia il fatto che in 66 province i premi RCAuto rappresentano oltre il 50% sul totale premi danni), nel seguito sarà analizzato l'insieme dei rami danni a livello distributivo provinciale ed in particolare, distintamente, il ramo RCAuto, rappresentativo dell'assetto distributivo dei rami danni.

Per le caratteristiche sopra descritte appaiono, pertanto, distinguibili i mercati distributivi provinciali, da un lato, per l'insieme dei rami vita e, dall'altro, per l'insieme dei rami danni; in quest'ultimo ambito, ovvero nell'insieme dei rami danni, la distribuzione del ramo 10 RC Auto ha un peso preponderante quale indicatore del potere di mercato delle reti distributive.

76. La tabella che segue indica le province ove l'operazione in esame determina effetti restrittivi in quanto la posizione della nuova entità supererà almeno il 30%, per l'aggregato dei premi raccolti a livello provinciale in tutti i rami danni e separatamene per il solo ramo RCAuto.

Inoltre, al fine di valutare il contesto concorrenziale, viene riportato il livello dell'indice HHI *post-merger* e la sua variazione rispetto alla situazione pre-concentrazione.

Tabella 8: Province in cui le quote di mercato post operazione sono superiori al 30% per il complesso dei rami danni e per il solo ramo 10 RC Auto (2010).

	RAMI DANNI			RC AUTO			RC AUTO	
	Gruppo UGF	*Gruppo Premafin*	Entità *post-merger*	*Gruppo UGF*	*Gruppo Premafin*	Entità *post-merger*	HHI Post	HHI delta
AGRIGENTO	[5-10]	[25-30]	[35-40]	[10-15]	[25-30]	[35-40]	1992	560
ANCONA	[10-15]	[20-25]	[30-35]	[10-15]	[20-25]	[35-40]	1974	665
AOSTA	[5-10]	[20-25]	[30-35]	[10-15]	[25-30]	[35-40]	1823	521
ASCOLI PICENO	[15-20]	[20-25]	[35-40]	[15-20]	[20-25]	[40-45]	2042	835
ASTI	[5-10]	[25-30]	[30-35]	[5-10]	[30-35]	[35-40]	2083	514
AVELLINO	[15-20]	[15-20]	[35-40]	[15-20]	[20-25]	[35-40]	2075	718
BARI	[10-15]	[25-30]	[40-45]	[5-10]	[25-30]	[35-40]	1966	540
BELLUNO	[5-10]	[20-25]	[30-35]	[5-10]	[20-25]	[30-35]	1735	388
BENEVENTO	[15-20]	[20-25]	[35-40]	[15-20]	[20-25]	[40-45]	2196	794
BIELLA	[10-15]	[20-25]	[30-35]	[15-20]	[20-25]	[35-40]	2016	654
BOLOGNA	[30-35]	[20-25]	[50-55]	[25-30]	[25-30]	[50-55]	3022	1345
BRESCIA	[10-15]	[25-30]	[35-40]	[10-15]	[30-35]	[40-45]	2151	631
BRINDISI	[10-15]	[25-30]	[40-45]	[10-15]	[25-30]	[40-45]	2365	788
CAGLIARI	[10-15]	[20-25]	[35-40]	[10-15]	[25-30]	[35-40]	1973	598
CAMPOBASSO	[5-10]	[30-35]	[35-40]	[5-10]	[30-35]	[40-45]	2095	488
CARBONIA	[20-25]	[35-40]	[60-65]	[20-25]	[40-45]	[60-65]	4055	1649
CASERTA	[15-20]	[20-25]	[40-45]	[15-20]	[25-30]	[40-45]	2917	846
CATANIA	[10-15]	[35-40]	[45-50]	[10-15]	[35-40]	[45-50]	2726	848
CATANZARO	[20-25]	[20-25]	[40-45]	[20-25]	[20-25]	[40-45]	2214	877
CHIETI	[10-15]	[20-25]	[30-35]	[10-15]	[20-25]	[35-40]	1774	603
COSENZA	[15-20]	[20-25]	[35-40]	[15-20]	[20-25]	[40-45]	2046	803
CREMONA	[10-15]	[25-30]	[35-40]	[10-15]	[25-30]	[40-45]	2161	652

	RAMI DANNI			RC AUTO			RC AUTO	
	Gruppo UGF	*Gruppo Premafin*	Entità *post-merger*	*Gruppo UGF*	*Gruppo Premafin*	Entità *post-merger*	HHI Post	HHI delta
CROTONE	[20-25]	[10-15]	[35-40]	[20-25]	[10-15]	[35-40]	1760	582
ENNA	[10-15]	[25-30]	[40-45]	[10-15]	[30-35]	[40-45]	2206	715
FERMO	[10-15]	[25-30]	[35-40]	[10-15]	[25-30]	[35-40]	2183	658
FERRARA	[15-20]	[20-25]	[35-40]	[15-20]	[25-30]	[40-45]	2343	888
FIRENZE	[10-15]	[30-35]	[45-50]	[15-20]	[35-40]	[55-60]	3331	1336
FOGGIA	[15-20]	[25-30]	[40-45]	[15-20]	[25-30]	[40-45]	2244	807
FORLÌ	[20-25]	[10-15]	[30-35]	[20-25]	[15-20]	[35-40]	2076	699
FROSINONE	[10-15]	[15-20]	[30-35]	[10-15]	[20-25]	[30-35]	1726	476
GENOVA	[5-10]	[25-30]	[35-40]	[5-10]	[25-30]	[35-40]	2039	469
GROSSETO	[20-25]	[20-25]	[45-50]	[20-25]	[25-30]	[45-50]	2652	1180
ISERNIA	[5-10]	[25-30]	[30-35]	[5-10]	[30-35]	[35-40]	2306	483
LA SPEZIA	[10-15]	[15-20]	[30-35]	[10-15]	[15-20]	[30-35]	1675	523
LECCO	[10-15]	[20-25]	[30-35]	[10-15]	[20-25]	[35-40]	1952	619
LIVORNO	[15-20]	[35-40]	[50-55]	[20-25]	[30-35]	[55-60]	3278	1389
MACERATA	[15-20]	[25-30]	[40-45]	[15-20]	[20-25]	[40-45]	2117	795
MANTOVA	[10-15]	[15-20]	[30-35]	[15-20]	[20-25]	[35-40]	1900	631
MASSA CARR.	[10-15]	[20-25]	[35-40]	[10-15]	[25-30]	[35-40]	1795	595
MATERA	[10-15]	[30-35]	[40-45]	[10-15]	[30-35]	[40-45]	2265	732
MEDIO CAMP.	[25-30]	[35-40]	[60-65]	[20-25]	[35-40]	[60-65]	3856	1660
MESSINA	[10-15]	[30-35]	[45-50]	[10-15]	[35-40]	[50-55]	2962	1084
MODENA	[20-25]	[10-15]	[35-40]	[25-30]	[15-20]	[40-45]	2173	786
NAPOLI	[10-15]	[20-25]	[35-40]	[10-15]	[20-25]	[35-40]	2193	635
NOVARA	[10-15]	[25-30]	[35-40]	[10-15]	[25-30]	[35-40]	2298	581
NUORO	[15-20]	[20-25]	[35-40]	[10-15]	[25-30]	[35-40]	2069	657
OGLIASTRA	[20-25]	[20-25]	[45-50]	[20-25]	[25-30]	[45-50]	3002	1198
OLBIA	[15-20]	[25-30]	[45-50]	[15-20]	[25-30]	[45-50]	2692	1055
ORISTANO	[10-15]	[25-30]	[35-40]	[10-15]	[25-30]	[40-45]	2166	613
PADOVA	[15-20]	[20-25]	[35-40]	[15-20]	[25-30]	[40-45]	2033	745
PALERMO	[15-20]	[20-25]	[35-40]	[15-20]	[20-25]	[40-45]	2101	785
PARMA	[15-20]	[15-20]	[30-35]	[15-20]	[15-20]	[30-35]	1611	557
PAVIA	[5-10]	[20-25]	[30-35]	[10-15]	[25-30]	[35-40]	1785	489
PERUGIA	[15-20]	[15-20]	[30-35]	[15-20]	[15-20]	[35-40]	1827	599
PESARO	[15-20]	[20-25]	[35-40]	[15-20]	[20-25]	[40-45]	2248	844
PESCARA	[10-15]	[15-20]	[30-35]	[10-15]	[20-25]	[30-35]	1650	553
PIACENZA	[10-15]	[20-25]	[30-35]	[10-15]	[25-30]	[35-40]	2032	687
PISA	[10-15]	[25-30]	[40-45]	[10-15]	[30-35]	[40-45]	2344	861
PISTOIA	[10-15]	[20-25]	[30-35]	[10-15]	[25-30]	[35-40]	1956	630
POTENZA	[10-15]	[20-25]	[30-35]	[10-15]	[20-25]	[30-35]	1758	550
PRATO	[5-10]	[20-25]	[30-35]	[10-15]	[25-30]	[35-40]	1759	523
RAGUSA	[10-15]	[25-30]	[35-40]	[10-15]	[25-30]	[40-45]	2225	748

	RAMI DANNI			RC AUTO			RC AUTO	
	Gruppo UGF	*Gruppo Premafin*	Entità *post-merger*	*Gruppo UGF*	*Gruppo Premafin*	Entità *post-merger*	HHI Post	HHI delta
RAVENNA	[20-25]	[10-15]	[35-40]	[20-25]	[15-20]	[35-40]	1919	667
REGGIO CAL.	[5-10]	[35-40]	[45-50]	[5-10]	[35-40]	[45-50]	2391	631
REGGIO EMILIA	[25-30]	[10-15]	[35-40]	[25-30]	[10-15]	[40-45]	2231	789
RIMINI	[15-20]	[15-20]	[30-35]	[15-20]	[20-25]	[35-40]	1948	699
ROMA	[10-15]	[15-20]	[30-35]	[15-20]	[15-20]	[35-40]	1796	597
SALERNO	[15-20]	[10-15]	[30-35]	[15-20]	[15-20]	[30-35]	1727	512
SAVONA	[10-15]	[20-25]	[30-35]	[10-15]	[20-25]	[30-35]	1870	486
SIENA	[10-15]	[20-25]	[30-35]	[10-15]	[20-25]	[35-40]	1999	627
SIRACUSA	[15-20]	[25-30]	[40-45]	[15-20]	[30-35]	[45-50]	2516	965
SONDRIO	[10-15]	[15-20]	[30-35]	[10-15]	[20-25]	[35-40]	1852	572
TARANTO	[10-15]	[20-25]	[30-35]	[10-15]	[20-25]	[30-35]	1646	466
TERNI	[20-25]	[15-20]	[35-40]	[15-20]	[15-20]	[35-40]	1808	600
TRAPANI	[10-15]	[20-25]	[30-35]	[10-15]	[20-25]	[35-40]	1827	566
TRIESTE	[5-10]	[25-30]	[30-35]	[5-10]	[25-30]	[35-40]	2562	448
VIBO VAL.	[15-20]	[20-25]	[40-45]	[15-20]	[20-25]	[40-45]	2096	837
VICENZA	[10-15]	[20-25]	[30-35]	[10-15]	[25-30]	[35-40]	1893	540
ALESSANDRIA	0	0	< 30	[10-15]	[20-25]	[30-35]	1802	413
BARLETTA	0	0	< 30	[10-15]	[25-30]	[40-45]	2308	741
BERGAMO	0	0	< 30	[5-10]	[25-30]	[30-35]	1644	443
COMO	0	0	< 30	[15-20]	[15-20]	[30-35]	1638	479
GORIZIA	0	0	< 30	[15-20]	[10-15]	[30-35]	2005	465
LODI	0	0	< 30	[5-10]	[20-25]	[30-35]	1706	388
LUCCA	0	0	< 30	[5-10]	[20-25]	[30-35]	1843	400
MILANO	0	0	< 30	[10-15]	[30-35]	[40-45]	2309	707
MONZA E BRIANZA	0	0	< 30	[10-15]	[15-20]	[30-35]	1822	535
RIETI	0	0	< 30	[15-20]	[15-20]	[30-35]	1474	460
TORINO	0	0	< 30	[10-15]	[20-25]	[35-40]	2079	507
VARESE	0	0	< 30	[10-15]	[20-25]	[30-35]	1547	392
VENEZIA	0	0	< 30	[10-15]	[20-25]	[30-35]	1833	465
VERBANO C.O.	0	0	< 30	[10-15]	[20-25]	[35-40]	2087	581
VERCELLI	0	0	< 30	[10-15]	[20-25]	[30-35]	1858	452

Fonte: Elaborazione AGCM su dati ISVAP

77. Raggruppando le province sopra riportate in funzione del livello di quota di mercato *post merger* raggiunta, è possibile sintetizzare gli effetti dell'operazione, per i rami danni e, con particolare riferimento al ramo RCAuto, nei seguenti termini:

Tabella 9: Quote distribuzione provinciali – Rami danni (2010) - percentuali

Range **quota entità** *post-merger***(%)**	**N. province**	*Range* **quota gruppo UGF (%)**	*Range* **quota gruppo Premafin (%)**	*Range* **quota gruppo Generali (%)**

30-34	30[77]	7-20	14-26	14-31
35-39	26[78]	6-25	12-30	10-32
40-44	11[79]	10-20	20-30	11-32
45-49	7[80]	9-24	24-36	8-21
> 50	4[81]	17-31	21-39	4 -15

Fonte: Elaborazione AGCM su dati ISVAP

Tabella 10: Quote distribuzione provinciali – Ramo RC Auto (2010) - percentuali

Range **quota entità** *post-merger***(%)**	**N. province**	*Range* **quota gruppo UGF (%)**	*Range* **quota gruppo Premafin (%)**	*Range* **quota gruppo Generali (%)**
30-34	20[82]	9-18	13-25	10-22
35-39	36[83]	8-21	14-31	8-25
40-44	25[84]	7-28	14-33	10-32
45-49	6[85]	9-22	27-38	6-16
> 50	6[86]	14-27	25-41	3-13

Fonte: Elaborazione AGCM su dati ISVAP

78. I dati sopra riportati evidenziano quanto segue:

in 78 province italiane (su 110 totali) l'entità *post merger* supera il 30% di quota di mercato aggregata sia nel totale dei rami danni che nel solo ramo RCAuto, il quale, nella quasi totalità di queste province, è il ramo con la raccolta premi più rilevante sul totale (ciò a dimostrazione della incidenza di tale ramo sul totale);

in 22 delle 78 province sopra individuate, la quota *post merger* supera il 40% e in altre 4 la quota è addirittura superiore al 50%.

79. Inoltre, vi sono 15 province (ulteriori rispetto alle 78 sopra esaminate) ove la raccolta RC Auto dell'entità *post-merger* supererà livelli compresi tra il 30% fino ad oltre il 40%.

VII. LA POSIZIONE DEI TERZI RISPETTO ALL'OPERAZIONE

VII.1. La posizione di Sator e Palladio

80. In qualità di azionisti di FonSai e di promotori di un progetto di ricapitalizzazione di quest'ultima alternativo rispetto alla presente concentrazione, Sator e Palladio hanno partecipato al presente procedimento e presentato

77 Pistoia, Lecco, Asti, Isernia, Forlì, Ancona, Siena, Taranto, Chieti, Potenza, Trapani, Rimini, Sondrio, Aosta, Vicenza, Perugia, Piacenza, Pavia, Trieste, Mantova, Frosinone, Biella, Savona, Prato, Roma, Parma, Salerno, La Spezia Pescara, Belluno.

78 Cosenza, Pesaro-Urbino, Benevento, Padova, Campobasso, Modena, Palermo, Nuoro, Oristano, Ferrara, Cagliari, Reggio Emilia, Agrigento, Ragusa, Novara, Ascoli Piceno, Terni, Avellino, Fermo, Massa Carrara, Crotone, Cremona, Napoli, Genova, Brescia, Ravenna.

79 Siracusa, Matera, Foggia, Brindisi, Enna, Catanzaro, Vibo Valentia, Macerata, Caserta, Bari, Pisa.

80 Ogliastra, Messina, Olbia Tempio, Firenze, Catania, Grosseto, Reggio Calabria.

81 Carbonia Iglesias, Medio Campidano, Bologna, Livorno.

82 Bergamo, Potenza, Pescara, Parma, Savona, Vercelli, Monza e Brianza, La Spezia, Taranto, Frosinone, Salerno, Venezia, Belluno, Como, Gorizia, Lucca, Lodi, Rieti, Alessandria, Varese.

83 Fermo, Asti, Novara, Isernia, Agrigento, Piacenza, Nuoro, Pistoia, Avellino, Bari, Ancona, Rimini, Forlì, Cagliari, Napoli, Biella, Massa Carrara, Lecco, Aosta, Ravenna, Prato, Genova, Siena, Trieste, Vicenza, Mantova, Trapani, Chieti, Crotone, Verbano C.O., Roma, Perugia, Terni, Torino, Sondrio, Pavia.

84 Pisa, Milano, Ferrara, Matera, Reggio Emilia, Brindisi, Caserta, Catanzaro, Enna, Pesaro-Urbino, Foggia, Ascoli Piceno, Ragusa, Vibo Valentia, Modena, Cosenza, Benevento, Barletta-Andria-Tr., Brescia, Macerata, Palermo, Cremona, Campobasso, Padova, Oristano.

85 Ogliastra, Catania, Grosseto, Olbia Tempio, Siracusa, Reggio Calabria.

86 Carbonia Iglesias, Medio Campidano, Firenze, Livorno, Messina, Bologna.

osservazioni circa i potenziali effetti restrittivi dell'operazione[87] e, in data 4 giugno 2012, hanno presentato una memoria conclusiva[88].

In particolare, Sator e Palladio hanno sostenuto che la concentrazione "… *è suscettibile di produrre effetti anticoncorrenziali, unilaterali e coordinati, gravi ed irreversibili* …"[89]. Ciò in ragione di diversi elementi quali:

le condizioni di limitata concorrenzialità dei mercati finanziari/assicurativi;

la peculiarità del sistema finanziario italiano caratterizzato da intrecci tra concorrenti;

i legami finanziari e partecipativi che l'entità *post-merger* avrà con Mediobanca e, quindi, con Assicurazioni Generali;

le posizioni delle parti nei mercati interessati.

81. In particolare, Sator e Palladio hanno rilevato che la concentrazione potrebbe portare a "*creare/rafforzare una posizione dominante individuale in taluni rami danni fra cui, in particolare il ramo R.C. Autoveicoli terrestri che, da solo, rappresenta il 50% circa dei rami assicurativi che coprono rischi danni*"[90]. Inoltre, Sator e Palladio evidenziano come gli effetti restrittivi della concentrazione siano accentuati dai legami tra le parti dell'operazione, Mediobanca e Generali, legami che a loro volta produrrebbero il rischio di effetti coordinati sui diversi mercati interessati.

82. Nella memoria conclusiva, Sator e Palladio hanno ribadito come la concentrazione comporta "*gravi e durevoli restrizioni di concorrenza che ne giustifichino il divieto*". In particolare, secondo Sator e Palladio, gli effetti restrittivi sarebbero ampiamente confermati dalle risultanze istruttorie sia da fattori di ordine quantitativo che da altri elementi quali la stabilità della clientela, la circostanza che le imprese parti dell'operazione sono tra loro *close competitor.* Inoltre, la concentrazione, indipendentemente dagli effetti unilaterali, dovrebbe, secondo Sator e Palladio, essere comunque vietata in ragione degli effetti di natura coordinata e degli incentivi a colludere fra i membri dell'oligopolio presenti sul mercato. In questa prospettiva, i legami partecipativi finanziari e azionari tra l'entità *post merger* e, via Mediobanca, Assicurazioni Generali aggravano significativamente gli effetti restrittivi dell'operazione.

Gli atti del procedimento evidenzierebbero poi un ruolo peculiare di Mediobanca nella presente operazione in un contesto in cui, da un lato, quest'ultima continua ad esercitare il controllo di fatto su Generali, come sarebbe anche da ultimo dimostrato dalla recente sostituzione dell'amministratore delegato di Assicurazioni Generali e, dall'altro, i precedenti dell'Autorità già hanno accertato la presenza di restrizioni concorrenziali derivanti dai legami azionari/finanziari di Mediobanca con Assicurazioni Generali e Premafin/FonSai.

VII.2. La posizione delle imprese di assicurazione sulle caratteristiche del mercato e sugli effetti dell'operazione

83. Nel corso del presente procedimento sono state inviate apposite richieste di informazioni alle principali imprese di assicurazione attive nei mercati interessati dalla presente operazione[91]; il campione di imprese di assicurazione selezionato è ampiamente rappresentativo superando il 60- 70% del totale rami, l'80% dei rami danni e del ramo RC Auto.

84. In primo luogo, le imprese di assicurazione hanno evidenziato i fattori essenziali che un operatore deve avere per competere efficacemente sui mercati assicurativi e, in particolare, nel mercato RC auto. I fattori ricorrenti richiamati dalle imprese sono, tra l'altro, l'importanza delle economie di scala, l'importanza di un *brand* riconosciuto e l'importanza di una capillare rete distributiva (radicamento della rete)[92]. In particolare, sul *brand*, è stato rilevato come "*avere un marchio molto conosciuto ed affermato costituisce, quindi, un altro requisito importante per competere con i leader di mercato. In questo senso è significativo che la maggiore parte dei gruppi assicurativi in Italia continui ad operare tramite diversi marchi (locali*)"[93] ed è importante osservare che il marchio ha un effetto fidelizzante non solo nei confronti della clientela ma anche per gli agenti "*la cui mobilità è relativamente modesta*" [94]. Sulla rete distributiva, lo stesso operatore ha evidenziato come "… *gli agenti rappresentano il canale privilegiato nella commercializzazione*

---

87 Cfr. doc. 8 del 4 aprile 2012, Osservazioni di Sator e Palladio sulla concentrazione, doc. 9, verbale incontro Sator e Palladio, doc. 11 dell'11 aprile 2012, ulteriori osservazioni sulla concentrazione, doc. 17, verbale incontro Sator e Palladio, doc. 72 verbale audizione del 3 maggio 2012.

88 Memoria conclusiva Sator e Palladio del 4 giugno 2012, doc. 178.

89 Doc. 11, cfr. anche le osservazioni pervenute in data 23 maggio 2012.

90 Doc. 8.

91 Cfr. docc. dal 34 a 42 e altri.

92 Cfr., tra gli altri, docc. 78, 88, 96, 98, 103.

93 Doc. 96, versione accessibile.

94 Doc. 96, versione accessibile.

dei prodotti assicurativi nel ramo danni e, specialmente, nel settore auto" e il peso degli agenti nelle reti distributive costituisce una peculiarità del mercato italiano, rispetto agli altri mercati europei, raggiungendo l'85% dei premi raccolti. Anche un altro operatore, di primario rilievo, ha osservato come il modello distributivo sia un fattore strategico anche nel comparto dei rami vita anche in ragione della caratteristica di lunga durata tipica di tali polizze assicurative[95].

85. In tale contesto, considerando i fattori necessari per competere efficacemente sui mercati assicurativi, è stata sottolineata la rigidità dei mercati assicurativi italiani, rilevando che nel contesto competitivo *"… è estremamente difficile, se non impossibile, per gli operatori di minori dimensioni poter cambiare in modo significativo la struttura concorrenziale del mercato. Gli scarsi progressi delle "compagnie assicurative dirette", nonostante l'offerta di tariffe più basse rispetto a quelle applicate dai tradizionali operatori di mercato, dimostra infatti l'esistenza di rilevanti barriere all'entrata*"[96].

86. Con specifico rilievo per il ramo RCAuto, le informazioni pervenute hanno confermato l'importanza di questo ramo rispetto agli altri in ragione della natura di copertura obbligatoria e quale strumento per raggiungere il cliente e offrire una gamma più ampia di coperture assicurative; infatti, Assicurazioni Generali ha osservato che " … *assieme al prodotto RC Auto vengono spesso offerte garanzie accessorie afferenti a rami diversi, quali coperture Infortuni per il conducente e garanzie di Tutela legale. Molto ricca è anche la gamma di coperture Auto Rischi Diversi che prevedono le garanzie Incendio e furto, Kasko più o meno estese, la copertura di danni a seguito di eventi atmosferici o atti vandalici*"[97].

87. Le imprese di assicurazione hanno offerto anche informazioni sulla diffusione del plurimandato che appare limitato. Con specifico riferimento al ramo RC Auto, ma tale dato, nelle risposte pervenute, spesso coincide anche con la diffusione del plurimandato nella distribuzione dell'insieme degli altri rami danni, si osserva che il canale distributivo costituito dagli agenti monomandatari è di gran lunga il più significativo, sia in termini di numero di agenti che di premi raccolti.

88. Anche i dati sulla mobilità della clientela indicano ancora l'esistenza di rapporti di lunga durata tra impresa e cliente e una capacità ancora circoscritta del cliente di lasciare un operatore per un altro.

89. Infine, si evidenzia che alcune delle imprese interessate dalla richiesta di informazioni, hanno evidenziato i rischi concorrenziali connessi alla presente operazione e le preoccupazioni per l'eccessiva concentrazione del potere di mercato derivanti dalla stessa. In particolare, è stato rilevato che, in assenza di adeguate misure correttive dell'operazione il "*livello di concentrazione del mercato cui si arriverà all'esito dell'operazione….. costituirebbe infatti un ostacolo all'esercizio di una concorrenza effettiva in ragione delle già menzionate specificità del mercato italiano (rigidità della domanda, fedeltà ai marchi, rilevanza delle reti distributive, ecc*….)"[98]; inoltre, è stato osservato che "… *la realizzazione di operazioni di concentrazione tra Gruppi assicurativi determina la creazione di economie di scala di vario tipo (sui costi, sulle informazioni, sui fornitori,…) e di barriere all'ingresso di nuovi operatori e che l'attuale struttura competitiva assicurativa italiana non sembrerebbe richiedere una ulteriore concentrazione che porterebbe il primo operatore a controllare il 30% del mercato dell'assicurazioni auto ed i primi tre operatori il 60%* …"[99].

VIII. LA POSIZIONE DELLE PARTI

90. In primo luogo, tutte le parti interessate hanno presentato osservazioni e documenti in merito all'attuazione dell'ordine di sospensione ai sensi dell'art. 17, comma 1 della legge n. 287/90[100].

91. Nel corso del procedimento, UGF ha formulato osservazioni sul merito delle criticità concorrenziali prospettate nell'avvio dell'istruttoria evidenziando come la presente operazione non sia suscettibile di determinare alcuna costituzione o rafforzamento di una posizione dominante nei mercati interessati dal Progetto di Integrazione[101].

---

95 Cfr. doc. 98, versione accessibile.

96 Doc. 96, versione accessibile.

97 Doc. 98, risposta di Assicurazioni Generali, versione accessibile; cfr. anche doc. 103.

98 Doc. 96, versione accessibile, risposta di un'impresa di assicurazioni a richiesta informazioni.

99 Doc. 101, versione accessibile, risposta di un'impresa di assicurazioni a richiesta informazioni, cfr. anche doc. 100.

100 Cfr. doc. 44, Verbale di audizione Premafin del 30 aprile 2012, doc. 50, verbale di audizione UGF del 30 aprile 2012, doc. 52, relazione di UGF su sospensione concentrazione del 2 maggio 2012, doc. 57, relazione di Fondiaria Sai su sospensione concentrazione del 2 maggio 2012, doc. 62, verbale di audizione di Fondiaria Sai del 2 maggio 2012, doc. 67, relazione di Premafin su sospensione concentrazione del 2 maggio 2012.

101 Cfr. doc. 3 (la notifica della concentrazione) e doc. 134, nota del 25 maggio 2012.

92. Nella memoria conclusiva, UGF ha svolto, in via preliminare, un'osservazione metodologica sul calcolo delle quote di mercato ribadendo la necessità di utilizzare i dati ANIA 2011, in quanto avrebbero il vantaggio di essere: *"(i) più recenti, riferendosi al 2011 anziché al 2010, e (ii) più completi, prendendo in considerazione anche i premi delle imprese stabilite in altri Stati membri dell'Unione europea e operanti in Italia in libera prestazione di servizi ("Imprese UE") che invece non sono considerati nei dati di fonte ISVAP utilizzato nella CRI*"[102]. I dati ANIA sarebbero, secondo UGF, oltre che più completi rispetto a quelli ISVAP, pienamente attendibili e ciò sarebbe dimostrato dalla circostanza che – a livello nazionale – gli stessi si discosterebbero in termini minimi; ad esempio, con riferimento al Ramo 10 RC Auto, i dati ISVAP 2010 attribuiscono al Gruppo UGF *post*-concentrazione una quota di mercato pari al 36,93% (senza imprese UE), mentre i dati ANIA 2010 attribuiscono una quota pari a 36,74% (senza imprese UE). Una volta, quindi, evidenziata la quasi sovrapponibilità dei dati ANIA/ISVAP - quindi l'attendibilità dei dati ANIA - per le quote di mercato delle imprese italiane, secondo UGF è necessario ritenere attendibili i dati ANIA che includono le quote di mercato anche delle imprese UE attive in Italia in libera prestazione di servizi: ad esempio, nel ramo RC Auto, con riferimento al 2011, gli ultimi dati ANIA attribuirebbero una quota di mercato all'entità *post merger* pari a circa al 35% se calcolata sulle imprese italiane e circa del 33% se calcolata includendo le imprese UE, con una differenza di circa 2 punti percentuali[103]. Il corretto utilizzo dei dati ANIA e l'inclusione delle imprese UE nel calcolo delle quote di mercato, secondo UGF, non solo acquisterebbe rilevanza ai fini della valutazione delle criticità concorrenziali dell'operazione, ridimensionando la posizione di mercato dell'entità *post*-operazione, ma rileverebbe "*ai fini della realizzazione degli Impegni relativi alle cessioni di compendi assicurativi, poiché si tradurrebbe sostanzialmente in un abbassamento ulteriore della già modesta quota del 30% fissata dalla CRI come idonea a risolvere le criticità sollevate dall'Operazione…..*" [104].

93. Alla luce della premessa metodologia sopra richiamata, UGF ha affermato che le quote di mercato, a livello nazionale, "*correttamente calcolate, sono sempre inferiori al 35% e, nella maggiore parte dei mercati ritenuti problematici nella CRI, non raggiungano neppure il 25%*" e pertanto sarebbero "*insufficienti a fondare l'accertamento di un rischio di costituzione di una posizione dominante*", ciò coerentemente con la prassi della Commissione europea che non riterrebbe problematiche quote di mercato inferiori al 40%. Inoltre, con particolare riferimento al mercato relativo al Ramo 12 (RC Veicoli Marittimi), UGF ritiene corretta, per i rischi catastrofali, considerare una dimensione geografica sopranazionale, "*in considerazione della concorrenza effettiva e potenziale esercitata da imprese di assicurazione estere*". Parimenti, UGF contesta la distinzione tra i mercati assicurativi relativi alla produzione (nazionale) e i mercati distributivi (provinciali), rilevando tuttavia che "*nei suoi precedenti la Commissione ha riconosciuto che, nel settore assicurativo, 'l'interazione concorrenziale ha una dimensione sia a livello nazionale che a quello locale', ma ha tenuto conto delle dinamiche competitive ai due livelli nella valutazione delle dimensioni geografiche del mercato rilevante (nazionali, regionali o provinciali) e non…per individuare due distinti mercati*"[105].
Al riguardo, si evidenzia che la stessa UGF ha, nell'ambito della notifica della presente operazione e successivamente nel corso di tutto il procedimenti, accolto la distinzione dei mercati assicurativi in nazionali e distributivi e sempre prospettato i dati sulla posizione delle parti in piena coerenza con gli stessi. La stessa ISVAP ha fornito dati distintamente a livello nazionale e provinciale, rispettivamente, per il mercato della produzione e per il mercato distributivo.

94. Anche gli altri elementi sui quali la comunicazione delle risultanze istruttorie dimostrerebbe le criticità concorrenziali dell'operazione sarebbero inidonei a tale scopo. Con riferimento anche in caso di superamento delle soglie più elevate previste dalla Comunicazione della Commissione europea sugli orientamenti per la valutazione delle concentrazioni orizzontali, la Commissione non sarebbe "*tenuta a prendere in esame i livelli di concentrazione*". Inoltre, non sarebbe stata svolta un'adeguata analisi sull'elasticità della domanda e sulla mobilità della clientela che, se correttamente svolta, avrebbe evidenziato come i mercati assicurativi dimostrino una dinamicità non valorizzata nella comunicazione delle risultanze istruttorie. A questi fini, UGF lamenta che sono stati tenuti ampiamente secretati i dati acquisiti dalle richieste di informazioni inviate alle imprese di assicurazioni.

---

[102] Memoria conclusiva UGF, doc. 179, pg. 9.
[103] Cfr. doc. 187, allegato 2.
[104] Memoria conclusiva UGF, doc. 179, pg. 14-15.
[105] Memoria conclusiva UGF, doc. 179, pg. 55.

In questa prospettiva, la dispersione dei prezzi rilevata nella comunicazione delle risultanze istruttorie andrebbe, secondo UGF, come elemento a favore di un mercato dinamico anziché a conferma di una bassa elasticità della domanda e scarsa mobilità della clientela. Ciò in un contesto in cui alcuni strumenti quali il preventivatore e il divieto di esclusiva nei rapporti tra compagnie dovrebbero incidere positivamente sul dinamismo dei mercati assicurativi. Anche il ruolo dei concorrenti sarebbe stato sottovalutato nell'analisi degli effetti dell'operazione, potendo costituire un significativo vincolo concorrenziale per l'entità *post merger*.

95. UGF, sempre nella memoria conclusiva, contesta che Assicurazioni Generali non possa essere considerato un concorrente in quanto, contrariamente a quanto rilevato nella comunicazione delle risultanze istruttorie, Mediobanca non eserciterebbe un controllo di fatto su tale società.

96. Per quanto riguarda Mediobanca, nel corso del procedimento, ha rilevato che la stessa è nella posizione di mero creditore nei confronti di Premafin e Fondiaria Sai e i contratti di finanziamento subordinati con Fondiaria Sai e Milano Assicurazioni non attribuiscono particolari poteri e/o diritti al finanziatore. Mediobanca, inoltre, non avrebbe assunto un ruolo peculiare nell'ambito della presente operazione e le clausole degli incarichi ricevuti da UGF e Fondiaria Sai sui due consorzi di garanzia sopra richiamati non presenterebbero alcuna peculiarità, prevedendo clausole in linea con la prassi internazionale. In particolare, Mediobanca ha affermato che gli incarichi a costituire i due Consorzi di Garanzia non potevano più prescindere dal Progetto di Integrazione UGF/Premafin "… *in un'ottica di mercato, di presentabilità dell'equity story e di valutazione unitaria del rischio da parte delle banche del costituendo consorzio …. Mediobanca ha ritenuto pertanto che tale progetto industriale fosse la soluzione più adeguata per il salvataggio di Fondiaria Sai dallo stato di dissesto nonché quella maggiormente apprezzabile da parte del mercato con buona probabilità di successo in termini di sottoscrizione*…"[106].

A ciò si aggiunga che Mediobanca non si porrebbe in una posizione differenziata rispetto alle altre banche partecipanti ai citati consorzi e che la partecipazione azionaria che comunque deterrebbe nel gruppo UGF *post merger* sarebbe non rilevante[107].

Per quanto riguarda i rapporti con Assicurazioni Generali, Mediobanca ha rappresentato di non detenere il controllo di fatto di Generali in quanto non sarebbe in grado di raggiungere stabilmente la maggioranza del capitale sociale presente alle assemblee, né potrebbe impedire l'adozione di delibere strategiche da parte degli altri azionisti[108].

IX. IL PARERE DELL'ISVAP

97. Con parere pervenuto all'Autorità in data 15 giugno 2012, l'ISVAP ha rappresentato, ai sensi dell'art. 20, comma 4 della legge n. 287, una serie di considerazioni in merito agli effetti dell'operazione, di seguito esposte in sintesi.

ISVAP afferma che "*Codesta Autorità ha rilevato profili di criticità sotto il profilo concorrenziale derivanti dall'operazione (Cfr comunicazione risultanze istruttorie del 30 maggio 2012) ed in particolare la costituzione di una posizione dominante nei mercati produttivi nazionali dei rami danni 1, 3, 10, 12, 13, 15 e 18 e nei mercati distributivi provinciali in 93 province, nonché la riduzione degli incentivi a competere per effetto di legami diretti e indiretti tra l'entità post merger e il primo concorrente della stessa. Al fine di rimuovere le suddette criticità, UGF e Mediobanca hanno assunto formali impegni, che si muovono lungo tre direttrici:*

- legami azionari: attraverso dismissione delle partecipazioni detenute in Generali e Mediobanca, come evidenziati nei paragrafi 6.1., 6.2 e 6.5;

- legami finanziari: attraverso la riduzione e il progressivo annullamento dell'esposizione debitoria dell'entità post merger nei confronti di Mediobanca (cfr. paragrafo 6.3);

- cessione di assets: che comporterà una riduzione di premi stimata in 1.700 milioni, come evidenziata nel paragrafo 6.4.

Gli impegni assunti dalle parti sono stati valutati da questa Autorità in una prospettiva di sostenibilità patrimoniale, con evidenza del regime amministrativo cui gli stessi sono astrattamente assoggettati. Ciò premesso, si osserva che, per effetto dell'aggiornamento dei dati relativi alla raccolta e dell'integrazione degli stessi con quelli forniti dalle rappresentanze operanti in Italia, verrebbero attenuati i ravvisati profili di criticità…

---

[106] Doc. 68 risposta Mediobanca, versione accessibile.

[107] Cfr. doc. 68, risposta di Mediobanca e doc. 108, verbale audizione Mediobanca del 14 maggio 2012.

[108] Cfr. osservazioni di Mediobanca del 16 maggio 2012 (doc. 114).

Sulla base di quanto sopra rappresentato, l'ISVAP ritiene che il decremento delle quote della produzione nei rami evidenziati sia significativo, che i rafforzamenti si siano registrati in rami marginali (rami danni 12 e vita VI) rispetto al contesto della produzione totale dei rispettivi mercati e che tutto ciò, unitamente alla puntuale esecuzione degli impegni assunti dalle parti, possa superare i profili di criticità rilevati da Codesta Autorità".

X. LA VALUTAZIONE DELL'OPERAZIONE

X.1. Valutazioni mercati assicurativi danni

98. Gli effetti della concentrazione in esame sono da valutare, considerando i dati ufficiali ISVAP, in alcuni mercati rilevanti dei rami danni, utilizzando i dati di mercato forniti dalle rilevazioni a fini regolamentari sul territorio nazionale. Si osservi che tali dati, oltre che essere i più attendibili e affidabili fra quelli disponibili essendo forniti dall'Autorità di vigilanza di settore, diversamente da quanto suggerito da UGF, non omettono di rilevare le imprese estere in Italia (i dati infatti includono realtà importanti di Gruppi stranieri quali AXA e Zurich), ma solo quell'ambito - ben più circoscritto - delle imprese estere attive in Italia attraverso una mera rappresentanza e in regime di libera prestazione di servizi, in quanto non soggetti a regolamentazione in Italia[109].

99. Infatti, **nei rami 3, 10, 12 e 13** si avrà il seguente contesto:

l'entità *post merger* verrà a detenere quote di mercato superiori al 30%,

l'HHI *post merger* sarà compreso tra il 1782 e 1991, con incrementi dell'HHI compresi tra 448 e 632, quindi superiori al valore di 250 che indica l'esistenza di criticità concorrenziali[110];

l'entità *post merger* sarà primo operatore con un distacco, nei rami 3, 10 e 12, superiore al doppio, in termini di quote di mercato detenute, rispetto al secondo operatore, rappresentato da Generali (nei rami 3, 10) e da Allianz (nel ramo 12);

gli altri operatori risultano particolarmente distanziati, in quanto in tutti i rami 3-10-12-13 il contesto di mercato è già caratterizzato da un elevato grado di concentrazione sia *pre-merger* (CR3 *pre-merger* superiore al 52%), che dopo l'operazione (CR3 *post-merger* superiore al 64%), e ciò in presenza di altri concorrenti con quote non particolarmente significative (il terzo concorrente *post merger* non supera il 5% nel ramo 10 e detiene meno del 7,5% nei rami 3-12-13);

infine, in tali rami le quote di mercato delle parti interessate risultano avere un andamento crescente nell'arco del periodo 2007-2010, con aumenti superiori all'1% per il gruppo UGF nei rami 3 e 10 e al 2% per il gruppo Premafin nei rami 12 e 13.

100. Nei **rami 1, 15 e 18**, si avrà il seguente contesto:

l'entità *post merger* sarà primo operatore con quote comprese tra il 26% - 28%, con Generali secondo soggetto attivo in ciascun mercato;

l'HHI *post merger* sarà compreso tra 1439 e 1600, con un incremento sempre superiore a 337;

infine, in tali rami le quote di mercato delle parti interessate sono crescenti o stabili, ad esempio nei rami 15 e 18 il gruppo Premafin ha incrementato le quote di oltre il 2% (sul periodo 2007-2010).

101. Le evidenze sopra riportate consentono di affermare che l'operazione in esame determinerà la costituzione di una posizione dominante nei rami danni **1, 3, 10, 12, 13, 15, 18.**

102. Relativamente al ramo **10**, il quale rappresenta per raccolta premi, il ramo danni più rilevante in assoluto, circa il 50%, gli effetti della presente operazione sono stati ulteriormente analizzati anche alla luce delle politiche commerciali osservate sul mercato, come nel seguito sintetizzato alla luce dei dati riportati in fatto.

103. Si osservi che la valutazione precedentemente svolta e quella che segue relativamente al ramo 10, è pienamente coerente, diversamente da quanto rilevato da UGF, con la prassi nazionale e comunitaria in materia di

---

[109] Cfr. anche la relazione annuale ISVAP per l'attività svolta nel 2011 dalla quale si evince come la forma più significativa di presenza di gruppi esteri in Italia è attraverso la costituzione di una società controllata da imprese estere e tali realtà pesano per circa il 25%, per il 2011, e per il 24%, per il 2010, sul portafoglio diretto italiano. Questa presenza di gruppi esteri in Italia è pienamente inclusa nei dati ISVAP utilizzati nell'ambito del presente procedimento. I Gruppi esteri possono svolgere attività di assicurazione in Italia attraverso forme di rappresentanza di società con sede all'estero e in libera prestazione di servizi e solo i dati relativi a questa forma di presenza estera in Italia non sono inclusi nei dati ISVAP, non essendo oggetto di obblighi di vigilanza.
Inoltre, in merito ai dati nel seguito utilizzati, si rileva che sono state sottratte dall'accesso ai documenti quelle parti dei dati ISVAP e delle risposte delle imprese di assicurazione contenenti dati economici puntuali aventi carattere strategico e commerciale e per prassi costante protetti da esigenze di riservatezza e UGF ha avuto accesso a tutti i documenti utilizzati per fondare gli effetti restrittivi della concentrazione.

[110] Cfr. gli "*Orientamenti relativi alla valutazione delle concentrazioni orizzontali a norma del regolamento del Consiglio relativo al controllo delle concentrazioni tra imprese*" In GUCE 2004/C 31/03.

concentrazione[111]. Anche gli orientamenti della Commissione europea sulla valutazione delle concentrazioni orizzontali chiariscono che una "*concentrazione che interessa un'impresa la cui quota di mercato dopo la concentrazione rimarrà inferiore al 50% può comunque dare adito a preoccupazioni sotto il profilo della concorrenza a causa di altri fattori, quali la forza e il numero dei concorrenti*….."[112]. E l'analisi economica svolta in fatto e nei paragrafi che seguono evidenzia proprio come, nel caso di specie, vi sia un insieme di fattori che, complessivamente considerato, induca a ritenere come la presente operazionie determini la costituzione della posizione dominante in capo all'entità *post merger* in diversi mercati assicurativi. A ciò si aggiunga che nel caso in esame rilevano anche i legami via Mediobanca con Assicurazioni Generali descritti in fatto.

X.1.1. Valutazioni mercato RCAuto

104. Le analisi condotte sugli elementi strutturali e sulle politiche di prezzo nei servizi assicurativi RCAuto consentono di rilevare:

un contesto pre-operazione caratterizzato da un elevato grado di concentrazione sia in assoluto (considerando l'ambito nazionale), sia in termini più disaggregati (considerando i ventuno capoluoghi), in contesti ove la concentrazione determinerà un incremento particolarmente significativo;

il gruppo UGF e il gruppo Premafin verranno ad essere il primo operatore a livello nazionale con una quota rilevante di quasi il 37%, in un contesto particolarmente asimmetrico, ove il secondo operatore sarà il gruppo Generali con il 16% del mercato, seguito da Allianz con il 12% e da altri operatori ancor più distanziati dotati di meno del 5% del mercato;

il contesto fortemente asimmetrico degli operatori è catturato dall'indice HHI pari a 1.253 prima della concentrazione e pari a 1.886 *post-merger*.

105. A fronte di tale struttura di mercato, l'operazione deve essere valutata anche in relazione alle peculiarità della domanda la quale risulta essere caratterizzata da bassa elasticità al prezzo, scarsa mobilità e notevole fidelizzazione alla compagnia storica (ovvero l'impresa con la quale è stato stipulato il primo contratto RCAuto).

In tale assetto di mercato, lato offerta e lato domanda, le politiche di prezzo analizzate mostrano la evidente capacità dell'operatore dotato di maggior quota di mercato (maggior domanda servita stabile) di fissare premi a livelli elevati, con incentivo, da parte degli altri operatori, a non instaurare politiche concorrenziali bensì di tipo accomodante rispetto al leader o addirittura con premi anche più elevati.

106. Infatti, prima della concentrazione in tutti i capoluoghi si è registrata una elevatissima dispersione dei prezzi (in un intervallo compreso tra il 23% ed il 93%, con una media semplice, anno 2010, pari a circa il 54%) con il primo operatore (gruppo Premafin) che in numerosi contesti, sull'analisi condotta a livello di capoluoghi, fissa il livello di premio più alto o prossimo a quello massimo offerto (tipicamente il premio offerto dal gruppo Generali o dal gruppo Allianz). La stabilità della domanda servita ha consentito all'operatore avente maggior quota di mercato di mantenere elevati premi senza il rischio di condotte aggressive da parte delle altre compagnie, queste ultime incentivate a seguire con strategie accomodanti premi crescenti nel tempo o, come nel caso del gruppo Generali, con politiche di prezzi anche superiori.

107. Il grado di concorrenza, inoltre, come evidenziato dai dati riportati, mostra che solo il gruppo UGF ha cercato, in alcuni ambiti, di erodere una parte di quota di domanda al gruppo Premafin, fissando prezzi inferiori, ciò a dimostrazione della sostituibilità delle polizze tra UGF e Premafin, da un lato, dall'altro, di come le due parti dell'operazione fossero, in un contesto che tipicamente vede il *leader* di mercato dettare le strategie di prezzo seguito da condotte accomodanti delle altre compagnie, le uniche in grado di esprimere una minima pressione concorrenziale sul mercato. Tale contesto ha caratterizzato tutto l'arco temporale analizzato corrispondente al periodo 2007-2010 con un certo cambiamento nel primo trimestre 2011 che ha visto il gruppo UGF iniziare una politica di premi più elevati e quindi più omogenea al primo operatore Premafin.

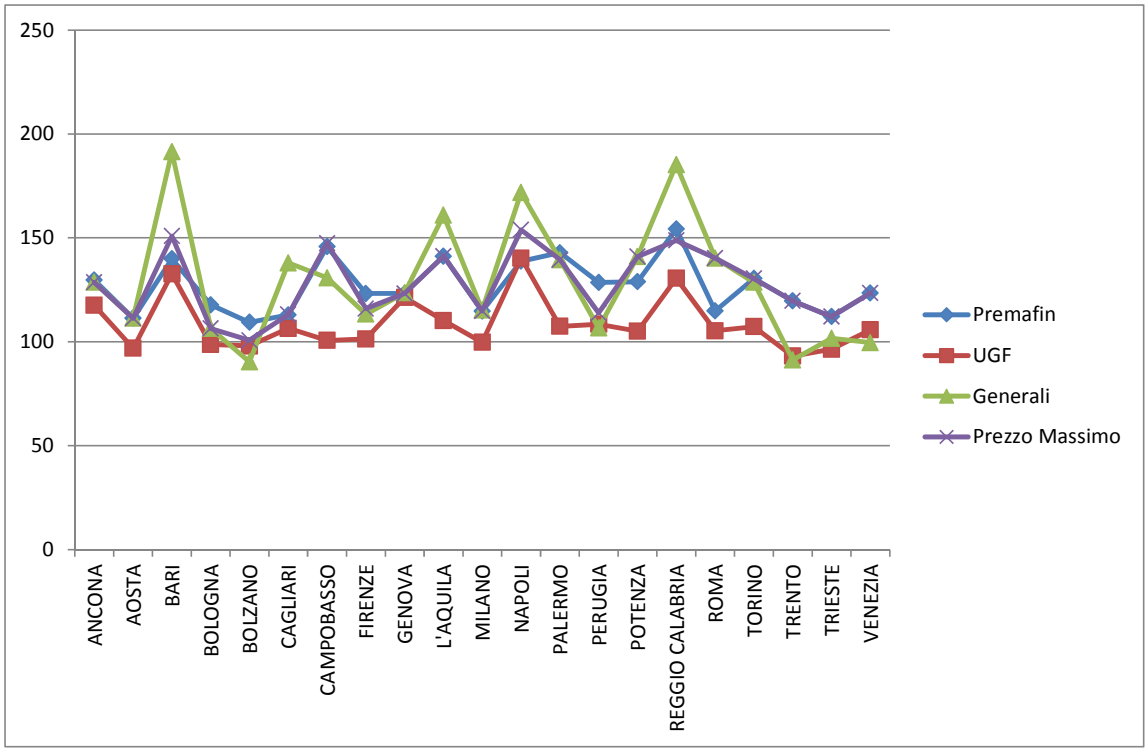
---

111 Il TAR Lazio 10 luglio 2007 n. 6230/07, AGCM/Generali Toro, ha rilevato infatti che " … *vanno condivisi i rilievi sulla peculiare rilevanza dell'onere probatorio in merito alla "capacità" della percentuale del 35 % di costituire una soglia di attenzione per la quale due imprese appiano suscettibili di dar vita a un oligopolio dominante… Ed infatti, se nelle situazioni di dominanza individuale questo limite appare ragionevolmente in grado di esprimere una forte presenza dell'operatore sul mercato, non può dirsi altrettanto nel caso di posizione dominante collettiva, in ragione dell'evidente tratto differenziale costituito della circostanza che in questa fattispecie il livello del 35% è raggiunto da più imprese costituenti entità del tutto distinte; ciò che convince della insufficienza della soglia anzidetta a integrare, di per sé, un attendibile parametro di riferimento*".

112 Cfr. gli Orientamenti della Commissione sulla valutazione delle concentrazioni orizzontali §17. Si evidenzia che proprio nel caso Generali/INA M.1712 la Commissione ha ravvisato ha indicato come soglia critica il 30%.

108. In generale, l'equilibrio *post*-concentrazione risulterà differente rispetto a quello *pre-merger* in quanto i prodotti offerti dal Gruppo Premafin e dal Gruppo UGF saranno venduti da un'unica impresa, che internalizzerà la concorrenza tra essi. Tale internalizzazione permette all'impresa risultante dalla concentrazione di aumentare i prezzi in una misura che dipende dall'elasticità della domanda per tali prodotti. Nel caso della presente concentrazione, essendo il mercato RCAuto caratterizzato da una bassissima elasticità della domanda al prezzo e da una elevata fidelizzazione/ridotta mobilità della domanda, l'entità *post merger* potrà esercitare, su una più ampia domanda generata dalla concentrazione di clienti assicurati e marchi, un potere di mercato in termini di capacità di fissare prezzi alti rispetto alle altre imprese concorrenti. Ciò in un contesto nel quale queste ultime, già prima del *merger*, non adottavano politiche aggressive ma tendevano a seguire le strategie del primo operatore. Il grafico che segue sintetizza l'evoluzione delle politiche commerciali dal 2007 al 2011, con riferimento ai primi tre operatori: il gruppo UGF e il gruppo Premafin (parti dell'operazione), il primo altro operatore gruppo Generali e il livello di premio massimo:

Figura 6: Numeri indice – premi anno 2007/2011



Fonte: Elaborazione AGCM su dati ISVAP

109. Sul punto rilevano, oltre alle analisi riportate in fatto e sintetizzate nel grafico che precede, anche i dati alla base del progetto UGF/Premafin forniti dalle stesse parti. Infatti, in merito alle politiche del gruppo Premafin, la circostanza che "*Nella RCAutoveicoli, il 2011 è stato caratterizzato da stabilità della raccolta (+0,2%) … Grazie ad interventi tariffari, è migliorata la qualità della raccolta e il premio medio è cresciuto dell'8,1%, mentre i sinistri denunciati sono diminuiti del 15,2%*"[113], ciò a dimostrazione della strategia del primo gruppo nazionale di fissare prezzi crescenti nel tempo, senza rischi di pressioni concorrenziali da parte degli altri principali operatori, tra i quali UGF e gruppo Generali.

In merito agli effetti dell'operazione in termini prospettici, sempre il piano di risanamento riporta, con specifico riferimento alle ipotesi sottostanti il piano industriale, che per il "*Totale Auto…la redditività è molto positiva (S/P pari a circa il 72%) anche grazie al contesto di mercato*" e, quanto alle "*Linee guida/Policies/Strategie da attuare*" è prevista la "*Revisione della tariffa in direzione di un maggior livello di segmentazione e profittabilità, principalmente grazie a:*

[113] Cfr. Asseveramento Piano di risanamento Premafin Finanziaria del 16 aprile 2012 (doc. 19, pag. 22).

introduzione manovra tariffaria di inizio 2012, miglior sfruttamento del database di Gruppo, riduzione scontistica e convenzioni"[114].

Inoltre, il "*Progetto Unipol/SAI*", presentato al CdA Unipol il 29/1/2012, prevede, con riferimento al settore Danni (nel quale il ramo RCAuto è, come visto in fatto, il più rilevante in termini di raccolta): *"… uno sviluppo annuale in leggero aumento (+2%) ...*", nonché "*sinergie su prodotti, competenze e allargamento base clientela cross-selling*"[115]. La sintesi dell'impatto della concentrazione emerge chiaramente sulla "*stima dei redditi nuovo gruppo Unipol*" che, relativamente al solo "settore danni", mostra, una evoluzione crescente nei premi emessi da parte della nuova entità (non considerando ipotesi di cessioni), un risultato tecnico positivo e in crescita e un miglioramento nel *combined ratio* (ovvero gli oneri relativi ai sinistri e le spese di gestione rispetto ai premi netti). La tabella che segue sintetizza le ipotesi formulate dalla stessa parte:

Tabella 11 Dati nuova UGF "Obiettivi economici e finanziari - stima preliminare da Linee guida 23 febbraio 2012 – Rami danni (dati in milioni di euro)

Voci di stima rami danni:	2011	2012	2013	2014	2015	CAGR 2011-2015
Premi emessi Unipol	4.000-4.200	4.400-4.600	4.400-4.600	4.400-4.600	4.600-4.800	1-5%
Premi emessi FonSai	7.000-7.200	6.800-7.000	6.800-7.000	7.000-7.200	7.200-7.400	<1%
Combined ratio (al netto cessioni)		90-100%	90-100%	90-100%	90-100%	
Variazione annua risultato tecnico			50-60%	30-40%	40-50 %	

Fonte: elaborazioni AGCM su dati delle parti "Linee guida strategico industriali" - CdA Unipol 23 febbraio 2012 (doc. 3, F.2.18, pag. 50).

110. Inoltre, dal "Progetto Unipol-SAI" del 29 gennaio 2012, è espressamente previsto, con riferimento alla "*stima redditi nuovo gruppo Unipol*" che "*la prima simulazione della redditività del Gruppo risultante dall'integrazione del Gruppo Unipol con il Gruppo Premafin evidenzia un target di risultato che progressivamente potrebbe superare euro 1 miliardo*"[116] con un "risultato ante imposte" che, considerando sia il solo settore rami danni sia gli altri settori, vede un progressivo miglioramento come nel seguito sintetizzato:

Tabella 12 - Simulazione redditività nuova entità (milioni di euro): Risultato ante imposte

SETTORI:	Anno 1 nuova entità	Anno 2 nuova entità	Anno 3 nuova entità
Danni	800-1000	1.000-1.200	1.200-1.400
Vita	200-400	200-400	200-400
Totale con altre attività	1.000-1.200	1.200-1.400	1.600-1.800
Risultato consolidato del periodo	600-800	800-1.000	1.000-1.200

Fonte: Progetto Unipol-SAI del 29 gennaio 2012 – doc. 3, allegato F.5.24, pag. 37

111. L'operazione in esame determinerà pertanto la costituzione di un operatore dotato di una posizione dominante in capo all'entità *post merger*. Infatti, l'effetto più diretto di tale concentrazione sarà il venir meno della concorrenza tra il Gruppo Premafin e il Gruppo UGF, con quest'ultimo come si è detto l'unico che ha cercato di adottare una politica concorrenziale più aggressiva. La concentrazione elimina certamente questo vincolo specifico consentendo all'entità *post merger* di adottare su una domanda più ampia le politiche di premi più alti e crescenti (del Gruppo Premafin, leader di mercato). Anche le altre imprese che non partecipano alla presente concentrazione potranno beneficiare della riduzione della pressione concorrenziale derivante dal *merger*, poiché l'aumento dei prezzi da parte dell'entità *post*

[114] Cfr. Asseveramento Piano di risanamento Premafin Finanziaria del 16 aprile 2012 (doc. 19, pag. 70).

[115] Cfr Progetto Unipol/SAI, 29 gennaio 2012 presentato al CdA Unipol (doc. 3, allegato F.5.24, pag. 34).

[116] Cfr Progetto Unipol/SAI, 29 gennaio 2012 presentato al CdA Unipol, (doc. 3, allegato F.5.24, pag. 37).

merger consentirà anche a queste ultime, che già nel passato dimostravano una scarsa pressione concorrenziale, di considerare redditizio alzare anch'esse i premi.

112. Si noti, che tale effetto restrittivo della concorrenza è ulteriormente rafforzato dal fatto che il primo operatore dietro l'entità *post*-concentrazione sarà il gruppo Generali che, per i legami strutturali e personali sopra descritti, avrà ancor meno incentivi a competere. Infatti, il gruppo UGF, che prima del *merger* non aveva rapporti azionari e personali (diretti o indiretti soprattutto via Mediobanca) con il gruppo Generali, sarà caratterizzato da legami di rilievo che potranno ulteriormente allentare la già debole pressione concorrenziale sul mercato RCAuto.

In questo quadro, vale osservare che il *Chief Financial Officer* di Assicurazioni Generali, in occasione della presentazione dei risultati del Gruppo al 31 marzo 2012, ha rilevato come, a seguito della concentrazione in esame, verosimilmente non vi sarà concorrenza sui prezzi tra il gruppo e l'entità *post merger*[117].

113. L'operazione in esame, pertanto, determinerà la costituzione di un operatore dominante che farà venir meno la concorrenza tra le imprese partecipanti alla concentrazione, in un contesto ove si avrà una sostanziale riduzione della pressione concorrenziale sugli altri concorrenti. Ciò si realizzerà in un mercato caratterizzato dalla specificità della domanda e dai rapporti sopra descritti tra le parti interessate. Inoltre, il realizzarsi degli effetti in termini di aumento dei prezzi sarà ancor più probabile alla luce dei legami, diretti e indiretti, con il primo altro operatore nel mercato RCAuto, ovvero il gruppo Generali.

X.2. Valutazioni mercati vita

114. Nei mercati rami vita il solo ramo ove l'operazione modifica gli assetti concorrenziali appare essere il ramo VI laddove la nuova entità incrementerà le quote detenute che le assicurano la prima posizione con circa il 27% del mercato in termini di premi raccolti, con un incremento dell'indice HHI inferiore a 150 (anno 2010).

Tale posizione, pur non essendo qualificabile come dominante, si inserirà in un contesto caratterizzato da una minor pressione concorrenziale, tra l'altro ove uno dei principali operatori è il gruppo Generali (terzo operatore), avente legami diretti ed indiretti sopra descritti, come tale disincentivato ad adottare politiche aggressive in termini concorrenziali.

X.3. Valutazioni mercati distributivi

115. Nelle 93 province sopra individuate, rilevanti per valutare il contesto competitivo ove inciderà la concentrazione, rileva tener conto del particolare grado di concentrazione registrato a livello provinciale. Infatti, considerando le province ove la quota *post-merger* ramo RCAuto supera il 30% *combined*, l'HHI risulta compreso tra 1.474 e 4.055. In dettaglio, vi sono:

41 province con HHI superiore o uguale a 1.474 e inferiore a 2.000;
46 province con HHI superiore o uguale a 2.000 e inferiore a 3.000;
5 province con HHI superiore o uguale a 3.000 e inferiore a 4.000;
1 provincia con HHI superiore a 4.000.

116. Si osservi, inoltre, che la variazione dell'HHI è sempre superiore a 388 con un massimo di 1.660.

117. Alla luce dei dati relativi alle quote di mercato derivanti dalla concentrazione, nonché del contesto concorrenziale evidenziato dall'HHI e dalla sua variazione, l'operazione in esame comporterà rischi di effetti restrittivi in numerosi ambiti provinciali, precisamente in 93 province sopra specificate con riferimento alla distribuzione rami danni e, in particolare, per le polizze RC Auto.

118. Un ulteriore profilo che comporterà effetti restrittivi derivanti dall'operazione in esame è connesso alla futura rete distributiva che l'entità *post-merger* verrà a detenere e con la quale sarà pertanto in grado di operare a livello locale.

Infatti, i dati riportati nella tabella seguente mostrano: (i) la notevole dimensione della rete agenziale detenuta dal gruppo Premafin e gruppo UGF prima della concentrazione e *post-merger*; (ii) la forte integrazione tra tale rete e la fabbrica prodotto a monte vista l'elevata incidenza degli agenti monomandatari rispetto al resto della rete agenziale. Ne consegue che, *post*-concentrazione la nuova entità potrà operare a livello provinciale con una delle reti più ampie ed articolate, tra l'altro in esclusiva di fatto essendo la gran parte in monomandato. Si osservi che le evidenze fornite con

---

[117] In sede di dibattito a seguito della presentazione dei risultati economici, a fronte di una specifica domanda se la concentrazione Unipol Fonsai sia un'opportunità o una minaccia per il gruppo Generali, il CFO ha chiarito che "….*sicuramente può essere un'opportunità, si riducono i soggetti sul mercato soprattutto… nuovo gruppo sarà molto più orientato a gestire problemi dell'integrazione che il mercato, da un lato e dall'altro, non ci sarà nessuna interesse a fare battaglia sui prezzi*…" (cfr. audio presentazione risultati disponibile sul sito web di Assicurazioni Generali, dichiarazione poi riportata dai mezzi stampa).

riferimento al totale della rete agenziale su tutti i rami danni del gruppo UGF e del gruppo Premafin sono sostanzialmente identici anche considerando la sola rete attiva nel ramo RCAuto.

Tabella 13 Rete agenziale – percentuale sul numero agenti e sui premi raccolti – anni 2009-2011

Gruppo UGF	**2009**	**2010**	**2011**
n. agenti in monomandato sul totale agenti	70-80%	70-80%	70-80%
Valore premi agenti in monomandato sul totale premi raccolti	60-70%	60-70%	60-70%
Gruppo Premafin			
FonSai			
n. agenti in monomandato sul totale agenti	90-100%	90-100%	90-100%
Valore premi agenti in monomandato sul totale premi raccolti	90-100%	90-100%	90-100%
Milano Assicurazioni			
n. agenti in monomandato sul totale agenti	60-70%	60-70%	60-70%
Valore premi agenti in monomandato sul totale premi raccolti	60-70%	70-80%	70-80%

Fonte: dati forniti da Unipol e FonSai (risposte date doc. 116 del 17/5/2012 e doc. 111 del 14/5/2012)

119. Inoltre, come già evidenziato per i mercati produttivi, anche nella fase distributiva le evidenze sottostimano l'impatto della operazione in considerazione degli effetti rispetto agli incentivi a competere tra l'entità *post merger* ed il gruppo Generali. I descritti legami tra il gruppo UGF e il gruppo Premafin da un lato e il gruppo Generali dall'altro incideranno anche a livello di reti di intermediazione con l'effetto di ridurre la già debole aggressività delle politiche commerciali.

X.4. Conclusioni

120. Le analisi sopra riportate portano a ritenere che vi siano diversi mercati nei quali la realizzazione dell'operazione di concentrazione in esame determina la costituzione di una posizione dominante in capo all'entità *post merger* e, quindi, una sostanziale riduzione della concorrenza; si tratta dei seguenti mercati:

mercati produttivi nazionali rami danni: 1, 3, 10, 12, 13, 15, 18;

mercati distributivi provinciali rami danni: 93 province.

121. La concentrazione tra il gruppo UGF e il gruppo Premafin determinerà effetti restrittivi in considerazione del fatto che l'entità *post merger* sarà il principale gruppo assicurativo italiano nei rami danni con una vastissima base di clientela, dimostrata dalla raccolta premi ed una amplissima rete distributiva in Italia, che le conferirà una capacità di raccolta difficilmente eguagliabile, con quasi 7500 agenti.

In particolare, si verrà a creare un operatore che, per quote di mercato, HHI, differenza rispetto al primo altro concorrente, sarà in grado di porre in essere politiche di prezzo indipendenti dai concorrenti e dai consumatori finali. Il mercato ove tali effetti saranno più significativi sarà il ramo produttivo RC Auto, il quale rappresenta, in termini di premi raccolti a livello nazionale, quasi il 50% del totale dei rami danni. Questo stesso ramo è quello che incide maggiormente anche a livello di capacità distributiva delle reti. In tale mercato, la peculiare scarsa mobilità della domanda e l'evoluzione dei premi nel passato consentono di ritenere che l'operazione in esame permetterà alla nuova entità di adottare nel futuro politiche commerciali con premi crescenti senza il rischio di subire pressioni concorrenziali da terzi operatori i quali, viceversa, avranno maggiori incentivi (come evidenziato già nel passato) a seguire la strategia di aumento dei prezzi.

122. Gli effetti in termini di riduzione degli incentivi a competere, connessi alla presente operazione, deriveranno, inoltre, dal fatto che il primo concorrente della nuova entità sarà il gruppo Generali. Tale soggetto avrà ancor meno incentivi a politiche di prezzo aggressive rispetto all'entità *post merger*, in funzione dei legami diretti ed indiretti che, attraverso Mediobanca, verranno ulteriormente estesi per effetto della operazione di concentrazione in esame.

XI. LA PROSPETTAZIONE DEGLI IMPEGNI

123. In data 25 maggio 2012, sono pervenuti gli impegni formali da parte di UGF e Mediobanca per risolvere le criticità concorrenziali della presente operazione e volti a incidere su tre aree critiche:
(a) i legami azionari/partecipativi, diretti e indiretti, tra il gruppo UGF *post merger* e Mediobanca e, tramite questa, Assicurazioni Generali;
(b) i legami connessi ai contratti di finanziamento di Fondiaria Sai/Milano Assicurazioni e Mediobanca;
(c) cessioni di *asset* al fine di ridurre la posizione dell'entità *post merger* sui mercati interessati.

(a) Gli impegni di UGF sui legami azionari/partecipativi, diretti e indiretti, tra il gruppo UGF post merger e Mediobanca (Impegni da A a E di UGF)

124. In primo luogo, UGF si impegna affinché:

■ **Impegno A**: sia **risolto** al più presto, e in ogni caso entro la data di sottoscrizione dell'Aumento di Capitale Premafin, il **patto parasociale** in essere tra **Unicredit e Premafin** avente ad oggetto le azioni di Fondiaria Sai; gli attuali **amministratori di Fondiaria Sai nominati da Unicredit presentino le proprie dimissioni dal consiglio di amministrazione** di FonSai entro la data di sottoscrizione dell'aumento di capitale Premafin;

■ **Impegno B: rinnovare l'impegno,** già esistente in capo a Premafin/FonSai, di **cedere la partecipazione di FonSai** in **Generali** pari circa all'1% a "*persone fisiche e giuridiche che non siano in alcun modo controllate da e/o collegate a, direttamente o indirettamente, Unicredit e/o Premafin, nonché a UGF. UGF si impegna altresì a che detta partecipazione non sia venduta, in tutto o in parte, a Mediobanca, società controllate da quest'ultima e/o soggetti aderenti a patti parasociali relativi alla gestione di Mediobanca, nonché a soggetti che direttamente o indirettamente, siano controllati da, o siano controllanti di, questi ultimi*"; inoltre, fino alla cessione, UGF farà si che Fondiaria Sai si astenga dall'esercitare i diritti di voto inerenti a tale partecipazione;

■ **Impegno C:** UGF si impegna:

(i) **a vendere** – entro il *[omissis]* - **le azioni Mediobanca** detenute "*ad ogni momento da UGF o da società, direttamente o indirettamente, controllate da, o controllanti, o soggette a comune controllo con, UGF….. che siano vincolate all'accordo parasociale stipulato, tra gli altri da Fondiaria Sai in data 25 febbraio 2012 (il "Patto Mediobanca*")". In particolare, "*UGF conferirà mandato ad una o più banche d'affari di primario standing per la ricerca di soggetti interessati ad acquistare in tutto o in parte la Partecipazione Mediobanca …*" ;

(ii) entro *[omissis]* dalla chiusura del presente procedimento a far sì che vengano individuate e attuate le forme tecniche (ivi incluso l'escrow *account*) per **"sterilizzare" i diritti di voto inerenti a tale partecipazione**, attraverso il deposito delle relative azioni presso un *escrow agent* con istruzioni permanenti e irrevocabili di astenersi dal partecipare ad assemblee dei soci di Mediobanca e dall'esercitare i diritti di voto connessi;

(iii) a fare quanto in suo potere affinché nel consiglio di amministrazione e nel collegio sindacale e in ogni altro organo di gestione/amministrazione di Mediobanca non siano nominati soggetti che siano legati a UGF e/o a soggetti collegati da rapporti di lavoro autonomo o subordinato o rapporti di altra natura tali da comprometterne l'indipendenza;

(iv) a non stipulare altri accordi parasociali previsti dall'art. 122 TUF relativi a Mediobanca;

(v) qualora il gruppo UGF detenesse azioni Mediobanca per mere finalità di investimento, comunque, di astenersi dal partecipare alle assemblee dei soci di Mediobanca e dall'esercitare i relativi diritti di voto;

■ **Impegno D:** UGF si impegna a non stipulare accordi parasociali su azioni Fondiaria Sai con Mediobanca e Unicredit, anche in quanto partecipanti al consorzio di garanzia per l'aumento di capitale. Pari impegno è assunto da Finsoe, in qualità di azionista di controllo di UGF, con riferimento alle azioni UGF;

■ **Impegno E**: "*nel consiglio di amministrazione, nel collegio sindacale e in ogni altro organo di gestione/amministrazione di UGF e Fondiaria Sai – quale entità risultante dalla fusione – e di società dalle stesse controllate direttamente o indirettamente, non saranno nominati, quali componenti delle liste di maggioranza, soggetti legati a Mediobanca, Unicredit o Generali da rapporto di lavoro autonomo o subordinato, o da altri rapporti di natura patrimoniale o professionali, tali da comprometterne l'indipendenza*".

(b) Gli impegni di UGF sui legami connessi ai contratti di finanziamento di Fondiaria Sai/Milano Assicurazioni e Mediobanca

125. Sui rapporti di finanziamento in essere con Mediobanca, UGF si impegna:

■ **Impegno F**: nelle modalità di seguito descritte, a ridurre l'attuale debito di Unipol Assicurazioni, Fondiaria Sai e Milano Assicurazioni verso Mediobanca, da un lato, di un importo pari a *[omissis]* milioni di euro, dall'altro, ad azzerare progressivamente tale debito:

(i) nell'arco temporale *[omissis*], UGF ridurrà da *[omissis]* miliardi di euro a *[omissis]* miliardi di euro (quindi per un importo pari a *[omissis]* milioni di euro), l'ammontare totale del debito verso Mediobanca;

(ii) nell'ambito delle cessioni di *asset* di cui all'impegno G, cederà un ulteriore ammontare di *[omissis]*milioni di euro del debito con Mediobanca

(iii) di affidare entro *[omissis]* giorni dalla chiusura del presente procedimento ad un primario *advisor* di gradimento dell'Autorità un mandato per la ricerca di istituti bancari disponibili a concedere alle società debitrici di Mediobanca "*finanziamenti subordinati aventi identiche caratteristiche e condizioni di quelle attualmente in essere con Mediobanca, sino alla concorrenza del Debito Mediobanca*". Tali finanziamenti saranno quindi utilizzati per rimborsare, non appena ottenuti, i debiti in essere. Ciascun istituto non potrà rilasciare finanziamenti per più di *[omissis]*milioni di euro. al fine di evitare una nuova concentrazione di rischi.

(c) Gli impegni di UGF sulla cessione di assets al fine di ridurre la posizione dell'entità post merger

■ **Impegno G**: UGF si impegna a cedere i seguenti *asset*, in una o più *tranches*:

(i) entro *[omissis]* dalla chiusura del procedimento, stipulare i contratti di cessione delle società *[omissis*];

(ii) entro *[omissis]* dalla chiusura del procedimento, stipulare i contratti di cessione di uno più rami di azienda, composti, tra l'altro, dai marchi della società *[omissis]* e, in particolare, *[omissis*], i contratti di assicurazione e di agenzia in essere alla data della cessione, infrastrutture e risorse per garantire l'operatività dei Rami;

(iii) per effetto delle cessioni (i) e (ii), UGF *post merger* scenderà, a livello nazionale, sotto il 30% in ciascun ramo danni e vita e, sulla base dei dati 2011, la predetta cessione comporterebbe la cessione di premi emessi pari a circa *[omissis]* miliardi di euro in totale, di cui *[omissis]* miliardi di euro nei rami danni e, in particolare *[omissis]* milioni di euro nel Ramo RC Auto. In particolare, la dismissione "*sarà effettuata avvalendosi dell'ausilio di un advisor indipendente, di primario standing internazionale, gradito all'Autorità, cui verrà conferito apposito mandato per assistere il Gruppo UGF con particolare riferimento alla consistenza delle attività cedute e alle quote di mercato detenute dal Gruppo UGF a seguito delle Cessioni, dandone tempestiva comunicazione all'Autorità e a UGF. L'oggetto del mandato sarà sottoposto preventivamente al vaglio dell'Autorità. La nomina dell'advisor sarà effettuata entro* [omissis] *dalla data di notifica del provvedimento … dell'Autorità*";

■ **Impegno H**: successivamente alle cessioni di cui sopra, e non appena disponibili i dati di mercato a livello provinciale (dati ANIA con stima dell'incidenza di imprese estere attive in Italia), UGF - per le province in cui la quota di mercato sia ancora superiore, nell'insieme dei rami danni, al 30% - si impegna a "*proporre all'Autorità l'adozione di ulteriori misure*". Inoltre, UGF si impegna a non conferire nuovi mandati di agenzia che incrementino la presenza di UGF nelle province in cui la quota del gruppo *post merger* "*risulti superiore al 30% per un periodo complessivo di* [omissis] *dalla data di notifica del provvedimento di autorizzazione da parte dell'Autorità*".

(d) Gli impegni di Mediobanca

126. Con lettera del 25 maggio 2012, Mediobanca ha presentato i seguenti impegni:

(i) non esercitare alcun diritto amministrativo per tutta la durata del possesso, nonché convenire con l'Autorità i tempi relativi alla dismissione di eventuali partecipazioni azionarie che Mediobanca dovesse acquisire in UGF e/o Fondiaria Sai per effetto dell'esecuzione della presente operazione, ivi incluse le partecipazioni connesse ai consorzi di garanzia e al convertendo di cui al Piano di Risanamento Premafin;

(ii) accettare qualsiasi offerta di rimborso anticipato al valore nominale che pervenga dal debitore con riferimento ai contratti subordinati stipulati con FonSai e Milano Assicurazioni, così come elencati nella stessa comunicazione di Mediobanca;

(iii) non esercitare, per quanto sotto il proprio controllo, la facoltà di conversione dei sopra citati prestiti in titoli *equity*;

(iv) prestare il proprio consenso alla cessione al valore nominale, nell'ambito del piano di dismissioni che UGF dovesse effettuare a seguito degli impegni assunti innanzi all'Autorità, di quote dei suddetti contratti di finanziamento alle imprese autorizzate all'esercizio dell'attività assicurativa che si rendessero acquirenti degli *assets* dismessi;
(v) non indicare, né concorrere in alcun modo alla nomina di un proprio rappresentante nelle liste di maggioranza o minoranza relative agli organi sociali della Nuova Entità;
(vi) non acquistare nel corso dei prossimi *[omissis]* partecipazioni azionarie in Finsoe, UGF e/o altre società facenti parte del Gruppo UGF (ivi inclusa la Nuova Entità). Tale impegno non riguarda la normale operatività di *trading* e le operazioni di copertura.

XII. LE MODIFICHE AGLI IMPEGNI E LE OSSERVAZIONI SUGLI STESSI A SEGUITO DELLE RISULTANZE ISTRUTTORIE

Le modifiche prospettate da UGF

127. A seguito della comunicazione delle risultanze istruttorie, UGF, al fine di venire incontro alle criticità ivi manifestate sulla idoneità degli impegni a superare le criticità concorrenziali dell'operazione e comunque ritenendo che l'attuazione degli impegni non possa essere anticipata rispetto all'acquisto del controllo di UGF su Premafin, ha prospettato le seguenti modifiche[118]:

Modifica impegno C (relativo alla partecipazione detenuta in Mediobanca) con riferimento alla tempistica entro la quale effettuare la sterilizzazione dell'attuale partecipazione di Fonsai in Mediobanca. Anziché in *[omissis]* dalla conclusione del presente procedimento, UGF propone il diverso termine di "[omissis], *della sottoscrizione da parte di UGF dell'aumento di capitale Premafin, vengano individuate e attuate le forme tecniche (ivi incluso l'escrow account) per sterilizzare i diritti di voto derivanti dalla Partecipazione Mediobanca …*"[119]. Il motivo dell'individuazione di tale termine di decorrenza dalla sottoscrizione dell'aumento di capitale risiederebbe nella circostanza che tale momento segnerebbe l'acquisto del controllo da parte di UGF su Premafin e, così facendo, "*la misura prenderebbe rapido avvio solamente nel momento in cui si realizza l'Operazione, ferma restando la tempistica per la cessione definitiva della partecipazione Mediobanca di cui agli impegni*"[120];

Modifica impegno C sulle modalità con le quali effettuare la sterilizzazione della partecipazione di cui sopra. Diversamente dalla versione iniziale degli impegni, UGF sottoporrà "*all'approvazione dell'Autorità i nominativi dei soggetti che saranno incaricati della cessione e della sterilizzazione della partecipazione*" [121];

Modifica impegno F sulla tempistica entro la quale attuare la riduzione del rapporto di indebitamento in essere verso Mediobanca. UGF si impegna – anziché in *[omissis]* dalla conclusione del presente procedimento – a "*conferire, entro* [omissis] *lavorativi dalla sottoscrizione da parte di UGF dell'aumento di capitale Premafin, ad un primario advisor finanziario gradito all'Autorità, un mandato per la ricerca di istituti bancari di primario standing…*"[122]. Inoltre, UGF effettuerà quanto in suo potere per rinegoziare gli obblighi informativi in favore di Mediobanca sullo scambio di informazioni sensibili.

128. Con riferimento all'impegno relativo alle cessioni di *asset*, UGF, anche nella versione modificata degli impegni, parimenti a quella originaria, ha affermato che effettuerà tali cessioni in modo tale da garantire che l'entità *post-merger* scenda "*a livello nazionale, sotto il 30% in ciascun ramo danni e vita*" e, una volta effettuate queste cessioni, per le "*province in cui la quota del Gruppo Unipol Ramo Danni sia ancora superiore a 30%.... UGF si impegna a proporre all'Autorità l'adozione di ulteriori misure, concretamente realizzabili, tali da consentire la riduzione delle predette quote di mercato al di sotto della soglia del 30%, ovvero della maggiore quota percentuale detenuta dal Gruppo Unipol o dal Gruppo Fondiaria Sai prima dell'operazione di concentrazione*"[123]. Inoltre, UGF farà si che l'advisor invierà relazioni trimestrali sullo stato di avanzamento delle cessioni.

129. In ordine ai rilievi formulati nella comunicazione delle risultanze istruttorie in ordine alla circostanza che tali cessioni siano fondate sui dati ISVAP e che la riduzione delle quote di mercato al 30% a livello nazionale e provinciale

---

[118] Cfr. doc 188.
[119] Doc. 188.
[120] Doc. 179, Memoria conclusiva UGF, pg. 62.
[121] Doc. 179, Memoria conclusiva UGF, pg. 62 e doc 188.
[122] Doc. 179, Memoria conclusiva UGF, e doc 188.
[123] Doc. 188.

sia garantita nell'ambito di un quadro unitario di cessioni e non distinte in due impegni diversi per tempi e modalità di attuazione, UGF ha manifestato le seguenti criticità:

(i) le cessioni dovrebbero essere calcolate sulla base dei dati ANIA anziché sui dati ISVAP, per i motivi già esposti in ordine alla maggiore completezza dei dati ANIA con riferimento all'inclusione delle imprese estere (presenti in Italia mediante una mera rappresentanza o in libera prestazione di servizi) e ciò sia con riferimento alle quote di mercato nazionali che provinciali;

(ii) il raggiungimento della quota del 30% a livello provinciale già in una prima fase di cessioni sarebbe "*in contraddizione con un principio costantemente affermato durante l'istruttoria, relativo all'identificabilità del perimetro oggetto di cessione. E' infatti evidente che per giungere a detenere a livello di singola provincia una quota di mercato non superiore al 30% (o alla maggiore quota detenuta singolarmente da delle Parti pre-merger), UGF sarà costretta a selezionare* [omissis]. *Ciò renderà difficilmente realizzabile la cessione ed estremamente complessa la verifica della stessa. In subordine, qualora l'Autorità intendesse comunque confermare nel provvedimento finale la rilevanza dei soli dati ISVAP, tanto a livello nazionale quanto a livello locale, UGF ritiene quantomeno opportuno che la soglia del 30% debba essere adeguatamente alzata, nell'ordine di almeno 4 punti percentuali, al fine di considerare l'apporto concorrenziale – sostanzialmente incontestabile – dell'attività svolta in Italia delle imprese UE …*"[124].

Le modifiche prospettate da Mediobanca

130. A seguito dell'invio della comunicazione delle risultanze istruttorie, Mediobanca ha prospettato un termine massimo per la cessione delle partecipazione in UGF e FonSai (*post*-aumenti di capitale) individuandolo in *[omissis]* dall'entrata in possesso. Inoltre, con riferimento alla specificazione, indicata nella comunicazione delle risultanze istruttorie, che Mediobanca potrebbe acquistare partecipazioni in Finsoe, UGF e/o altra società del gruppo UGF dopo la scadenza di *[omissis*], nei limiti in cui "*non permangano il controllo di fatto di Mediobanca su Generali o comunque legami significativi*", Mediobanca ha osservato che quest'ultima locuzione *"legami significativi"* potrebbe "*generare incertezza circa l'effettivo contenuto dell'impegno e sulla sua esecuzione in capo al socio…*"[125], pertanto ritiene che tale legame non debba giustificare il divieto di acquisto.

La posizione espressa da Fondiaria Sai sugli impegni

131. Fondiaria Sai, pur manifestando "*tutta la propria collaborazione all'attività istituzionale di Codesta Autorità*" per agevolare la "*positiva conclusione degli accertamenti istruttori*" ha evidenziato che le "*misure presentate da Unipol Gruppo Finanziario S.p.A….. non sono state preventivamente discusse né tantomeno condivise con la scrivente e/o con la controllata Milano Assicurazioni*" né FonSai conosce l'integrale contenuto degli stessi. In questo contesto, secondo FonSai, "*le eventuali dismissioni (e le attività propedeutiche) non potrebbero certo essere avviate prima del passaggio di controllo …*", ciò in quanto "*ogni eventuale impegno troverebbe la propria motivazione nell'interesse a perseguire l'integrazione*"[126].

La posizione di Sator e Palladio sugli impegni

132. Nella memoria conclusiva[127], Sator e Palladio hanno espresso criticità sugli impegni presentati da UGF in data 28 maggio 2012, in quanto gli stessi avrebbero contenuto indeterminato e non sarebbero di fatto eseguibili. Tali impegni non sarebbero pertanto in alcun modo idonei a superare gli effetti restrittivi della presente operazione e sarebbero la premessa per future richieste di riesame.

XIII. LA VALUTAZIONE DELLE MISURE DA PRESCRIVERE

Le misure da prescrivere a UGF

133. Le misure da prescrivere a UGF, anche alla luce delle modifiche successive alla comunicazione delle risultanze istruttorie, sono raggruppabili, in funzione dell'oggetto, in tre tipologie: (i) misure aventi ad oggetto i legami azionari tra la nuova entità e Mediobanca; (ii) misure aventi ad oggetto i legami finanziari tra la nuova entità e Mediobanca; (iii) misure aventi ad oggetto la cessione di *asset*.

---

[124] Doc. 179, memoria conclusiva pg. 65-66.

[125] Memoria e impegni Mediobanca, doc. 177, versione accessibile.

[126] Memoria Fondiaria Sai doc. 176.

[127] Memoria Sator e Palladio doc. 178.

(i) Misure relative ai legami azionari

134. Con riferimento agli impegni di UGF, volti a ridurre i legami azionari che l'entità *post merger* avrà con Mediobanca, si rileva che gli stessi, prevedono la dismissione della partecipazione in Mediobanca detenuta dal Gruppo Fondiaria Sai - per un ammontare complessivo pari a 3,83% del capitale sociale e 9,10% su azioni vincolate - e, nelle more della dismissione, l'adozione di misure di sterilizzazione di tutti i diritti in modo permanente ed irrevocabile (Impegno C).

135. In particolare, si osserva che UGF, entro il *[omissis*], provvederà alla cessione del pacchetto azionario conferendo un mandato alla vendita ad una o più banche d'affari di primario *standing* gradite all'Autorità. Tale mandato sarà conferito entro *[omissis]* dalla data di notifica del provvedimento di chiusura istruttoria dell'Autorità.

Inoltre, nelle more della dismissione, UGF provvederà a conferire l'intero pacchetto azionario detenuto in Mediobanca in un *escrow account* presso un *escrow agent* gradito all'Autorità. Il contratto sarà stipulato, alla luce delle modifiche apportate agli impegni, entro *[omissis]* lavorativi dalla sottoscrizione da parte di UGF dell'aumento di capitale Premafin e prevederà istruzioni permanenti e irrevocabili ad astenersi dal (i) partecipare alle assemblee Mediobanca e (ii) dall'esercitare diritti di voto nelle adunanze assembleari.

136. L'insieme di tali impegni garantiranno, pertanto, con procedure adeguate, il superamento dei legami azionari tra UGF e Mediobanca. Tuttavia, la tempistica che garantisce la sterilizzazione, attraverso il conferimento all'escrow *account* della partecipazione in Mediobanca è correlata ad una fase successiva la cui tempistica non risulta ad oggi definita.

Inoltre, rileva osservare che tale legame partecipativo deriva dal pacchetto azionario allo stato detenuto da FonSai e Milano in Mediobanca e, pertanto, l'impegno assunto da UGF non risulta idoneo a rimuovere le criticità concorrenziali in quanto, onde garantire la sua tempestiva effettività ed efficacia, dovrebbe gravare anche su FonSai e Milano. Inoltre, gli impegni non assicurano l'immediata sterilizzazione del pacchetto azionario sopra definito nelle more del completamento della sottoscrizione degli aumenti di capitale e dei successivi rinnovi degli organi sociali.

137. Con riferimento agli altri impegni comportamentali concernenti la partecipazione in Mediobanca (impegno C(iii)), essi appaiono idonei a ridurre ulteriormente i rischi di ingerenza nella *governance* di Mediobanca da parte dell'entità *post-merger*.

138. Sugli impegni di UGF riguardanti i legami partecipativi del gruppo *post-merger*, in particolare si rileva che: l'impegno di UGF allo scioglimento del patto Premafin/Unicredit sulle azioni Fondiaria Sai e alle dimissioni dei rappresentanti di Unicredit in detta Società (impegno A), l'impegno di Finsoe/UGF a non stipulare accordi di carattere parasociale con Mediobanca o Unicredit (impegno D) e l'impegno sulla nomina degli organi di *governance* del nuovo gruppo (impegno E) sono valutabili positivamente in quanto rafforzativi dell'impegno strutturale sopra richiamato relativo alla cessione del pacchetto azionario in Mediobanca. Tuttavia, con riferimento all'impegno A sul patto parasociale Premafin/Unicredit e sui rappresentanti di Unicredit in FonSai, l'efficacia di tale impegno richiede una tempistica definita che non ecceda la data del 31 dicembre 2012.

139. Inoltre, la cessione delle azioni Generali in possesso di FonSai è idonea a rimuovere i legami diretti con Generali nella misura in cui la dismissione sia realizzata entro e non oltre il *[omissis]* facendo gravare l'impegno di UGF anche su Fondiaria Sai (impegno B).

(ii) Misure relative ai legami finanziari

140. Sui legami finanziari tra l'entità *post merger* e Mediobanca, anche considerando l'insieme degli impegni prospettati, si ritiene che l'impegno di UGF in questione sia idoneo, in termini di importo oggetto di rimborso, a recidere significativamente i legami di finanziamento in essere con Mediobanca.

141. In particolare, la previsione di ridurre, entro il piano industriale *[omissis*], l'indebitamento di Unipol Assicurazioni S.p.A., Fondiaria Sai e Milano Assicurazioni nonché della entità *post merger* verso Mediobanca per un ammontare di *[omissis]* milioni di euro e di cedere un ammontare ulteriore di *[omissis]* milioni di euro nell'ambito della dismissione degli *asset* ([*omissis*]) di cui al successivo punto, risulta per la tempistica e l'entità, idoneo ad allentare significativamente i vincoli con Mediobanca.

142. Tuttavia, la tempistica prevista per l'affidamento all'advisor del mandato per la ricerca di istituti bancari di primario *standing* disponibili a finanziare Unipol e a Fonsai finanziamenti, essendo fissata entro *[omissis]* giorni lavorativi dalla sottoscrizione dell'aumento di capitale Premafin da parte di UGF e correlata a finanziamenti subordinati con identiche caratteristiche a quelli attualmente esistenti con Mediobanca, non garantisce l'immediata efficacia degli impegni. Si rileva inoltre che l'impegno risulta efficace nella misura in cui la nomina dell'advisor avvenga entro una

data certa, vale a dire entro *[omissis]* dalla notifica del presente provvedimento e consenta di pervenire al superamento dei legami finanziari entro un arco di tempo ragionevole. L'impegno presentato da UGF sarebbe privo di effetto utile nel rimuovere i legami finanziari, laddove la misura riguardante la sostituzione dei finanziamenti subordinati aventi identiche caratteristiche e condizioni a quelli attualmente in essere non prevedesse *report* periodici semestrali, predisposti dall'advisor, all'Autorità sull'andamento dell'attività di ricerca di finanziamenti alternativi. Ciò al fine di consentire di verificare se tali caratteristiche assicurino l'efficacia della misura in un lasso temporale congruo.
Gli attuali impegni, inoltre, non garantiscono che Mediobanca, fintantoché mantenga la qualifica di creditore, non acquisisca informazioni di natura strategico commerciale ultronee a quelle strettamente necessarie per la tutela delle proprie ragioni creditorie.

(iii) Misure relative alla cessione di asset

143. Sulla cessione di *asset*, si rileva che:

la tempistica dell'impegno è adeguata essendo fissata in *[omissis]* dalla data di notifica del provvedimento dell'Autorità;

l'oggetto di cessione è determinato in un *asset* definito il cui contenuto è individuato nelle compagnie *[omissis]* nonché in rami d'azienda composti da *[omissis*], contratti, premi complessivi per un ammontare pari a euro *[omissis]* miliardi di euro (di cui *[omissis]* miliardi di euro nei rami danni e *[omissis]* milioni di premi nel solo ramo RCAuto) tali da ridurre la quota di mercato dell'entità *post-merger* – a livello nazionale e provinciale – al 30% in ciascun ramo danni e vita ovvero, laddove la quota UGF fosse già superiore a tale percentuale, sino a cedere l'intera quota di mercato derivante dalla presente operazione;

la modalità di cessione prevede la nomina di un *advisor*, entro *[omissis]* dalla data di notifica del provvedimento dell'Autorità, che dovrà ricevere il gradimento dell'Autorità anche in relazione al contenuto del mandato da espletare per conto di UGF.

144. Al fine della valutazione di tali impegni, rilevano alcuni profili essenziali.
In particolare, al fine di assicurare la piena efficacia degli impegni, l'individuazione dell'oggetto della cessione deve essere puntualmente definito sulla base di dati forniti dall'Autorità di vigilanza del settore, così come utilizzati nel corso del procedimento. Risulta, inoltre, essenziale la preventiva valutazione da parte dell'Autorità dell'effettiva composizione dell'entità e del contenuto dell'asset da cedere. A tal fine, l'advisor dovrà predisporre relazioni dettagliate da trasmettere periodicamente all'Autorità. In particolare, l'advisor dovrà sottoporre all'Autorità, con cadenza trimestrale sino alla piena efficacia della cessione degli *asset*, relazioni dettagliate che rappresentino lo stato di avanzamento delle attività svolte e aventi ad oggetto gli *asset* da cedere, riguardanti in particolare la rete agenziale (con specificazione se si tratta di agenti mono o plurimandatari), nonché la consistenza dei premi e di tutte le infrastrutture individuate, con dettaglio provinciale e nazionale. Prima della stipulazione dei contratti di cessione, l'advisor sottoporrà un ultimo rapporto dettagliato all'Autorità, al fine di ottenerne una valutazione definitiva.
Inoltre, fermo restando l'ammontare complessivo dei premi da cedere nella misura individuata da UGF negli impegni, affinché le cessioni possano essere idonee a eliminare gli effetti strutturali rilevati, le stesse dovranno comunque assicurare - nella tempistica di *[omissis]* – la riduzione delle quote di mercato (come precedentemente individuate), non solo a livello nazionale ma anche provinciale, in misura tale da non superare il 30% (quota da individuarsi sulla base dei dati ISVAP), o per la parte incrementale dovuta alla concentrazione se tale limite fosse già superato prima dell'operazione.
Inoltre, dal momento che parte degli *asset* che saranno oggetto di cessione sono, allo stato, di proprietà di FonSai e/o Milano, al fine di garantire l'effettività e l'efficacia dell'impegno, lo stesso dovrà gravare anche su FonSai e Milano.

Le misure da prescrivere a Mediobanca

145. Mediobanca si è impegnata sui seguenti profili:
(i) non esercitare alcun diritto amministrativo per tutta la durata del possesso, nonché a cedere, in tempi da definire con l'Autorità, le eventuali partecipazioni azionarie che Mediobanca dovesse acquisire in UGF e/o Fondiaria Sai per effetto della presente operazione, ivi inclusa la partecipazione connessa al convertendo di cui al Piano di Risanamento Premafin;
(ii) accettare qualsiasi offerta di rimborso anticipato nonché cessione di quote dei contratti di finanziamento nella misura individuata da UGF, al valore nominale che pervenga dal debitore con riferimento ai contratti subordinati stipulati con FonSai e Milano Assicurazioni;

(iii) non esercitare la facoltà di conversione dei sopra citati prestiti in titoli *equity*;
(iv) non partecipare alla *governance* del gruppo *post-merger* vale a dire non indicare, né concorrere in alcun modo alla nomina di un proprio rappresentante nelle liste di maggioranza o minoranza relative agli organi sociali della nuova entità;
(v) non acquistare nel corso dei prossimi *[omissis]* partecipazioni azionarie in Finsoe, UGF e/o altre società facenti parte del Gruppo UGF (ivi inclusa la Nuova Entità).
146. Quanto alla riduzione dei crediti vantati, si rileva che tale impegno incide sull'entità dei finanziamenti in essere sia per l'ammontare previsto, sia per tempistica e modalità. Infatti, Mediobanca si impegna a dare il proprio consenso a qualsiasi rimborso anticipato dei finanziamenti verso il gruppo Premafin/FonSai, nonché a prestare il consenso alla cessione delle quote dei contratti di finanziamento nelle misura prevista da UGF in favore dei soggetti che risulteranno acquirenti degli *asset* oggetto di cessione. Relativamente alla gestione di tali rapporti di finanziamento risulta, tuttavia, necessario garantire che Mediobanca non acquisisca informazioni di natura strategico-commerciale ultronee a quelle strettamente necessarie per la tutela del proprio credito. Di talché, Mediobanca dovrà astenersi dal richiedere tale tipologia di informazioni.
147. Con riferimento all'impegno a cedere eventuali partecipazioni nella futura entità *post merger* e comunque, nelle more, a non esercitare diritti di voto, esso può ritenersi efficace nella misura in cui la tempistica per la cessione sia fissata in un breve arco temporale, comunque complessivamente non superiore a *[omissis]* dall'eventuale entrata in possesso e con modalità che ne assicurino la definitiva cessione.
148. In merito alla rinuncia a partecipare alla *governance* della nuova entità *post merger* e alla rinuncia al diritto di conversione del debito in azioni, si rileva che esso assicura che Mediobanca non parteciperà alla *governance* e che saranno diluiti i legami finanziari ad oggi esistenti, così garantendo il superamento delle criticità concorrenziali derivanti dalla concentrazione in esame.
Quanto ai legami azionari, l'impegno a non acquistare partecipazioni azionarie in Finsoe, UGF e/o altre società del Gruppo UGF, può ritenersi efficace ed effettivo nella misura in cui, al termine della tempistica individuata dalla stessa Mediobanca in *[omissis*], non permanga il controllo di fatto di Mediobanca su Generali.

RITENUTO che, sulla base degli elementi emersi nell'istruttoria, l'operazione in esame è suscettibile di essere vietata ai sensi dell'art. 6, commi 1 e 2, della legge n. 287/90 e che le misure prescritte col presente provvedimento, ove effettivamente attuate, sono idonee ad eliminare gli effetti pregiudizievoli della concorrenza nei mercati sopra individuati;

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

DELIBERA

di autorizzare l'operazione di concentrazione consistente nell'acquisto del controllo da parte di Unipol Gruppo Finanziario S.p.A. del Gruppo Premafin/Fondiaria Sai e, in particolare, delle società Premafin Finanziaria S.p.A., Fondiaria Sai S.p.A. e Milano Assicurazioni S.p.A., prescrivendo, ai sensi dell'articolo 6, comma 2, della legge n. 287/90, le seguenti misure:

a) Unipol Gruppo Finanziario S.p.A. risolva entro la data di sottoscrizione dell'Aumento di Capitale Premafin e comunque non oltre il 31 dicembre 2012 il patto parasociale in essere tra Unicredit e Premafin avente ad oggetto le azioni di Fondiaria Sai S.p.A. e adotti le iniziative necessarie affinché gli attuali amministratori di Fondiaria Sai S.p.A. nominati da Unicredit presentino le proprie dimissioni dal consiglio di amministrazione di Fondiaria Sai S.p.A. entro la data di sottoscrizione dell'aumento di capitale Premafin e comunque non oltre il 31 dicembre 2012;

b) Unipol Gruppo Finanziario S.p.A. e Fondiaria Sai S.p.A. cedano, entro e non oltre il *[omissis*], l'intera partecipazione di Fondiaria Sai S.p.A. in Assicurazioni Generali S.p.A., pari circa all'1%, a persone fisiche e giuridiche che non siano in alcun modo controllate da e/o collegate a, direttamente o indirettamente, Unipol Gruppo Finanziario, Premafin, Fondiaria Sai, Milano Assicurazioni, Unicredit e Mediobanca, nonché a società controllate da quest'ultima e/o soggetti aderenti a patti parasociali relativi alla gestione di Mediobanca; inoltre, fino alla cessione, Unipol Gruppo

Finanziario S.p.A. e Fondiaria Sai S.p.A. si asterranno dall'esercizio di qualunque diritto amministrativo, ivi compresi i diritti di voto, inerenti a tale partecipazione;

c) Unipol Gruppo Finanziario S.p.A. ceda, entro e non oltre il *[omissis*], l'intero pacchetto azionario allo stato detenuto dal gruppo Premafin/Fondiaria Sai, anche attraverso Fondiaria Sai S.p.A. e Milano Assicurazioni S.p.A., in Mediobanca S.p.A.. Tale cessione dovrà avvenire nella seguente modalità e garantire quanto segue:
(i) Unipol Gruppo Finanziario S.p.A. e Fondiaria Sai S.p.A., e Milano Assicurazioni S.p.A. dovranno, entro *[omissis]* dalla data di notifica del presente provvedimento, conferire mandato ad una o più banche d'affari di primario *standing*, gradite all'Autorità, per la ricerca di soggetti interessati ad acquistare la suddetta partecipazione in Mediobanca;
(ii) Unipol Gruppo Finanziario S.p.A., Fondiaria Sai S.p.A. e Milano Assicurazioni S.p.A. dovranno, entro *[omissis]* dalla notifica del presente procedimento, individuare un fiduciario gradito all'Autorità (*escrow agent*) ed entro i *[omissis]* successivi, depositare le suddette azioni Mediobanca sottoscrivendo un contratto di deposito fiduciario vincolato (*escrow account),* con istruzioni permanenti e irrevocabili di astenersi dal partecipare ad assemblee Mediobanca e dall'esercitare i diritti di voto connessi. Fondiaria Sai S.p.A. e Milano Assicurazioni S.p.A. dovranno, nella fase precedente il deposito delle suddette azioni, astenersi dall'esercitare qualunque diritto amministrativo, ivi compresi i diritti di voto e astenersi dal partecipare in qualunque forma alla *governance* di Mediobanca;
(iii) Unipol Gruppo Finanziario S.p.A., Fondiaria Sai S.p.A. e Milano Assicurazioni S.p.A. adottino le iniziative necessarie affinché gli attuali amministratori di Mediobanca nominati o comunque aventi legami diretti o indiretti con tali società presentino le proprie dimissioni dal consiglio di amministrazione;
(iv) Unipol Gruppo Finanziario S.p.A. adotti le iniziative necessarie affinché sia garantito che nel consiglio di amministrazione e nel collegio sindacale e in ogni altro organo di gestione/amministrazione di Mediobanca non siano nominati soggetti che siano, direttamente o indirettamente, ad essa legati, da rapporti di lavoro autonomo o subordinato o da rapporti di altra natura;
(v) Unipol Gruppo Finanziario S.p.A., direttamente o indirettamente, non stipuli alcun accordo parasociale aventi ad oggetto Mediobanca S.p.A. o azioni Mediobanca S.p.A.;
(vi) Unipol Gruppo Finanziario S.p.A. non detenga azioni Mediobanca e comunque, nell'eventualità che le dovesse detenere a meri fini di investimento finanziario, non eserciti alcun diritto amministrativo, ivi inclusi i diritti di voto;

d) Unipol Gruppo Finanziario S.p.A. non stipuli alcun accordo parasociale su azioni Fondiaria Sai S.p.A. con Mediobanca S.p.A. e Unicredit S.p.A. e Finsoe S.p.A., in qualità di controllante di Unipol Gruppo Finanziario S.p.A., non stipuli accordi parasociali su azioni di quest'ultima con Mediobanca S.p.A. e Unicredit S.p.A;

e) Unipol Gruppo Finanziario assicuri che nel consiglio di amministrazione, nel collegio sindacale e in ogni altro organo di gestione/amministrazione delle società del Gruppo *post merger* non saranno nominati soggetti legati, direttamente o indirettamente a Mediobanca, Unicredit o Generali da rapporto di lavoro autonomo o subordinato, o da rapporti di altra natura;

f) Unipol Gruppo Finanziario S.p.A. riduca l'attuale debito di Unipol Assicurazioni S.p.A., Fondiaria Sai S.p.A. e Milano Assicurazioni S.p.A. verso Mediobanca S.p.A., per un importo pari a *[omissis]* milioni di euro, e azzeri progressivamente tale debito, secondo le seguenti modalità:
(i) nell'arco temporale *[omissis*], Unipol Assicurazioni S.p.A., Fondiaria Sai S.p.A. e Milano Assicurazioni S.p.A. ridurranno, da *[omissis]* miliardi a *[omissis]* miliardi di euro (quindi per un importo pari a *[omissis]* milioni di euro), l'ammontare totale del debito verso Mediobanca S.p.A.;
(ii) nell'ambito delle cessioni di *asset* Unipol Gruppo Finanziario S.p.A., Fondiaria Sai S.p.A. e Milano Assicurazioni S.p.A. cedano un ulteriore ammontare di *[omissis]* milioni di euro del debito con Mediobanca S.p.A.;
(iii) Unipol Gruppo Finanziario S.p.A., Fondiaria Sai S.p.A. e Milano Assicurazioni S.p.A. affidino, entro *[omissis]* dalla chiusura del presente procedimento ad un primario *advisor* di gradimento dell'Autorità un mandato per la ricerca di istituti bancari disponibili a cedere alle società debitrici di Mediobanca finanziamenti subordinati aventi identiche caratteristiche e condizioni di quelle attualmente in essere con Mediobanca, sino alla concorrenza dell'intero debito verso Mediobanca. Unipol Gruppo Finanziario S.p.A., Fondiaria Sai S.p.A. e Milano Assicurazioni S.p.A. dovranno, per rimuovere i suddetti legami finanziari, far pervenire *report* periodici semestrali, predisposti dall'advisor, all'Autorità

sull'andamento dell'attività di ricerca di finanziamenti alternativi, al fine di consentire di verificare se le caratteristiche previste assicurino l'efficacia della misura in un lasso temporale congruo;
(iv) Unipol Gruppo Finanziario S.p.A., Fondiaria Sai S.p.A. e Milano Assicurazioni S.p.A. dovranno adottare idonee modalità affinché sia garantito che Mediobanca non acquisisca informazioni di natura strategico commerciale ultronee a quelle strettamente necessarie per la tutela del proprio credito;

g) Unipol Gruppo Finanziario S.p.A. ceda i seguenti *asset* con le descritte modalità e tempistica:
(i) entro *[omissis]* dalla chiusura del procedimento, stipuli i contratti di cessione delle società *[omissis*];
(ii) entro *[omissis]* dalla chiusura del procedimento, stipuli i contratti di cessione di uno più rami di azienda, composti, tra l'altro, dai marchi *[omissis*], dai contratti di assicurazione e di agenzia in essere alla data della cessione, dalle infrastrutture e dalle risorse necessarie a garantire l'operatività dei suddetti rami;
(iii) il gruppo Unipol Gruppo Finanziario *post-merger* dovrà ridurre, per effetto di tali cessioni, le proprie quote di mercato sotto il 30% a livello nazionale e provinciale (o garantire la cessione dell'intera quota acquisita per effetto di tale operazione se la quota del 30% fosse già detenuta prima della concentrazione) in ciascun ramo danni e vita, sulla base dei dati fonte ISVAP; la cessione dovrà comunque garantire la cessione di premi emessi per un ammontare non inferiore a *[omissis]* miliardi di euro, di cui *[omissis]* miliardi di euro nei rami danni e in particolare *[omissis]* milioni di euro nel Ramo RC Auto;
(iv) le cessioni dovranno essere effettuate con il ricorso ad un *advisor* indipendente, di primario standing internazionale, gradito all'Autorità, cui dovrà essere conferito apposito mandato, da parte di Unipol Gruppo Finanziario S.p.A., Fondiaria Sai S.p.A. e Milano Assicurazioni S.p.A., per individuare e garantire la consistenza delle attività da cedere e assicurare che sia preservato il valore di tali *asset* sino alla cessione nonché procedere alla individuazione dei soggetti terzi acquirenti rispetto alle parti della presente operazione. L'oggetto del mandato dovrà essere sottoposto preventivamente al vaglio dell'Autorità e la nomina dovrà essere effettuata entro *[omissis]* dalla data di notifica del presente provvedimento. L'advisor dovrà sottoporre all'Autorità, con cadenza trimestrale sino alla piena efficacia della cessione degli *asset*, relazioni dettagliate che rappresentino lo stato di avanzamento delle attività svolte e aventi ad oggetto gli *asset* da cedere, riguardanti in particolare la rete agenziale, la consistenza dei premi e di tutte le risorse umane, materiali e immateriali individuate (con dettaglio provinciale e nazionale). Prima della stipulazione dei contratti di cessione, l'advisor sottoporrà un ultimo rapporto dettagliato all'Autorità, al fine di ottenerne una valutazione definitiva;

h) Mediobanca S.p.A. dovrà:
(i) cedere tutte le eventuali partecipazioni azionarie che dovesse acquisire in Unipol Gruppo Finanziario S.p.A. e/o Fondiaria Sai S.p.A. e/o nell'entità derivante dalla presente operazione entro *[omissis]* dall'entrata in possesso;
(ii) fino alle cessioni di cui al punto precedente, non esercitare alcun diritto amministrativo per tutta la durata del possesso delle medesime azioni;
(iii) accettare qualsiasi offerta di rimborso anticipato nonché cessione di quote dei contratti di finanziamento nella misura individuata da Unipol Gruppo Finanziario S.p.A., al valore nominale che pervenga dal debitore con riferimento ai contratti subordinati stipulati con FonSai e Milano Assicurazioni;
(iv) astenersi, fintantoché mantenga la propria posizione di soggetto creditore, dal richiedere, a Unipol Assicurazioni S.p.A., Fondiaria Sai S.p.A. e Milano Assicurazioni S.p.A., informazioni di natura strategico commerciale ultronee a quelle strettamente necessarie per la tutela del proprio credito;
(v) non esercitare la facoltà di conversione dei sopra citati prestiti in titoli *equity*;
(vi) non partecipare alla *governance* del gruppo *post merger,* vale a dire non indicare, né concorrere in alcun modo alla nomina di un proprio rappresentante nelle liste di maggioranza o minoranza relative agli organi sociali di tale entità:
(vii) non acquistare - nel corso dei prossimi *[omissis]* e sino a quando, oltre tale termine, permarrà il controllo di fatto di Mediobanca su Generali - partecipazioni azionarie in Finsoe S.p.A., Unipol Gruppo Finanziario S.p.A. e/o altre società facenti parte del Gruppo Unipol Gruppo Finanziario (ivi inclusa l'entità derivante dalla presente operazione);

i) Unipol Gruppo Finanziario S.p.A. Fondiaria Sai S.p.A., Milano Assicurazioni S.p.A., anche unitamente considerate, e Mediobanca S.p.A. dovranno far pervenire all'Autorità, entro 20 giorni decorrenti dalla notifica del presente provvedimento, una prima relazione in merito all'esecuzione delle presenti misure. Successivamente, Unipol Gruppo

Finanziario S.p.A. Fondiaria Sai S.p.A., Milano Assicurazioni S.p.A., anche unitamente considerate, e Mediobanca S.p.A dovranno inviare tempestivamente e progressivamente dettagliate informative sulle modalità con le quali sarà adottata, nel rispetto della tempistica prevista nel presente provvedimento, ciascuna delle misure sopra indicate.

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

Avverso il presente provvedimento può essere presentato ricorso al TAR del Lazio, ai sensi dell'articolo 135, comma 1, lettera *b*), del Codice del processo amministrativo (Decreto Legislativo 2 luglio 2010, n. 104), entro il termine di sessanta giorni dalla data di notificazione del provvedimento stesso, fatti salvi i maggiori termini di cui all'articolo 41, comma 5, del Codice del processo amministrativo, ovvero può essere proposto ricorso straordinario al Presidente della Repubblica, ai sensi dell'articolo 8 del Decreto del Presidente delle Repubblica 24 novembre 1971, n. 1199, entro il termine di centoventi giorni dalla data di notificazione del provvedimento stesso.

IL SEGRETARIO GENERALE	IL PRESIDENTE
Roberto Chieppa	*Giovanni Pitruzzella*