Provvedimento n. 11284 **(C5422) SAI – SOCIETÀ ASSICURATRICE INDUSTRIALE/LA FONDIARIA ASSICURAZIONI**

L'AUTORITA' GARANTE DELLA CONCORRENZA E DEL MERCATO

NELLA SUA ADUNANZA del 10 ottobre 2002;

SENTITO il Relatore Professor Carlo Santagata;

VISTA la legge 10 ottobre 1990, n. 287;

VISTO il Regolamento CEE n. 4064/89, come modificato dal Regolamento CE n. 1310/97, in particolare l'articolo 1, par. 2;

VISTE le comunicazioni della Commissione Europea n. 98/C-66/03, relativa alla nozione di imprese interessate, e n. 98/C-66/02, relativa alla nozione di concentrazione;

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

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

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

VISTI gli atti del procedimento;

CONSIDERATO quanto segue:

I. Premessa

1. In data 6 agosto 2002 Sai – Società Assicuratrice Industriale Spa (di seguito Sai) ha comunicato all'Autorità la propria intenzione di acquistare una quota del capitale sociale di La Fondiaria Assicurazioni Spa (di seguito Fondiaria) pari al 29,97%. Secondo la comunicazione tale partecipazione sarebbe idonea a garantire il controllo di Sai su Fondiaria, in quanto la partecipazione degli azionisti con diritto di voto alle assemblee di Fondiaria è storicamente di gran lunga inferiore al 60%.

In pari data, Fondiaria e Sai hanno comunicato la propria intenzione, una volta perfezionata la prima operazione, di procedere alla fusione per incorporazione[1].

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

3. Il capitale sociale della nuova entità Fondiaria-Sai dovrebbe essere ripartito come segue[2]:

---

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

[2] *[Si tratta della ripartizione del capitale sociale, prevista dalle parti, in base alle azioni detenute da soggetti con una quota superiore al 2% - ovvero la soglia oltre la quale scatta l'obbligo di comunicazione alla Consob - in Fondiaria e Sai prima*

Tabella 1: I principali azionisti di Fondiaria-Sai

Azionista	% capitale ordinario	% capitale votante
Premafin	33,37	34,00
Mediobanca	10,96	11,17
UBS	2,18	2,22
Azioni proprie	1,86	-
Star Life	1,85	1,89
Almaf	1,81	1,84
Banca d'Italia	1,70	1,73
Promofinan	1,60	1,63
Edison	1,59	1,62
Giovanni Agnelli & C.	1,58	1,61
Generali	1,48	1,51
Totale	59,99	59,23

4. In data 3 settembre 2002, l'Autorità, rilevando che la concentrazione avrebbe determinato la nascita del primo operatore nei mercati assicurativi danni in Italia, in un contesto caratterizzato dalla presenza di importanti legami finanziari e personali tra le principali imprese concorrenti, ha avviato un procedimento istruttorio, ai sensi dell'articolo 16, comma 4, della legge n. 287/90, nei confronti delle società Sai e Fondiaria al fine di verificare se l'operazione in esame fosse suscettibile di determinare la costituzione o il rafforzamento di una posizione dominante tale da ridurre in modo sostanziale e durevole la concorrenza.

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

Sono inoltre state sentite in audizione le società Generali in data 16 settembre 2002, Sai e Fondiaria il 17 settembre 2002, Toro Assicurazioni Spa il 18 settembre 2002, Ras – Riunione Adriatica di Sicurtà Spa e Mediobanca il 19 settembre 2002 e Promofinan Servizi Fiduciari Srl. Sono state nuovamente sentite in audizione, il 2 ottobre 2002, Mediobanca e, il 3 ottobre 2002, Premafin e Sai.

6. In via preliminare si fa presente che, attesi gli assetti di controllo esistenti al momento dell'avvio della presente procedura, nonché in base alla documentazione agli atti, ai sensi della normativa antitrust deve ritenersi soggetto acquirente Premafin, società al vertice del gruppo Sai[3].

7. Nel corso del procedimento è, inoltre, emerso che l'operazione di concentrazione in esame assume una configurazione diversa rispetto a quella prospettata dalle parti, in virtù del ruolo determinante che Mediobanca ha assunto nella realizzazione della stessa.

Dalla documentazione acquisita risulta infatti che l'operato di Premafin e Sai è stato concordato con Mediobanca, nonché gestito e finanziato dalla stessa.

Al riguardo, vale sottolineare che il comportamento di Mediobanca non può essere motivato neppure sulla base di un presunto ruolo di advisor, in quanto per tale ruolo le parti nelle diverse fasi dell'operazione si sono avvalse di soggetti diversi da Mediobanca[4].

I documenti agli atti testimoniano inoltre un ruolo fondamentale di Mediobanca nella gestione di Generali, principale operatore nei mercati interessati dall'operazione di concentrazione.

II. Le parti

8. Mediobanca è una banca di credito finanziario il cui fatturato, ai sensi dell'articolo 16, comma 2, della legge n. 287/90 è superiore a 2,5 miliardi di €. Mediobanca ha partecipazioni azionarie, talvolta di rilievo, in numerose imprese industriali italiane. Il controllo di Mediobanca è retto da un patto di sindacato, la cui ultima versione risale al 10

---

dell'operazione. Va inoltre osservato che per gli azionisti di Fondiaria è previsto un warrant gratuito, a partire dal 30 giugno 2005, che, una volta esercitato, determinerà talune modifiche, comunque marginali, nella ripartizione del capitale azionario.]

[3] *[Si deve peraltro notare che, almeno fino al recente CdA del 5 settembre u.s., il Presidente e il Vicepresidente di Premafin (Carlo Ciani e Jonella Ligresti), ovvero i soggetti dotati in ambito Premafin delle maggiori deleghe operative, sono rispettivamente il Vicepresidente (nonché Amministratore delegato) e il Presidente di Sai.]*

[4] *[In particolare si tratta di JP Morgan per Sai e Lehman Brothers per Fondiaria.]*

luglio 2002, che raggruppa azionisti rappresentanti circa il 50% del capitale sociale. Al patto partecipano tra l'altro Sai, Fondiaria e Generali.

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

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

Sai, al momento dell'avvio del procedimento, risultava controllata da Premafin che ne possiede, direttamente o indirettamente, il 70,7% del capitale sociale. Altri importanti azionisti di Sai erano Generali con il 3,1% del capitale sociale e Mediobanca con il 2,2%[5].

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

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

I principali azionisti di Fondiaria erano, sempre al momento dell'avvio, Mediobanca con il 13,8% del capitale sociale, Premafin con il 9%, Commerzbank A.G. (di seguito Commerzbank) con il 5,8%, JP Morgan Chase & Co. Corporation (di seguito JP Morgan) con il 5,3%, Banca Antoniana Popolare Veneta Spa, mediante Interbanca, con il 4,8%, Micheli Francesco con il 4,4%[6].

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

III. I fatti emersi nel corso del procedimento

a) Il controllo congiunto di Mediobanca e Premafin su Fondiaria-Sai

Descrizione dell'operazione

12. La complessa vicenda che ha condotto alla comunicazione dell'operazione in esame ha avuto formalmente inizio in data 1° luglio 2001, ovvero il giorno immediatamente precedente al lancio ufficiale dell'Opa di Italenergia su Montedison.

In tale data, ultimo giorno utile prima della decorrenza del termine per l'esercizio della *passivity rule* da parte degli azionisti Montedison, il Presidente di Premafin-senza che alcun Consiglio di Amministrazione avesse preventivamente valutato l'offerta e emesso specifico mandato al riguardo[7]-ha comunicato una proposta irrevocabile per l'acquisto della partecipazione di Montedison in Fondiaria. Fino a quel momento, Montedison controllava, di fatto, Fondiaria, con una partecipazione azionaria di poco superiore al 30%. Il principale azionista di Montedison era Mediobanca; la banca d'affari era anche il secondo azionista di Fondiaria, con una quota di circa il 14%.

13. L'offerta d'acquisto conteneva condizioni sensibilmente gravose, se valutate al di fuori del contesto in cui si collocava l'intera operazione.

In particolare, il prezzo offerto, pari a 9,5 € per azione, prevedeva un premio di maggioranza particolarmente elevato (60%)[8], senza garanzie circa l'effettiva possibilità di esercitare il relativo diritto di voto, stanti i vincoli connessi all'esistenza di partecipazioni incrociate. Infatti, poiché Fondiaria al momento dell'offerta deteneva una partecipazione di minoranza in Sai superiore al 2%, il diritto di voto di Sai in Fondiaria eccedente il 2% era sterilizzato, ai sensi dell'articolo 121, comma 3, del Decreto Legislativo n. 58/98[9].

Inoltre, l'Amministratore delegato di Sai si impegnava a trovare un acquirente alternativo alle medesime onerose condizioni, in caso di mancata autorizzazione all'operazione da parte dell'Autorità e/o dell'Isvap; a fronte di tale impegno Sai ha poi versato a Montedison, a titolo di caparra, 500 miliardi di lire.

Infine, nell'offerta di Sai non erano previste forme di verifica sulla consistenza patrimoniale della società acquisita, ai fini di un'eventuale rettifica del prezzo.

---

[5] *[Fonte: Comunicato Consob del 22 agosto 2002.]*

[6] *[Fonte: Comunicato Consob del 22 agosto 2002.]*

[7] *[Cfr. Doc. 86 Provvedimento Consob del 10 agosto 2001, relativo alla violazione dell'art. 122 TUF e all'applicazione delle relative sanzioni.]*

[8] *[Si ricorda che il valore medio del titolo Fondiaria nei primi sei mesi del 2001 era stato pari a 5,9 € ad azione.]*

[9] *[Si ricorda che è inoltre previsto che l'impresa che per seconda supera il tetto del 2% debba provvedere a cedere le azioni eccedenti tale soglia entro un anno dal momento in cui vi è stato tale sfondamento. In sostanza Sai avrebbe dovuto cedere le azioni in Fondiaria entro il mese di marzo 2002.]*

14. Sulla base di queste ed altre motivazioni la Consob, in data 10 agosto 2001, ha ritenuto che l'acquisizione del 31,944% di azioni Fondiaria da parte di Sai fosse *"priva di ragionevole motivazione"*.

Valutando l'operazione nel contesto in cui si è realizzata, la Consob ha quindi ritenuto che *"l'immediato comune obiettivo che si è inteso perseguire attraverso un patto, al momento del perfezionamento dell'operazione, consisteva nel sottrarre ai nuovi azionisti di riferimento della Montedison il controllo di fatto della Fondiaria per trasferirlo alla Sai con la quale Mediobanca può stabilire, in virtù dei predetti rapporti finanziari con il gruppo Premafin e stante la dichiarata sterilizzazione del voto da parte di Sai, le condizioni per poter esercitare un'influenza dominante sulla stessa Fondiaria anche in vista di una futura aggregazione industriale"*[10].

Per le ragioni suddette la Consob ha ravvisato l'esistenza di un patto parasociale tra Mediobanca e Sai, non pubblicato ai sensi dell'articolo 122 del Decreto Legislativo 58/98, avviando un procedimento concluso con provvedimenti sanzionatori del Ministero dell'Economia e delle Finanze nei confronti dei Presidenti ed Amministratori delegati di Sai e Mediobanca[11].

La Consob ha ritenuto inoltre che l'esistenza di un controllo congiunto di Mediobanca e Sai su Fondiaria avrebbe determinato, come esito dell'operazione, il possesso da parte di SAI e Mediobanca di una partecipazione complessiva superiore al 30% del capitale ordinario di Fondiaria con conseguente obbligo solidale di OPA ai sensi del combinato disposto degli artt. 106 e 109 del Decreto Legislativo 58/98.

15. In data 27 dicembre 2001 l'ISVAP negava l'autorizzazione all'acquisto di azioni Fondiaria da parte di Sai, in ragione, tra l'altro, dell'esistenza di vincoli di partecipazioni incrociate e dell'eccessiva onerosità finanziaria dell'operazione, soprattutto alla luce dell'obbligo di Opa.

16. Nel febbraio 2002, per rispettare gli impegni con Montedison e superare gli ostacoli costituiti dalle decisioni Consob e Isvap, Sai ha individuato tre investitori-JP Morgan, Interbanca e Micheli Francesco-disposti ad acquistare da Montedison le azioni Fondiaria alle stesse condizioni offerte inizialmente da Sai. Ogni acquirente ha quindi sottoscritto un accordo con Sai, di contenuto analogo, che prevede, oltre al pagamento di un premio al momento dell'acquisto, apposite clausole *put* e *call* per il passaggio delle azioni Fondiaria a Sai. I tre investitori, in data 2 febbraio 2002, hanno quindi proposto a Fondiaria l'acquisto del 22,2% del capitale residuo della stessa.

In data 15 febbraio 2002, in vista della scadenza del termine per la vendita delle azioni Fondiaria eccedenti la soglia del 2%, ai sensi dell'articolo 121 del Decreto Legislativo 58/98, Sai ha venduto a Commerzbank e Mittel il 7,8% delle azioni di Fondiaria. Anche in questo caso sono previste opzioni *put* e *call* sulle azioni di Fondiaria, con modalità analoghe a quelle a favore di JP Morgan, Micheli e Interbanca.

17. Infine, un ostacolo alla realizzazione dell'operazione era rappresentato anche dalla forte opposizione degli azionisti di minoranza di Fondiaria[12]. Ciò assume particolare rilievo in considerazione dell'incertezza esistente in merito alla possibilità di esercitare i diritti di voto connessi alle azioni Fondiaria di Mediobanca (sottoposta all'obbligo di Opa solidale) e di Montedison (società venditrice), in un contesto in cui i diritti di voto di Sai erano sterilizzati.

Il concerto per la progettazione dell'operazione

18. In via preliminare si evidenzia che l'articolo 3, comma 2, dello Statuto di Mediobanca, in conformità con la normativa di vigilanza, prevede che la banca d'affari non possa assumere una partecipazione superiore al 15% nelle imprese industriali. Di conseguenza, per poter esercitare un'influenza nella gestione di una società di entità superiore a quella consentita dal possesso del 15% del capitale, Mediobanca deve necessariamente agire di concerto con altri azionisti. Pertanto, in relazione alla struttura di governance di Fondiaria, considerato che storicamente esiste un azionista con una partecipazione di circa il 30%, l'unico modo per gli esponenti di Mediobanca di esercitare un controllo su Fondiaria consiste nell'operare congiuntamente con tale azionista.

19. A seguito dell'Opa ostile di Italenergia su Montedison, Mediobanca non avrebbe potuto più avere quell'influenza determinante nella gestione degli affari di Fondiaria, in precedenza resa possibile dall'azione congiunta con una società partecipata, quale era Montedison. L'unico modo per conservare detta influenza consisteva nel far sì che la partecipazione di circa il 30% in Fondiaria venisse acquisita da un'altra società strettamente legata a Mediobanca, che, per le ragioni che si indicheranno, fu individuata in Sai.

---

10 *[Cfr. doc. 86 cit.]*

11 *[Cfr. doc. 57 Decreto Ministero Economia e Finanze del 6 maggio 2002.]*

12 *[È sufficiente a riguardo citare il ricorso presentato in data 15 marzo 2002 al Tribunale di Firenze al fine di inibire l'esercizio del diritto di voto da parte degli investitori suddetti (Cfr. doc. n. 87 Ricorso di Fondiaria al Tribunale di Firenze ai sensi dell'art. 700 cpc.), nonché l'opposizione manifestata nel corso del Consiglio di Amministrazione di Fondiaria del 30 maggio 2002, in cui è stata deliberata la fusione con Sai, con il voto contrario di 4 consiglieri (cfr. doc. 78, Verbale Consiglio di Amministrazione Fondiaria del 25 maggio 2002).]*

20. La documentazione rinvenuta nel corso del procedimento comprova l'esistenza di un concerto di Sai con Mediobanca per l'acquisto di circa il 30% di Fondiaria da parte di Sai; l'interesse comune alla realizzazione dell'operazione risulta peraltro preesistente la notizia dell'Opa di Italenergia su Montedison.

21. In particolare, con lettera del 16 maggio 2001, l'ing. Ligresti chiedeva all'amministratore delegato di Mediobanca, dott. Maranghi, di favorire l'acquisto da parte di Sai del 30% circa di Fondiaria in vista di una fusione. *[omissis*[13]*]*[14] *[omissis]* [15].

22. Sempre in merito alla preesistenza di un progetto di concentrazione discusso tra i rappresentanti di Sai e Fondiaria, con la mediazione di Mediobanca, si segnala che l'Amministratore delegato di Fondiaria, dott. Gavazzi, ha affermato, nel corso di un'audizione svolta presso la Consob, in data 7 agosto 2001, che già nel 1998 era stato valutato, insieme a Mediobanca, un primo piano di integrazione. *[omissis]*[16].

23. Infine, in una lettera inviata il 19 giugno 2001 dal Presidente di Sai, dott. Ciani, al Direttore Generale di Mediobanca, nonché membro del Consiglio di Amministrazione di Fondiaria, dott. Pagliaro, si legge che *[omissis]*[17].

Al riguardo si deve considerare che la realizzazione dell'operazione di concentrazione prevedeva due distinte azioni: da una parte vi era l'acquisto delle azioni Fondiaria da parte di Sai per un esborso complessivo di oltre *[omissis]* miliardi di lire, dall'altra l'aumento della partecipazione di Premafin in Sai, al fine di impedire la diluizione della quota di Premafin nella nuova società, per un importo di *[omissis]* miliardi di lire.

Per quanto concerne l'acquisto di azioni Fondiaria la copertura finanziaria doveva avvenire con fonti di finanziamento sostanzialmente interne al gruppo Sai, mentre per l'acquisto di azioni Sai da parte di Premafin, solo una parte, *[omissis]* miliardi di lire circa, sarebbe derivata da risorse proprie, provenienti da un maxidividendo corrisposto da Sai ai propri azionisti. La quota rimanente rappresenta l'esborso richiesto da Premafin a Mediobanca.

24. In un *postscriptum* contenuto nella stessa lettera il dott. Ciani dichiara la disponibilità di Premafin-Sai a cedere la gestione della nuova società Fondiaria-Sai al management di Fondiaria, confermando quanto affermato dal dott. Gavazzi, nell'audizione presso la Consob del 7 agosto 2001. Appare del tutto anomalo che il management di una società acquirente manifesti così apertamente la propria disponibilità a cedere alla società acquisita la governance della nuova società.

25. In relazione alle condizioni apparentemente gravose a cui è stata effettuata l'operazione, nel corso del presente procedimento istruttorio è stata rinvenuta documentazione da cui si evince che dette condizioni assumono una valenza differente una volta considerato il ruolo di Mediobanca.

26. Al riguardo, in una nota allegata alla lettera del 19 giugno 2001 si legge la valutazione effettuata da Sai, pochi giorni prima dell'offerta irrevocabile d'acquisto, circa il prezzo per l'acquisto del 27% del capitale sociale di Fondiaria. In particolare, in tale documento si considerava, come condizione "non negoziabile", un prezzo massimo pari al valore di borsa delle azioni, maggiorato di un premio del *[omissis]*%.

Sulla base di una semplice elaborazione dei dati contenuti in tale allegato, si evince che, ipotizzando la maggiorazione più alta, pari al *[omissis]*%, il prezzo per azione sarebbe stato di *[omissis]* €, con un esborso previsto per il premio di maggioranza di *[omissis]* miliardi di lire.

Si tratta a ben vedere di un valore inferiore a quello offerto dal dott. Ciani, meno di due settimane dopo, per l'acquisto del medesimo quantitativo di azioni. Infatti, il prezzo di 9,5 € corrisponde ad un premio di maggioranza pari al 60% rispetto al valore di mercato, e determina un esborso ulteriore pari a circa *[omissis]* miliardi di lire.

Il prezzo finale offerto per l'acquisto di azioni Fondiaria è sembrato al mercato assai oneroso; a riprova di ciò si consideri che le imprese concorrenti ascoltate in audizione hanno dichiarato di non essere state interessate a procedere ad offerte concorrenti a quella di Sai, stante le condizioni economiche dell'operazione[18].

27. Il prezzo offerto da Sai appariva particolarmente elevato anche in considerazione del fatto che l'impresa di assicurazione, al momento, non poteva essere certa, in virtù dell'esistenza di partecipazioni incrociate, di poter

---

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

14 *[Cfr. doc. 185, Lettera da Ligresti a Maranghi del 16 maggio 2001.]*

15 *[Cfr. doc. 185, cit.]*

16 *[Cfr. doc. n. 82.]*

17 *[Cfr. doc. 118. Lettera del Dott. Ciani al Dott. Pagliaro del 19 giugno 2001. Anche in una precedente lettera dell'11 giugno 2001, sempre indirizzata al Dott. Pagliaro, relativa al finanziamento dell'acquisto di azioni Fondiaria (e Sai) da parte di Premafin, il Dott. Ciani afferma l'importanza che a condurre e finanziare l'operazione sia Mediobanca (Cfr. doc. 119, lettera del Dott. Ciani al Dott. Pagliaro dell'11 giugno 2001).]*

18 *[Cfr. doc. 463, Verbale audizione Toro del 18 settembre 2002 e doc. 465, Verbale audizione Ras del 19 settembre 2002.]*

esercitare i diritti di voto connessi con la partecipazione acquisita, a meno di accordi già intercorrenti con gli altri azionisti di Fondiaria. A tale proposito assume particolare rilievo la circostanza che Mediobanca, come più volte ricordato, fosse il secondo azionista di Fondiaria – dopo Montedison – con una quota di circa il 14%, e fosse quindi il principale interlocutore per l'alienazione delle azioni Sai detenute da Fondiaria, alienazione necessaria per risolvere il problema delle partecipazioni incrociate.

La documentazione acquisita nel corso del procedimento testimonia l'effettiva esistenza di accordi tra Sai e Mediobanca in merito a tale questione. Al riguardo assume rilievo la richiesta avanzata dal dott. Ciani al dott. Pagliaro di impegnarsi a garantire la definitiva rimozione dei vincoli derivanti dalle partecipazioni incrociate. *[omissis]*[19].

28. Anche l'altra condizione contenuta nell'offerta del 1° luglio 2001, relativa all'esborso di una caparra penitenziale di 500 miliardi di lire, appare particolarmente gravosa sotto il profilo economico se non valutata nel contesto in cui si è realizzata l'operazione in esame. Infatti, l'impegno di Sai di trovare un acquirente alternativo disposto a sostenere le medesime condizioni economiche si può spiegare solo qualora la stessa Sai abbia avuto specifiche garanzie in tal senso.

Per altro verso, appare difficile comprendere per quale ragione Sai si sia impegnata, con una simile penale, a trovare per Fondiaria un diverso acquirente qualora l'operazione non fosse stata autorizzata, quando la stessa Sai ha affermato che *"l'acquisizione di Fondiaria da parte di un altro competitor avrebbe definitivamente limitato le opzioni di crescita della Sai in Italia"*[20].

29. In ogni caso, anche in relazione a tale impegno, la documentazione acquisita nel corso dell'istruttoria comprova il ruolo fondamentale di Mediobanca; la banca d'affari ha infatti fornito a Sai adeguate garanzie in merito al reperimento di un acquirente alternativo.*[omissis]*[21].

L'impegno di Mediobanca alla ricerca di un acquirente alternativo viene ribadito in un incontro svoltosi in data 18 dicembre 2001, presso la sede della banca d'affari. *[omissis]*[22].

30. In definitiva, le condizioni contenute nell'offerta irrevocabile del 1° luglio 2001, che a prima vista appaiono particolarmente onerose per Sai, assumono una valenza diversa se valutate nell'ottica di un concerto tra Mediobanca e Sai per l'acquisto di Fondiaria.

Invero, tale azione di concerto non è limitata alla sola fase di predisposizione dell'offerta iniziale di Sai, ma è proseguita per tutta la durata dell'operazione, anche in vista del futuro assetto di governance di Fondiaria-Sai.

Il concerto per l'effettiva realizzazione dell'operazione e per la governance di Fondiaria-Sai

31. Nel corso del procedimento istruttorio sono emerse numerose ulteriori evidenze che indicano un continuo coordinamento di Premafin e Sai con Mediobanca per tutto il periodo intercorso tra la presentazione dell'offerta del 1° luglio del 2001 e la sua effettiva realizzazione.

In particolare, la documentazione acquisita comprova l'esistenza di frequenti contatti tra Premafin e Mediobanca attraverso telefonate (il cui contenuto è riportato in documenti agli atti del procedimento), lettere ed incontri sostanzialmente finalizzati a rimuovere di comune accordo tutti gli ostacoli che si frapponevano alla realizzazione dell'operazione.

32. Tale documentazione attesta, innanzitutto, un intervento diretto di Mediobanca nei confronti dell'Isvap, in ordine alle problematiche connesse ai requisiti di solvibilità finanziaria richiesti dall'Istituto di vigilanza.

[omissis][23]; *[omissis]*[24].

Inoltre, nel corso del procedimento sono stati rinvenuti numerosi documenti da cui si evince che la corrispondenza tra Sai ed Isvap è stata oggetto di continuo monitoraggio da parte di Mediobanca[25].*[omissis]*[26].

[omissis][27].

---

19 *[Cfr. doc. 58. Nota inviata alla Sig.ra Jonella Ligresti e all'Ing. Salvatore Ligresti dal Dott. Ciani in data 2 agosto 2002.]*

20 *[Cfr. doc. 476 Memoria istruttoria del rappresentante legale di Sai del 24 settembre 2002.]*

21 *[Cfr. doc. 182 Manoscritti del Dott. Ciani relativi al rispetto dell'offerta irrevocabile d'acquisto (acquirente alternativo).]*

22 *[Cfr. doc. 60 Sintesi incontro con Mediobanca del 18 dicembre 2002, relativo alla realizzazione dell'operazione ed alle possibili soluzioni alternative per l'acquisto di azioni Fondiaria.]*

23 *[Cfr. doc. 201 Appunto del Dott. Maranghi del 3 agosto 2001 e sintesi del piano industriale Sai- Fondiaria.]*

24 *[Cfr. doc. 186 Appunto per il Dott. Pagliaro del 28 dicembre 2001.]*

25 *[Cfr. ad esempio doc. 213, 214, 218, da 220 a 227, da 363 a 365 relativi alla corrispondenza tra Isvap e Sai/Premafin. [omissis].]*

26 *[Cfr. doc. 215. Lettera del Dott. Rosati al Dott. Ciani dell'8 gennaio 2002 su corrispondenza Sai-Isvap.]*

27 *[Cfr. doc. 60 cit.; a riguardo si veda anche il punto successivo del provvedimento.]*

33. I documenti agli atti del procedimento testimoniano inoltre il coinvolgimento di Mediobanca nella ricerca di strategie idonee a consentire l'acquisto di partecipazioni Fondiaria da parte di Sai evitando l'obbligo di Opa solidale imposto dalla Consob.

A riguardo assume rilievo, oltre al citato impegno della banca d'affari di ricercare un acquirente alternativo per le azioni Fondiaria, desumibile dalla sintesi dell'incontro del 18 dicembre 2001 (cfr. punto 29), anche un documento dell'11 gennaio 2002, reperito presso Mediobanca, *[omissis]*, nel quale si prospettano i possibili scenari per aggirare l'obbligo di Opa solidale imposto dalla Consob.

[omissis][28].

34. Mediobanca interviene direttamente anche in relazione alla trattativa con Montedison successiva alla decisione Consob del 10 agosto 2001, come dimostra la circostanza che Sai concordava con Mediobanca il contenuto della corrispondenza da inviare a Montedison. A riguardo assumono particolare rilievo due documenti relativi, il primo, ad una bozza di lettera destinata a Montedison, consegnata da Ligresti a Maranghi il 21 novembre 2001, nella quale sono evidenziate alcune correzioni scritte a mano, il secondo, alla lettera effettivamente inviata il giorno successivo, che tiene conto delle correzioni[29].

35. Ad esito dei contatti con Mediobanca sopra descritti, la strategia seguita effettivamente da Sai per superare gli ostacoli alla realizzazione dell'operazione è stata, come evidenziato, l'individuazione di 5 investitori per l'acquisto di azioni Fondiaria da parte di Sai. Si deve a riguardo sottolineare che la reale natura dei rapporti tra Sai e gli investitori emerge con evidenza laddove si considerino le modalità con cui sono state esercitate le opzioni *call* da parte di Sai: subito dopo la rimozione dei vincoli di partecipazioni incrociate attraverso la vendita da parte di Fondiaria delle azioni Sai, la stessa Sai ha acquistato il 9% delle azioni Fondiaria. In seguito, il 10 settembre 2002, ovvero il giorno dopo la concessione a Sai dell'autorizzazione Isvap all'acquisto della partecipazione di controllo in Fondiaria, Sai ha esercitato l'opzione *call* sulla quasi totalità delle azioni ancora detenute dagli investitori.

La descritta dinamica temporale è idonea a testimoniare la natura di *portage* dei rapporti tra Sai e gli investitori.

La documentazione acquisita nel corso del procedimento conferma tale natura; a riguardo è sufficiente citare la bozza di lettera che Sai intende inviare a Fondiaria, spedita dal dott. Ciani al dott. Pagliaro, nella quale si invita Fondiaria a continuare le trattative con Sai sulla fusione, nonostante il fatto che tre giorni prima gli investitori avessero acquisito le azioni Fondiaria[30].

36. Ad esito di questa complessa concertazione, si deve richiamare una lettera del dott. Maranghi, risalente al 30 maggio 2002, ovvero al giorno in cui i Consigli di Amministrazione di Fondiaria e Sai hanno deliberato la fusione, consegnata a mano all'ing. Ligresti, nella quale è scritto *[omissis]*[31].

37. In quest'ottica va anche interpretato il concerto tra Mediobanca e Premafin sulla *governance* della futura entità Fondiaria-Sai. La trattativa tra le due società è iniziata prima dell'effettiva rimozione degli ostacoli alla realizzazione dell'operazione. In questo senso, vanno citati due documenti, già descritti, relativi alle strategie elaborate con la banca d'affari per rimuovere gli ostacoli all'operazione, tra cui rientra anche il proseguimento delle trattative con Montedison e gli azionisti di minoranza di Fondiaria[32], che testimoniano anche la discussione con Mediobanca sul futuro assetto di Fondiaria-Sai; un documento che mostra come nel pomeriggio del 18 febbraio 2002, presso Mediobanca, il dott. Ciani abbia incontrato il dott. Pagliaro per discutere il futuro assetto del Consiglio di Amministrazione di Fondiaria-Sai[33]. Tale incontro avviene poche ore dopo il perfezionamento delle operazioni necessarie a realizzare la prima delle ipotesi prospettate per aggirare l'obbligo di Opa, ovvero la ricerca di tre acquirenti (cfr. punto 33). La composizione del futuro Consiglio di Amministrazione di Fondiaria-Sai, nonché del cosiddetto Consiglio di Amministrazione di Fondiaria "di traghettamento" alla fusione, è stata oggetto di altri incontri sempre presso Mediobanca[34].

---

28 *[Cfr. doc. 189 [omissis].]*

29 *[Cfr. doc. 210 Lettera dell'ing. Ligresti del 21 novembre 2001 e doc. 211, Lettera dal Dott. Ciani al Dott. Angiolini del 22 novembre 2002. Cfr. anche doc. 209 Lettera del 2 gennaio 2000 dal Dott. Ciani al Dott. Pagliaro contenente bozza di lettera da inviare a Montedison da parte di Sai.]*

30 *[Cfr. doc. 305 Lettera di Ciani a Pagliaro del 5 febbraio 2002.]*

31 *[Cfr. doc. 188 Lettera del Dott. Maranghi all'ing. Ligresti del 30 maggio 2002.]*

32 *[Cfr. doc. 60 e 189 cit.]*

33 *[Cfr. doc. 128 Comunicazione del dott. Ciani all'ing. Ligresti del 19 febbraio 2002.]*

34 *[Cfr., tra l'altro, doc. 279, Appunto manoscritto del Dott. Ciani al Dott. Pagliaro del 30 aprile 2002. Altri documenti che testimoniano l'esistenza di incontri con Mediobanca sono: il doc. 76, estratto del verbale del Consiglio di Amministrazione di Fondaria relativo ad un incontro del 13 dicembre 2001 a cui hanno partecipato esponenti di Mediobanca e Sai; il doc. 203, lettera dal Dott. Acerbi al Dott. Pagliaro dell'8 gennaio 2002, relativa ad incontri del 5 e 6 gennaio 2002 tra esponenti di Sai, Fondiaria e Mediobanca; il doc. 298, appunto manoscritto del Dott. Maranghi su un incontro del 27 maggio 2002 con l'ing. Ligresti; doc. 236*

38. In definitiva, la documentazione agli atti del procedimento comprova in modo inequivocabile non solo che il progetto di concentrazione di Sai con Fondiaria è stato concordato con Mediobanca, banca d'affari a cui la capogruppo di Sai è legata da stringenti vincoli di natura economica e personale, ma anche che Mediobanca ha attivamente agito, a fianco di Sai, nella rimozione di tutti i vincoli che si sono via via frapposti alla realizzazione dell'operazione.

I legami economici e finanziari tra Mediobanca, Premafin e Sai

39. L'intera operazione, così come strutturata, non si sarebbe potuta realizzare senza la copertura finanziaria fornita da Mediobanca. Infatti, da un lato, Mediobanca ha finanziato l'acquisto di azioni Sai da parte di Premafin al fine di incrementare la partecipazione di quest'ultima in Sai, condizione ritenuta indispensabile da Premafin per la realizzazione dell'operazione; dall'altro, la banca d'affari si appresta ad emettere un prestito obbligazionario subordinato di 400 milioni di € a favore di Sai, necessario a soddisfare le esigenze di copertura del margine di solvibilità a seguito della fusione Fondiaria-Sai[35].

40. Per quanto riguarda, in particolare, i finanziamenti a Premafin, si evidenzia che, successivamente all'avvio dell'operazione, sono stati stipulati con Mediobanca *[omissis]* contratti di finanziamento per complessivi *[omissis]* milioni di €, nei quali di regola è previsto, come garanzia, il pegno delle azioni Sai detenute da Premafin. Uno dei contratti suddetti (*[omissis]*) è stato stipulato con Mediobanca capofila di un pool costituito da BNP e Commerzbank. L'unico altro contratto di finanziamento stipulato da Premafin con un soggetto diverso da Mediobanca, successivamente all'operazione, è rappresentato da un finanziamento a breve, *[omissis]*[36].

Nello stesso periodo Premafin ha rinegoziato le condizioni di rimborso di un contratto di finanziamento di *[omissis]* milioni di € stipulato con Mediobanca in data 11 dicembre 2000, rivedendo il piano di ammortamento e prorogandone i termini.

Considerati i contratti stipulati prima dell'operazione e quelli sottoscritti successivamente, nonché i rimborsi per i finanziamenti a breve termine effettuati nel frattempo, alla fine del 2002, Premafin si troverà con un'esposizione debitoria complessiva di lungo periodo di *[omissis]* milioni di €, di cui *[omissis]* milioni di € nei confronti di Mediobanca[37], pari al *[>75]*% del debito totale[38].

Il debito di lungo periodo di Sai verso Mediobanca si attesterà invece, dopo l'emissione del prestito subordinato, a circa 400 milioni di €.

41. Peraltro, l'elevata esposizione debitoria di Premafin e della sua controllata Sai nei confronti di Mediobanca non è connessa alla sola realizzazione dell'operazione ma costituisce un elemento costante nei rapporti storicamente intercorsi con la banca d'affari.

42. Con riferimento a Premafin, è sufficiente osservare che già al 31 dicembre 2000 Mediobanca risulta essere il principale creditore della società, per un importo di *[omissis]* milioni di € su un indebitamento complessivo di 204 milioni di € *[>80%]*, contro un patrimonio netto di 170 milioni di €[39]. Il 31 dicembre 2001 il debito complessivo è sempre di *[omissis]* milioni di €, in quanto il primo dei suddetti *[omissis]* contratti di finanziamento con Mediobanca, per un importo di *[omissis]* milioni di €, decorre dal 7 gennaio 2002. Nel medesimo esercizio i debiti complessivi di Premafin erano di circa 200 milioni di € *[>80]*, a fronte di un patrimonio netto di 192 milioni di €.

Con riferimento al 2002, l'indebitamento previsto di Premafin verso Mediobanca al 31 dicembre 2002 risulta essere, come già evidenziato, di *[omissis]* milioni di €, a fronte di un indebitamento complessivo di *[omissis]* milioni di € *[> 75%]*[40].

43. In merito ai rapporti finanziari intercorrenti tra Sai e Mediobanca si osserva come, oltre al prestito obbligazionario che la banca d'affari si appresta a concedere a Sai, quest'ultima aveva stipulato con Mediobanca in data 2 agosto 1995 un contratto di finanziamento di *[omissis]* milioni di €, valido sino al 31 dicembre 2002[41]. In tale

---

del 16 luglio 2002 contenente il resoconto di una riunione tra esponenti di Mediobanca, Sai, Fondiaria, nonché di Standard & Poor's e di JP Morgan, per definire il rating S&P di Sai e Fondiaria.]

35 *[Cfr. doc. 245, Appunto su prestito subordinato a Sai, doc 249 e-Mail da Rebecchini a Rosati su term-sheet prestito subordinato. Nota sul prestito subordinato Sai ad integrazione del Prospetto informativo, disponibile anche sul sito www.sai.it.]*

36 *[Cfr. doc. 496 del 27 settembre 2002, Memoria istruttoria del legale rappresentante di Premafin]*

37 *[Cfr. doc. 181, Contratti di finanziamento Premafin.]*

38 *[omissis] Cfr. doc. 478 del 25 settembre 2002, risposta alla richiesta di informazioni dell'Autorità effettuata nel corso dell'audizione del 19 settembre 2002.*

39 *[Al riguardo cfr. anche doc. 86 cit.]*

40 *[omissis] Cfr. doc. 426, Verbali dei Consigli di Amministrazione di Premafin.*

41 *[Cfr. doc. 506 del 30 settembre 2002, Memoria del legale rappresentante di Sai.]*

contratto è previsto l'impegno, assunto da SAI, di comunicare preventivamente a Mediobanca eventuali nuovi progetti di investimento, da parte anche di società del gruppo, per importi superiori ai 50 miliardi di lire[42].

44. Riassumendo, la forte esposizione debitoria di Sai e Premafin nei confronti di Mediobanca, già in essere al momento dell'offerta del 1° luglio 2001, induce a ritenere che per la realizzazione dell'operazione in esame le due società dovessero necessariamente concordarsi con la banca d'affari.

Inoltre, in considerazione del fatto che la copertura finanziaria per l'acquisizione di azioni Sai da parte di Premafin ai fini della realizzazione dell'operazione Fondiaria-Sai è stata fornita interamente da Mediobanca, il grado di indebitamento nei confronti della banca d'affari permane elevato.

Infine, Mediobanca si appresta a fornire un finanziamento di 400 milioni di € a favore di Sai. In altri termini, è del tutto evidente che Premafin e la propria controllata Sai sono fortemente condizionate nella propria attività da questa peculiare esposizione debitoria[43].

In definitiva, si può affermare che non solo Sai ha agito di concerto con Mediobanca nella progettazione e realizzazione dell'operazione Fondiaria-Sai, ma che, proprio in virtù della descritta situazione debitoria di Premafin e Sai, il coordinamento con Mediobanca non potrà che continuare anche nella gestione della nuova entità Fondiaria-Sai.

45. Peraltro, si deve ribadire che la totalità dei prestiti di lungo periodo concessi a Premafin da Mediobanca, prevede come garanzia la concessione in pegno di un quantitativo rilevante delle azioni Sai possedute da Premafin.

Siffatta circostanza contribuisce a rafforzare l'esigenza di un coordinamento tra Premafin e Mediobanca nella gestione di Fondiaria-Sai[44].

[omissis]"[45].

I legami personali tra Mediobanca e Premafin

46. Le evidenze sul concerto per la progettazione, la realizzazione dell'operazione e la *governance* su Fondiaria-Sai, nonché sulla natura dei rapporti economici e finanziari tra Premafin e Sai da un lato e Mediobanca dall'altro, già di per sé idonee a sostenere l'ipotesi di un controllo congiunto di Premafin e Mediobanca sul nuovo aggregato Fondiaria-Sai, sono ulteriormente rafforzate dalla presenza di forti legami personali con Mediobanca, che interessano i vertici di Premafin.

47. In particolare, si sottolinea che il Presidente di Premafin, dott. Ciani, risulta essere stato nominato direttamente da Mediobanca nel 1993 e da allora ha continuato a collaborare con la stessa nella gestione della società. *[omissis]*[46].

Inoltre, si ricorda che, successivamente al 1° luglio 2001, data in cui ha preso avvio l'operazione di concentrazione in oggetto, il Vicepresidente di Premafin, sig.ra Jonella Ligresti, è entrato a far parte del Consiglio di Amministrazione di Mediobanca.

48. Peraltro, si deve evidenziare come dei sette membri che al momento dell'avvio dell'operazione componevano il Consiglio di Amministrazione di Premafin, il Presidente e il Vicepresidente fossero quelli con maggiori poteri di decisione e di indirizzo, come risulta dal verbale del Consiglio di Amministrazione di Premafin del 14 maggio 2001*[omissis]*[47]. Tra l'altro, i due soggetti possono, anche disgiuntamente, assumere partecipazioni in imprese, società, enti, costituire imprese comuni, stipulare contratti di finanziamento, ecc.[48]

---

42 *[Cfr. doc. 86 cit.]*

43 *[La debolezza patrimoniale e l'esposizione debitoria del gruppo Sai hanno indotto la società di rating Standard & Poor, all'indomani dell'esercizio da parte di Sai delle opzioni call per l'acquisto di azioni Fondiaria, a ridurre il rating delle compagnie appartenenti al gruppo Sai, con prospettive di ulteriori peggioramenti. Cfr. Comunicato stampa Standard & Poor dell'11 settembre 2002. Si veda anche doc. 236, Resoconto incontro Standard & Poor del 16 luglio 2002.]*

44 *[La normativa sull'esercizio dei diritti di voto delle azioni in pegno, prevede che "nel caso di pegno o di usufrutto sulle azioni, il diritto di voto spetta, salvo convenzione contraria, al creditore pignoratizio o all'usufruttuario" (art. 2352 codice civile). Nel caso di specie, nei contratti di finanziamento è espressamente previsto che il diritto di voto delle azioni Sai in pegno a Mediobanca spetta a Premafin. In ogni caso, considerato che le azioni sono detenute presso Mediobanca, per l'esercizio del diritto di voto sulle azioni in pegno è presumibile che Premafin debba perlomeno informare Mediobanca circa le proprie intenzioni.]*

45 *[Cfr. doc. n. 145, Lettera di Ciani a Bondi del 3 settembre 2002 sulle ultime vicende che hanno interessato il gruppo Premafin.]*

46 *[Cfr. doc. n. 145, cit.]*

47 *[Cfr. doc. n. 426, cit.]*

48 *[Proprio per effetto di tali poteri, in data 1° luglio 2001 Ciani ha potuto effettuare nei confronti di Montedison, senza preventivo mandato degli organi sociali, la proposta irrevocabile di acquisto per il 30% di azioni Fondiaria.]*

49. Gli storici legami personali tra i vertici di Premafin e Mediobanca si sono rafforzati ulteriormente a seguito della recente nomina ad amministratore delegato di Premafin conferita al dott. Bondi; fino all'Opa di Italenergia questi era stato amministratore delegato di Montedison.

50. Nel complesso, si tratta di importanti rapporti personali che lasciano presumere quantomeno l'esistenza di meccanismi di consultazione tra Mediobanca e Premafin nell'assunzione di decisioni in merito alla nuova entità Fondiaria – Sai.

Il controllo di Mediobanca su Generali

51. Nel corso del procedimento istruttorio è stata altresì acquisita documentazione comprovante che Mediobanca esercita un'influenza significativa nella gestione di Generali, società posta al vertice del più importante gruppo assicurativo italiano.

52. Ciò si desume da numerosi indizi precisi e concordanti emersi nel corso del procedimento, relativi principalmente all'assetto azionario dalla compagnia di assicurazioni, alla partecipazione al voto di Mediobanca e al ruolo determinante esercitato dalla banca d'affari nella nomina dei componenti dei principali organi decisionali, Consiglio di Amministrazione e Comitato Esecutivo, nonché all'esistenza di un "patto d'onore" tra i vertici di Mediobanca e di Generali.

La struttura azionaria di Generali

53. In via preliminare si fa presente che Mediobanca è storicamente il principale azionista di Generali, società ad azionariato diffuso con circa l'80% di capitale flottante[49], attualmente con una partecipazione del 13,634% del capitale sociale. Gli altri azionisti con una quota superiore al 2% sono, in base alla comunicazione Consob del 27 settembre 2002: il fondo pensione della Banca d'Italia con il 4,740% e Premafin (Sai e Fondiaria) con il 2,428%.

Tipicamente nelle Assemblee, oltre a Mediobanca e alcuni soggetti "vicini" alla banca d'affari, sono presenti quasi esclusivamente investitori istituzionali quali fondi comuni di investimento e fondi pensione[50].

La struttura azionaria di Generali, unitamente alla storica ridotta partecipazione alle Assemblee di soggetti in possesso di quote minori, già di per sé testimoniano le potenzialità di indirizzo strategico di Mediobanca negli affari di Generali, in quanto occorrerebbe l'aggregazione di un numero estremamente elevato di azionisti per poter assumere decisioni opposte a quelle proposte dall'azionista di maggioranza relativa.

54. Ai fini di una corretta valutazione del ruolo di Mediobanca nelle Assemblee di Generali non si può prescindere dalla considerazione di due importanti eventi, realizzatisi nell'ultimo triennio, che hanno condotto ad una alterazione sensibile dell'assetto azionario di Generali: a) l'acquisizione del controllo di Ina Spa da parte di Generali, mediante Opa-Ops, deliberata dall'Assemblea straordinaria del 30 ottobre 1999, nonché la successiva fusione per incorporazione di Ina Spa approvata dall'Assemblea straordinaria del 28 luglio 2001; b) l'acquisizione del 75,9% del capitale sociale di Euralux da parte di Mediobanca, decisa il 24 novembre 2000, decorrente dal 30 giugno 2001 e perfezionata con la fusione per incorporazione di Euralux in Mediobanca realizzata in data 17 dicembre 2001.

La prima delle operazioni indicate ha comportato un rilevante aumento di capitale, necessario per la realizzazione dell'offerta pubblica. Ciò si è tradotto in una significativa riduzione delle quote azionarie dei principali azionisti di Generali. In particolare, prima dell'Assemblea del 30 ottobre 1999 Mediobanca deteneva una quota dell'11,875%, mentre successivamente all'aumento di capitale tale quota si è ridotta al 10,543%. L'altro azionista di rilievo, Euralux, con cui Mediobanca era legata da un patto di sindacato che prevedeva un diritto di prelazione reciproco in caso di alienazione delle rispettive partecipazioni in Generali, è passato dal 4,763% al 3,900%.

55. La somma delle partecipazioni in Generali di Mediobanca ed Euralux era, prima dell'Opa-Ops su Ina pari a 16,638%, mentre successivamente a tale operazione è divenuta del 14,443%. Si tratta di una variazione di rilievo nell'assetto azionario di Generali, trattandosi di una società che, come già evidenziato, presenta un flottante di circa l'80%. La successiva fusione, intervenuta tra Mediobanca ed Euralux, ha determinato un'altra modifica significativa nell'assetto azionario di Generali, in quanto la quota in possesso di Mediobanca si è attestata all'attuale 13,634%.

56. Sulla base delle argomentazioni che precedono, per l'esame del caso di specie, appare più corretto considerare Generali, dopo l'acquisizione di Ina, come una società caratterizzata da una composizione della compagine

---

49 *[Secondo la definizione Consob, si considera flottante tutto il capitale posseduto da azionisti che non raggiungono il 2%.]*

50 *[L'analisi dei verbali delle assemblee svoltesi tra il 1997 e il 2002 mostra che, di regola, sono presenti azionisti che rappresentano una quota compresa tra il 27% e il 32% del capitale sociale. Solo nell'assemblea del 30 aprile 1999 si è registrata una partecipazione maggiore, pari al 37% circa.]*

sociale sensibilmente diversa da quella esistente prima di tale operazione. Infatti, l'acquisizione di Ina ha determinato un rilevante aumento di capitale sociale che si è riflesso su tutti gli azionisti.

Viceversa, la seconda operazione ha riguardato soltanto un'azionista, anche se quello di maggioranza, senza incidere sulla dimensione complessiva del capitale sociale di Generali. Pertanto, non sembra possibile considerare che la fusione di Euralux in Mediobanca abbia prodotto modifiche significative sull'impresa Generali.

Pertanto, assume rilievo l'analisi delle votazioni avvenute nelle 3 assemblee ordinarie di Generali, svoltesi successivamente al 30 ottobre 1999.

Le votazioni in Assemblea

57. In via preliminare si deve osservare che l'analisi dei voti espressi nelle 2 Assemblee precedenti il 30 ottobre 1999, mostra che in quella del 27 giugno 1998 i voti di Mediobanca ed Euralux erano da soli sufficienti a garantire la maggioranza assoluta dei diritti di voto.

Tabella 2: Votazioni nelle assemblee Generali 1998-2002

	1998		**1999**		**2000**		**2001**		**2002**	
	% su capitale ordinario	% su capitale presente	% su capitale ordinario	% su capitale presente	% su capitale ordinario	% su capitale presente	% su capitale ordinario	% su capitale presente	% su capitale ordinario	% su capitale presente
% voti presenti	33,08	100	37,18	100	29,79	100	32,04	100	30,74	100
Mediobanca	12,13	36,67	13,38	35,99	10,13	33,99	10,64	33,22	14,56	47,56
di cui										
Spafid	*6,26*	*18,94*	*7,51*	*20,21*	*5,38*	*18,05*	*5,85*	*18,26*	*2,15*	*6,95*
(in delega)*	*0*	*0*	*1,58*	*4,26*	*0,53*	*1,77*	*0*	*0*	*0,61*	*1,99*
Euralux	4,76	14,4	4,76	12,79	3,89	13,07	3,89	12,15	0	0
Totale	**16,89**	**51,07**	**18,14**	**48,78**	**14,02**	**47,06**	**14,53**	**45,37**	**14,56**	**47,56**
Fondiaria	0,99	2,98	in delega a Spafid		1,97	6,6	1,97	6,14	1,47	4,78
Sai	0,61	1,83	in delega a Spafid		in delega a Spafid		0,43	1,34	in delega a Spafid	
Totale Mediobanca + Sai e Fondiaria	**18,49**	**55,88**	**18,14**	**48,78**	**15,99**	**53,66**	**16,93**	**52,85**	**16,03**	**52,34**

**** Sono escluse tra le azioni in delega di Spafid quelle relative ad imprese appartenenti al gruppo Mediobanca. Nei cinque anni considerati, le azioni in delega di Spafid sono solo quelle possedute dai gruppi Sai o Fondiaria.***

58. Con riferimento alle Assemblee successive al 30 ottobre 1999, l'analisi dei voti mostra che in tali Assemblee Mediobanca (con Euralux) dispone di una percentuale di voti molto prossima alla maggioranza assoluta dei presenti[51]. Tale maggioranza verrebbe sempre raggiunta, qualora ai voti di Mediobanca si aggiungessero quelli spettanti a Sai e Fondiaria, ovvero ad imprese che si sono sistematicamente conformate al voto della banca d'affari[52]. Nelle Assemblee del 30 aprile 1999, 29 aprile 2000 e 27 aprile 2002 Sai ha delegato al voto la società fiduciaria Spafid, totalitariamente controllata da Mediobanca, e Fondiaria ha delegato la stessa Spafid nell'assemblea del 30 aprile 1999.

59. Venendo all'analisi delle ultime tre assemblee, si osserva che nell'Assemblea ordinaria del 29 aprile 2000 sono presenti azionisti per un totale di voti del 29,79%. Il gruppo Mediobanca, comprese le deleghe Sai a Spafid, insieme ad Euralux, deteneva una quota complessiva del 14,02% del capitale ordinario, pari al 47,06% del capitale partecipante. La quota di capitale ordinario detenuta da Fondiaria risultava pari all'1,97%. Pertanto, la quota complessiva di Mediobanca e Fondiaria risultava pari a circa il 16% del capitale ordinario, pari al 53,66% del capitale presente.

Tra i principali altri azionisti presenti in Assemblea, in possesso di almeno un milione di azioni ordinarie, vi sono il fondo pensione dei dipendenti della Banca d'Italia, con il 4,55% di azioni e numerosi altri investitori istituzionali (fondi pensione e fondi comuni di investimento), tra cui anche il fondo pensione dei dipendenti di Generali. Complessivamente tali soggetti rappresentavano, nell'Assemblea del 2000 circa il 13% delle azioni ordinarie presenti.

---

[51] *[Sulla base delle disposizioni statutarie l'Assemblea ordinaria di Generali delibera su una serie di questioni, tra cui, con cadenza triennale, la nomina dei membri del Consiglio di Amministrazione, con il voto favorevole della maggioranza assoluta del capitale rappresentato (artt. 19 e 23).]*

[52] *[In ogni caso, come mostrato in seguito, tali Assemblee hanno sempre votato conformemente agli orientamenti di Mediobanca, anche in considerazione dell'elevato numero di azionisti presenti, che impedisce il formarsi di maggioranze alternative.]*

Si deve considerare che i fondi sono soggetti che, per legge, hanno l'obiettivo di massimizzare il valore dei titoli in portafoglio per conto dei propri clienti; di regola, questa categoria di investitori non è particolarmente interessata al complesso della gestione ordinaria delle società, ed interviene nelle Assemblee delle società quotate in modo difforme (astenendosi o con il voto contrario) rispetto al management e ai principali azionisti, soltanto quando ritiene che le deliberazioni all'ordine del giorno possano influire negativamente sul valore dei titoli.

60. Nell'Assemblea ordinaria del 28 aprile 2001 risultano presenti azionisti per un totale di voti pari al 32,04%. Il gruppo Mediobanca, insieme ad Euralux, deteneva complessivamente il 14,53% delle azioni con voto. Sai e Fondiaria detenevano rispettivamente lo 0,43% e l'1,97%. Aggiungendo le quote detenute dalle due compagnie di assicurazioni a quelle in possesso di Mediobanca ed Euralux, si ottiene una quota di azioni pari al 16,93%, corrispondente a circa il 53% del capitale presente.

Anche in questa Assemblea, tra i principali azionisti presenti vi sono investitori istituzionali, rappresentanti oltre il 14% del capitale ordinario. L'Assemblea ordinaria del 2001, le cui vicende verranno analizzate in dettaglio nel prosieguo, assume particolare interesse nella gestione di Generali, in quanto all'ordine del giorno vi è, tra l'altro, la nomina dei componenti del Consiglio di Amministrazione.

La lista dei componenti il Consiglio di Amministrazione è stata approvata con lo 0,13% di voti contrari e il 29,35% di astensioni, tra cui spiccano quelle di alcuni fondi, in particolare quello della Banca d'Italia.

61. All'Assemblea straordinaria del 28 luglio 2001, che ha deliberato la fusione per incorporazione di Ina Spa in Generali con circa il 99,5% dei voti presenti, hanno partecipato azionisti in possesso del 24,43% del capitale sociale; tra le assenze vale sottolineare quella del fondo Banca d'Italia.

62. Nell'Assemblea del 27 aprile 2002 è presente il 30,74% del capitale sociale con diritti di voto. Mediobanca dispone direttamente del 14,61%, comprese le deleghe, tra cui importante è quella di Sai a Spafid; Fondiaria è presente, in delega a diverse persone fisiche, con circa l'1,5%.

Nel complesso, le quote di Mediobanca con Fondiaria ammontano ad oltre il 52% del capitale ordinario presente.

Anche in quest'Assemblea, i principali altri azionisti sono rappresentati essenzialmente da investitori istituzionali quali fondi pensione e fondi comuni. Complessivamente tale categoria di investitori rappresenta poco meno del 14% delle azioni votanti.

Nell'Assemblea del 28 aprile 2002, oltre all'approvazione del bilancio, il principale argomento all'ordine del giorno era la nomina del consiglio dei sindaci. Sono state presentate due liste, di cui una sostenuta da alcuni fondi, che ha raggiunto una quota di voti favorevoli di circa il 15%. La lista avallata da Mediobanca ha realizzato il 78% dei voti a favore, inclusi quelli di Fondiaria.

63. Dall'esame delle votazioni avvenute nelle Assemblee di Generali negli ultimi anni, emerge che, successivamente alla fusione Generali/Ina, risulta fondamentale per il raggiungimento da parte di Mediobanca della maggioranza assoluta dei voti in assemblea il voto favorevole di Fondiaria.

Proprio il rischio di perdere questo voto potrebbe avere indotto Mediobanca ad attivarsi prontamente per acquisire il controllo congiunto di Fondiaria con Sai, a seguito dell'Opa di Italenergia su Montedison.

64. A conferma della possibilità per Mediobanca di esercitare un'influenza nella gestione degli affari di Generali, nel corso del procedimento è stata acquisita documentazione in merito agli eventi che hanno preceduto le ultime due assemblee di Generali, da cui si evince come le principali decisioni fossero state oggetto di concertazione preventiva con Mediobanca.

Eventi che hanno preceduto l'Assemblea di Generali del 28 aprile 2001

65. Prima dell'Assemblea del 28 aprile 2001, che ha nominato l'attuale Consiglio di Amministrazione di Generali, in carica per un triennio, risulta che il 26 aprile si è riunito il Comitato nomine, organo interno di Mediobanca previsto dal Patto di Sindacato di Mediobanca stessa *[omissis]*.

Nel verbale di tale riunione, il Comitato nomine propone la riconferma di *[omissis]* membri in scadenza, *[omissis]*[53].

Nello stesso verbale è anche indicato che tale lista potrebbe subire modifiche nel tentativo di raggiungere un accordo con il secondo azionista di Generali.

Nella suddetta successiva Assemblea del 28 aprile 2001 viene presentata un'unica lista contenente 20 nominativi, invece di 21, costituita da: gli stessi *[omissis]* membri per cui Mediobanca proponeva il rinnovo; *[omissis]* dei *[omissis]*ulteriori nominativi indicati dal Comitato nomine di Mediobanca; 1 solo membro che non era presente nella lista indicata da Mediobanca nella riunione del 26 aprile 2001.

---

[53] *[In base all'art. 31 dello Statuto, il Consiglio di Amministrazione è composto da non meno di 11 e non più di 21 membri nominati dall'Assemblea, che durano in carica per un triennio e sono rieleggibili.]*

66. Per quanto concerne i membri del Consiglio di Amministrazione si osserva che 5 di questi risultano presenti anche nel Consiglio di Amministrazione di Mediobanca. Si tratta del Presidente di Generali, dott. Gutty, dei due Vicepresidenti, dott. Cingano (anche Presidente di Mediobanca) e dott. Bernheim, del dott. Pecci e del dott. Biasi. Nel Consiglio di Amministrazione di Generali è inoltre presente il Prof. Marchetti, Presidente del Patto di sindacato di Mediobanca.

67. Tutti i membri del Consiglio di Amministrazione di Generali indicati al punto precedente, ad eccezione del dott. Pecci, sono anche membri del Comitato esecutivo della società[54]. Considerato che il Comitato è composto da 9 membri, ne deriva che la maggioranza dei membri dello stesso (5 membri su 9) è presente, in posizione di rilievo, anche negli organi sociali di Mediobanca o nel Patto di Sindacato. Si deve sottolineare che, sulla base delle attribuzioni delegate dal Consiglio di Amministrazione del 28 aprile 2001, il Comitato esecutivo di fatto presiede alla gestione ordinaria di Generali[55].

68. Sempre prima dello svolgimento dell'Assemblea, risulta che il dott. Maranghi e il dott. Gutty, destinato a sostituire Desiata alla Presidenza di Generali, hanno sottoscritto, in data 26 aprile 2001, un accordo con l'impegno di deposito presso un notaio di fiducia. In tale accordo si stabilisce che *[omissis]*.

A tal fine, il dott. Maranghi, in qualità di Amministratore delegato di Mediobanca, *[omissis]*[56].

69. Si ricorda che la nomina del dott. Gutty è avvenuta a scapito di quella del dott. Desiata il quale, come emerge dal verbale dell'Assemblea tenutasi il 28 aprile 2001, all'invito di diversi azionisti di rimanere nel Consiglio di Amministrazione, manifesta *"la sua indisponibilità ad entrare in un consiglio "organizzato ed individuato altrove""*[57].

Eventi che hanno preceduto l'Assemblea di Generali del 27 aprile 2002

70. Anche in relazione all'Assemblea del 27 aprile 2002, la documentazione acquisita nel corso del procedimento mostra l'esistenza di contatti e incontri preventivi presso Mediobanca.

71. In particolare, risulta che in data 8 aprile 2002 si è svolta una prima riunione tra il dott. Maranghi e il dott. Gutty.

In un appunto predisposto in merito dal dott. Maranghi emerge l'insoddisfazione dello stesso in relazione alla gestione degli affari di Generali e, di conseguenza, la sua intenzione di procedere ad una modifica nell'attribuzione dei poteri all'interno della compagnia di assicurazioni. *[omissis]*[58].

72. Nel corso dell'incontro dell'8 aprile 2002 si è discusso anche di questioni strettamente connesse alla gestione ordinaria, quali i problemi relativi ad Assitalia, il riposizionamento delle reti italiane di vendita di Generali, l'ottimizzazione dell'Information Technology, la liquidazione sinistri.

73. *[omissis]*[59].

74. Successivamente, in data 24 aprile 2002 si è riunito il Comitato nomine di Mediobanca *[omissis]*. Dal verbale del Comitato si evince che vengono sostanzialmente confermati gli orientamenti sui nominativi e sulla nuova ripartizione dei poteri all'interno di Generali, espressi nella riunione dell'8 aprile 2002.

[omissis][60].

---

[54] *[In base all'articolo 38 dello Statuto di Generali: Il Consiglio di Amministrazione può nominare ogni anno fra i propri membri un Comitato Esecutivo, delegando allo stesso determinate attribuzioni, salvo le limitazioni di legge. Esso può inoltre nominare, fra i propri membri, uno o più Amministratori delegati, stabilendone le attribuzioni. Il Comitato esecutivo è composto dal Presidente del Consiglio di Amministrazione, che lo presiede, dal o dai Vicepresidenti e da non meno di 4 né più di 7 membri del Consiglio stesso, compresi fra essi gli Amministratori delegati ove si sia provveduto alla loro nomina.]*

[55] *[Cfr. doc. 331, Verbale del Consiglio di Amministrazione del 28 aprile 2001.]*

[56] *[Cfr. doc. 295, Verbale Comitato nomine e documentazione predisposta per il Comitato nomine del 24 aprile 2002; sono state rinvenute anche alcune bozze del documento citato, tra cui una inviata al Dott. Gutty da parte del Dott. Maranghi in data 25 aprile 2001 (cfr. doc. 297).]*

[57] *[Cfr. doc. 500, Verbale Assemblea di Generali del 28 aprile 2001[omissis].]*

[58] *[Cfr. doc. 295, cit. e doc. 297 Assemblea 2002, Incontro per rinnovo cariche sociali.]*

[59] *[Cfr. doc. 297 cit.]*

[60] *[Cfr. doc. 295, cit.]*

75. Tra gli argomenti discussi dal Comitato nomine vi è anche la composizione del comitato esecutivo *[omissis]*[61].

76. Dal verbale di Assemblea del 27 aprile 2002 risulta che il Presidente comunica all'Assemblea le avvenute dimissioni di un consigliere, dott. Gazzoni Frascara, a far data dal 26 aprile e successivamente informa l'Assemblea che "*nel Consiglio di Amministrazione, che è previsto si tenga al termine della seduta assembleare, lui stesso proporrà la nomina di due Amministratori delegati, ovvero la nomina del Dottor Sergio Balbinot, che attualmente ricopre il ruolo di Direttore Generale, e la riconferma del Dottor Giovanni Perissinotto.*" In altri termini, questa indicazione fornita preventivamente da Mediobanca è stata puntualmente confermata[62].

77. Nel Consiglio di Amministrazione tenutosi al termine dell'Assemblea viene nominato effettivamente il dott. Balbinot come consigliere.

Successivamente, viene attribuito l'incarico di Presidente al dott. Gutty e quello di Amministrare delegato ai dott. Perissinotto e Balbinot.

Vengono inoltre ridefinite le attribuzioni delegate agli Amministratori, conformandosi esattamente alle indicazioni di Mediobanca[63].

78. Nello stesso Consiglio di Amministrazione vengono inoltre nominati i componenti del Comitato Esecutivo, i dott. Gutty, Bernheim, Cingano, Bastianello, Balbinot, Perissinotto, Biasi, Broggini, Marchetti[64], anche in questo caso a conferma delle indicazioni provenienti dalla banca d'affari.

79. *[omissis]*[65]. *[omissis]*[66].
[omissis][67].

La posizione delle parti

80. Nel corso del procedimento istruttorio sono state ascoltate in audizione Mediobanca e Premafin-Sai, rispettivamente il 2 e 3 ottobre 2002, al fine di acquisire la loro posizione in merito alla diversa valutazione circa il controllo della nuova impresa Fondiaria-Sai fornita nel presente provvedimento. Mediobanca è stata inoltre interpellata per fornire chiarimenti in merito all'ipotesi di controllo su Generali.

Il controllo su Fondiaria-Sai

81. Con riferimento alla nuova impresa Fondiaria-Sai che nascerà al termine dell'operazione, sia Premafin che Mediobanca hanno negato che si possa configurare un loro controllo congiunto su Fondiaria-Sai.

82. Al riguardo Premafin ha osservato in primo luogo che "*ad esito della fusione, la partecipazione di Premafin in Fondiaria-Sai sarà del 34-35%, quota che storicamente consente un controllo di fatto esclusivo*". Infatti le partecipazioni degli azionisti alle Assemblee di Fondiaria sono in precedenza sempre state di circa il 60%. Pertanto, Premafin non avrebbe bisogno di accordarsi con nessun altro azionista per controllare Fondiaria-Sai. Secondo Premafin, inoltre, l'ipotesi di un controllo congiunto tra la stessa Premafin e Mediobanca si potrebbe "*eventualmente valutare in base al tasso di assenteismo*" in Assemblea.

83. In secondo luogo, sia Premafin che Mediobanca hanno rilevato che l'indebitamento di Premafin nei confronti di Mediobanca non è elevato, né in termini assoluti, in quanto "*il rapporto di indebitamento è del [omissis]%, pertanto, vi è la capacità finanziaria di Premafin di indebitarsi ulteriormente*", né in termini relativi, in quanto occorre considerare che una parte dei finanziamenti di Mediobanca sono stati concessi in pool.

In ogni caso, osserva Mediobanca che sostenere un "*vincolo di dipendenza di Premafin nei confronti di Mediobanca dovuto ai crediti in essere è errato, in quanto le clausole dei contratti di finanziamento sono quelle usuali e in nessun modo possono implicare il controllo della società da parte di Mediobanca. Allo stesso modo, l'entità della copertura dei debiti finanziari di Premafin va letta alla luce della ricerca da parte di Mediobanca di rapporti esclusivi*

---

61 *[Cfr. doc. 295 cit.]*
62 *[Cfr. doc. 500 cit., Verbale Assemblea Generali del 27 aprile 2002.]*
63 *[Cfr. doc. 500 cit., Verbale Consiglio di Amministrazione del 27 aprile 2002]*
64 *[Cfr. doc. 500 cit. al punto precedente.]*
65 *[Cfr. doc. 352, Ipotesi acquisto Fondiaria con debiti, e doc. 353, Ipotesi acquisto Fondiaria con azioni.]*
66 *[Cfr. punto 33.]*
67 *[Cfr. doc. 334 cit.]*

con la propria clientela". Inoltre, in merito alle azioni Sai cedute in garanzia a Mediobanca, la banca d'affari osserva che "*ove, infatti, sussistesse un rapporto di controllo, tali garanzie reali non sarebbero necessarie*".

84. In terzo luogo, entrambe le società ascoltate in audizione hanno affermato che "*l'operazione è stata sviluppata per iniziativa di Sai, la quale fin dal 1998 aveva studiato la possibilità di un'integrazione con Fondiaria. Successivamente all'acquisto della partecipazione da Montedison, Sai ha autonomamente considerato una serie di opzioni, anche diverse da quella che poi si è configurata, quali la vendita a Toro o ad altri operatori esteri, o la vendita della sola Milano Assicurazioni*"[68]. In tale contesto "*derivano i contatti con il secondo azionista di Fondiaria. Tali contatti, che sono avvenuti anche con altri azionisti di minoranza, sono fisiologici*"[69].

85. *[omissis]*[70].
[omissis][71].

Il controllo su Generali

86. Anche per quanto concerne Generali, Mediobanca ha negato che si possa imputarne alla banca d'affari il controllo. In particolare, dopo aver ricordato come tale questione abbia già costituito oggetto di valutazione negativa da parte della Commissione CE nei casi Mediobanca/Generali del 1991 e Generali/Ina del 2000, Mediobanca ha affermato che "*la numerosa documentazione estratta indica come l'operato di Mediobanca fosse informato a tutelare, da un lato, l'indipendenza della Compagnia quale public company e, dall'altro, a salvaguardare gli investimenti che Mediobanca ha nei confronti di Generali, ed i relativi rischi*".

87. Inoltre, Mediobanca ha affermato che dei membri del Consiglio di Amministrazione e del Comitato esecutivo solo il dott. Cingano rappresenta direttamente Mediobanca, mentre tutti gli altri Consiglieri di Generali, che risultano presenti anche negli organi della banca d'affari, sono stati nominati in Generali indipendentemente dai propri rapporti con Mediobanca. In particolare, il dott. Bernheim è entrato in Generali in rappresentanza di Lazard, il dott. Biasi, che non è più membro del Consiglio di Amministrazione di Mediobanca, in rappresentanza di Unicredito, il dott. Gutty è un *manager* interno della stessa Generali, mentre il Prof. Marchetti è un professionista indipendente.

88. Per quanto riguarda poi i rapporti con Generali, Mediobanca "*evidenzia una forte carenza di informazioni di Generali da parte di Mediobanca, raramente informata delle vicende salienti relative alla Compagnia, discostandosi da un modello di corretta informazione all'azionista da parte dei managers. In questo contesto si inserisce l'accordo, stipulato a titolo personale, fra Gutty e Maranghi, con il quale il rappresentante di un importante azionista di Generali ha inteso disciplinare il flusso di informazioni verso gli organi sociali (Consiglio di Amministrazione e Comitato esecutivo) e verso l'azionista e porre rimedio alla situazione di deficit informativo. L'accordo è venuto meno nell'aprile 2002, al decadere di Gutty da Amministratore Delegato, rimanendo solo Presidente*".
In questo senso, Mediobanca si sarebbe limitata ad avallare esclusivamente le proposte del Presidente del Consiglio di Amministrazione, organo peraltro proposto a dirimere i dissidi interni.

V. Valutazioni giuridiche

Premessa

89. L'articolo 5 della legge n. 287/90 prevede che il controllo può essere acquisito da "*una o più imprese*". L'articolo 7 della stessa legge prevede inoltre un'ampia nozione di controllo, in base alla quale la possibilità di esercitare un'influenza determinante sulle attività di un'impresa deve essere valutata "*tenuto conto delle circostanze di fatto e di diritto*".
Le nozioni di concentrazione e di controllo trovano peraltro esplicitazione nella Comunicazione della Commissione del 1998 sulla nozione di concentrazione: "*il controllo può essere acquisito da una singola impresa o congiuntamente da più imprese*"[72]. Inoltre, "*l'acquisizione del controllo dipende da una serie di elementi di diritto e di fatto. L'acquisizione di diritti di proprietà e i patti tra azionisti sono importanti, ma non sono i soli elementi pertinenti; possono essere determinanti anche relazioni economiche. Perciò, in circostanze eccezionali, una situazione di dipendenza economica può implicare un controllo di fatto, per esempio quando accordi di fornitura a lungo termine o*

---

68 *[Cfr. Verbale audizione Mediobanca del 2 ottobre 2002.]*
69 *[Cfr. Verbale audizione Premafin del 3 ottobre 2002.]*
70 *[Cfr. lettera di Premafin all'Autorità dell'8 ottobre 2002.]*
71 *[Cfr. verbale audizione Mediobanca del 2 ottobre 2002.]*
72 *[Cfr. punto 8 della Comunicazione della Commissione 98/C/66/02.]*

crediti concessi dai fornitori o dai clienti, combinati con legami strutturali, conferiscono a questi ultimi un'influenza determinante".

90. Come noto, la nozione di controllo, sia esso esclusivo o congiunto, elaborato ai fini dell'applicazione della normativa antitrust, non coincide necessariamente con quella derivante dalla normativa civilistica ovvero di vigilanza ed è desumibile da una serie di elementi che, letti in maniera congiunta, consentono di affermare l'esistenza di un'influenza determinante di una o più imprese su un'altra.

In virtù della lettura combinata dei numerosi elementi probatori raccolti nel corso del procedimento, risulta che l'operazione consiste nell'acquisizione da parte di Mediobanca e Premafin di un controllo congiunto sulla nuova entità Fondiaria-Sai. L'operazione potrebbe determinare contemporaneamente in capo a Mediobanca l'acquisto del controllo esclusivo su Generali

L'importanza degli elementi di fatto nell'analisi della posizione di Mediobanca nelle società partecipate deriva anche dalla circostanza che lo statuto della banca d'affari esclude la possibilità di partecipazioni superiori al 15% in imprese industriali. Pertanto, in assenza di patti di sindacato espressi con altri azionisti[73], l'analisi coordinata di elementi indiziari costituisce presupposto indispensabile per valutare l'eventuale influenza che, sotto il profilo gestionale, Mediobanca può essere in grado di esercitare sulla nuova entità derivante dalla concentrazione e su Generali.

Posizione di controllo di Mediobanca su Fondiaria-Sai

91. In merito alla configurabilità di un controllo di Mediobanca sulla nuova entità derivante dalla concentrazione, rilevano numerosi elementi di fatto emersi nel corso della presente procedura.

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

92. Per quanto concerne le modalità attraverso cui l'operazione è stata condotta nelle sue varie fasi, appare evidente che un ruolo centrale è stato svolto da Mediobanca. Già molto prima del lancio dell'OPA su Montedison erano intercorsi stretti contatti tra la famiglia Ligresti e i rappresentanti di Mediobanca per progettare l'aggregazione di Sai con Fondiaria[74].

Dalla documentazione istruttoria emerge con evidenza che l'interesse all'operazione non è riconducibile esclusivamente a Premafin, ma risulta sicuramente condiviso da Mediobanca. Da un lato, l'urgenza con cui Sai ha formulato una proposta d'acquisto particolarmente onerosa concordata con Mediobanca mostra l'interesse diretto della citata società ad evitare che Fondiaria, tra l'altro presente nel proprio patto di sindacato ed importante azionista di Generali, potesse essere acquisita da imprese industriali non "legate" a Mediobanca. Dall'altro lato, Premafin aveva un chiaro interesse a dar vita al più importante gruppo assicurativo italiano nei rami danni in una logica di "gestione familiare", riconducibile alla famiglia Ligresti[75] al punto da essere disposta a rinunciare alla individuazione del *management*[76].

Anche nelle fasi successive alla mera progettazione della concentrazione, Mediobanca ha tenuto direttamente i rapporti istituzionali necessari per ottenere le prescritte autorizzazioni da parte degli organi di vigilanza[77] ed ha sistematicamente svolto un ruolo di monitoraggio di ogni decisione assunta in ordine alle modalità con cui l'operazione doveva essere realizzata. *[omissis]*[78].

Si consideri, tra l'altro, che, in un arco temporale compreso tra il dicembre 2001 ed il luglio 2002, Mediobanca ha intrattenuto numerosi contatti con Premafin anche per discutere il futuro assetto del Consiglio di Amministrazione della nuova entità[79].

93. Peraltro, la rilevante presenza di Mediobanca nelle varie fasi dell'operazione non può essere giustificata nemmeno da un presunto ruolo di advisor, sia perché l'intervento di Mediobanca trascende quello normalmente svolto da un mero advisor, sia perché gli effettivi advisors dell'operazione sono stati JP Morgan per Sai e Lehman Brothers per Fondiaria. Sotto questo profilo, a differenza di quanto sostenuto da Premafin, non si può considerare come "fisiologico"

---

73 *[Patti sicuramente assenti per Fondiaria- SAI e Generali, in quanto, trattandosi di società quotate, l'esistenza di patti di sindacato deve essere comunicata alla Consob ai sensi del Tuf.]*

74 *[Cfr. punti 21 e ss.]*

75 *[Cfr. punti 21 e 36.]*

76 *[Cfr. punto 24.]*

77 *[Cfr. punto 32.]*

78 *[Cfr. punto 33.]*

79 *[Cfr. punto 37.]*

il ruolo svolto da Mediobanca nell'operazione. Esso infatti è sicuramente ulteriore rispetto al ruolo che formalmente dovrebbe assumere un mero azionista di minoranza, quale appunto dovrebbe essere Mediobanca.

94. Dato il forte impegno economico che l'operazione avrebbe comportato, Premafin, già da tempo legata a Mediobanca da contratti di finanziamento a lungo termine, ha chiesto e ottenuto da Mediobanca gli elevati finanziamenti addizionali necessari per la realizzazione dell'operazione[80]. Si consideri che l'indebitamento complessivo di Premafin nei confronti di Mediobanca rappresenta oggi, anche a seguito dei rilevanti esborsi dovuti per l'operazione, *[>75]*% dei debiti complessivi di Premafin[81], pari a *[omissis]* del passivo della holding. A sua volta, Sai avrà un debito di lungo periodo nei confronti di Mediobanca pari a 400 milioni di Euro[82].

Sotto questo profilo appare irrilevante, come sostenuto dalle parti, che il finanziamento sarebbe stato concesso a condizioni di mercato. La presenza di un finanziamento di tale entità rappresenta un elemento che, come già evidenziato, deve essere valutato congiuntamente all'insieme degli ulteriori fattori emersi nel corso del procedimento. In questo senso, ciò che rileva è il fatto che Premafin e Sai, già in precedenza legate con Mediobanca, ovvero il secondo azionista di Fondiaria, da contratti di finanziamento di lungo periodo, abbiano ottenuto direttamente da Mediobanca le risorse necessarie per l'operazione[83].

95. La totalità dei prestiti di lungo periodo concessi a Premafin prevede inoltre, come garanzia, la costituzione in pegno a favore di Mediobanca di un quantitativo rilevante di azioni di Fondiaria *[omissis]*. Per stessa affermazione del rappresentante di Premafin il *[omissis]*[84]. In altri termini, in Premafin vi è la consapevolezza-ed anzi si avverte la necessità di informare a tal fine il nuovo amministratore delegato (dott. Bondi) – che la partecipazione nella nuova entità debba essere ritenuta come "indirettamente" riconducibile a Mediobanca.

D'altro canto, sebbene, con apposito patto (in deroga a quanto previsto dall'articolo 2352 c. c.), sia stato previsto che l'esercizio dei diritti di voto si mantiene in capo al debitore pignoratizio, è ragionevole ritenere che l'espressione del voto da parte di Premafin debba tener conto delle esigenze di Mediobanca. Sotto questo profilo non si può trascurare che, in caso di risoluzione del contratto, Premafin, per non perdere la garanzia rappresentata dalle azioni in pegno, dovrebbe necessariamente provvedere alla restituzione immediata dell'importo dovuto. *[omissis]*

Tale elemento, accanto all'insieme dei fattori evidenziati, costituisce un ulteriore indizio sulla necessità per Premafin di concertarsi con Mediobanca ai fini della gestione della nuova entità Fondiaria-Sai.

96. Dall'analisi del complesso *iter* seguito per portare a termine l'operazione emerge inoltre la particolare rilevanza che, nell'occasione, hanno svolto gli stretti legami personali tra i vertici di Mediobanca e Premafin. Dalle evidenze a disposizione emerge che, nell'ambito di un Consiglio di Amministrazione di Premafin composto da sette membri, almeno i due, con poteri maggiori di decisione e di indirizzo, ossia il Presidente ed il Vice – Presidente sono "graditi" a Mediobanca. In particolare, l'attuale Presidente di Premafin (dott. Ciani) era stato nominato nel 1993 su indicazione di Mediobanca; il Vice Presidente di Premafin (Sig.ra Jonella Ligresti) siede, dal 1° luglio 2001, nel Consiglio di amministrazione di Mediobanca e deve pertanto ritenersi quantomeno espressione, nell'ambito di Premafin, anche degli interessi della banca d'affari. Si consideri che il 5 settembre 2002 è stato nominato Amministratore delegato di Premafin il dott. Bondi, ex Amministratore delegato di Montedison all'epoca in cui Mediobanca era il principale azionista della società[85].

Siffatti legami assumono ovviamente rilevanza in ordine alla possibilità di Mediobanca e Premafin, in qualità di maggiori azionisti della nuova entità, di concertare le scelte da adottare nell'espressione del voto in assemblea.

97. Nel complesso, l'intero processo di conduzione dell'operazione, le cointeressenze di Mediobanca e Premafin in merito, uniti all'esistenza di forti legami economici e personali tra le due società potrebbero indurre a ritenere che si sia verificata, nel caso di specie, una di quelle "*situazioni eccezionali*", previste dalla Comunicazione della Commissione sulla nozione di concentrazione. La Comunicazione, infatti, prevede che "*eccezionalmente l'azione congiunta può verificarsi de facto laddove tra gli azionisti di minoranza esistano interessi comuni talmente forti da impedire uno scontro nell'esercizio dei diritti di voto nel contesto dell'impresa comune*"[86]. Ed inoltre, "*in caso di acquisizione di partecipazioni di minoranza, l'esistenza di tali interessi comuni è indicata da fattori quali la*

---

80 *[Cfr. punti 39 e ss.]*

81 *[Cfr. punto 42.]*

82 *[Cfr. punto 40.]*

83 *[Tale finanziamento, peraltro, è avvenuto in un contesto che ha visto la principale agenzia di rating ridurre la valutazione di Premafin e le sue controllate a seguito dell'operazione.]*

84 *[Cfr. punto 45.]*

85 *[Cfr. punti 46 e ss.]*

86 *[Cfr. punto 32, Comunicazione cit..]*

preesistenza di legami fra gli azionisti di minoranza, o l'acquisizione delle partecipazioni mediante azione concordata"[87].

98. Le circostanze cui la Commissione riconduce l'esistenza di un controllo di fatto sono tutte rinvenibili nel caso di specie, ove emerge che qualsiasi presa di posizione di Premafin viene assoggettata al vaglio di Mediobanca, per essere con la stessa concordata nei minimi dettagli. La numerosa corrispondenza intercorrente tra i rappresentanti legali delle due società testimonia dunque le singole fasi di trattativa che subisce ogni scelta gestionale che Premafin intenda assumere.

Sulla scorta di tali considerazioni, si evince che Premafin e Mediobanca sono in grado di influenzare congiuntamente l'azione di Fondiaria – Sai attraverso l'esercizio congiunto dei diritti di voto negli organi sociali, in virtù di elementi "*de facto*".

99. Alla luce delle precedenti considerazioni, non può essere condivisa la tesi sostenuta da Premafin, in base alla quale l'analisi delle serie storiche sull'assenteismo nelle Assemblee di Fondiaria mostra che la quota di azioni in possesso di Premafin è sufficiente a garantirle il controllo esclusivo sulla nuova entità Fondiaria-Sai.

Una simile ricostruzione prescinde del tutto dalla considerazione delle evidenze raccolte in sede istruttoria in merito al concerto per la progettazione, la realizzazione dell'operazione e la *governance* su Fondiaria-Sai, alla natura dei rapporti economici e finanziari tra Premafin e Mediobanca, nonché in merito all'esistenza dei forti legami personali che legano la banca d'affari e la compagnia di assicurazioni. Deve altresì rilevarsi, incidentalmente, che il criterio suggerito da Premafin è ritenuto utilizzabile dalla Commissione limitatamente alla dimostrazione del controllo esclusivo in capo al socio di minoranza di una società con capitale disperso tra una moltitudine di azionisti, e non con riferimento al controllo congiunto. Inoltre, il riferimento alle serie storiche non appare pertinente atteso che Fondiaria costituiva un'entità del tutto diversa rispetto al nuovo aggregato Fondiaria-Sai prodotto dalla fusione per incorporazione di Sai in Fondiaria e che, pertanto, il calcolo sulle precedenti presenze in assemblea non può assumere alcun valore in relazione alla nuova società derivante dalla fusione.

100. Nel complesso, le risultanze istruttorie depongono, dunque, nel senso che l'acquisto del controllo di Fondiaria- Sai non è esclusivamente riconducibile a Premafin e che, pertanto, deve essere considerata acquirente anche Mediobanca.

[omissis]

[omissis]

Posizione di controllo di Mediobanca su Generali

101. Sulla base delle evidenze documentali sopra illustrate Mediobanca era, già precedentemente all'operazione, in grado di esercitare un'importante influenza su Generali. Tuttavia, stanti i numerosi elementi istruttori raccolti, non è dato stabilire se tale influenza presentasse i requisiti di stabilità necessari per poter configurare un controllo di fatto esclusivo. Infatti, come emerge dall'analisi delle assemblee di Generali degli ultimi anni, Mediobanca, per disporre di una maggioranza assoluta dei diritti di voto, doveva poter contare oltre che sul voto di Euralux, società fusa in Mediobanca solo nell'ultimo anno, anche sui voti di Fondiaria, società di cui Mediobanca era la principale azionista. Si rileva al riguardo che, a seguito dell'acquisizione di Montedison da parte di Italenergia, Mediobanca non avrebbe più potuto esercitare alcuna influenza sui voti di Fondiaria nelle assemblee di Generali e dunque avrebbe visto affievolirsi notevolmente la sua capacità di incidere sulla formazione della volontà assembleare. Solo con l'operazione in esame, che determina l'acquisto del controllo congiunto di Mediobanca e Premafin su Fondiaria-Sai, è possibile ritenere che si siano verificate tutte le condizioni per affermare il consolidamento di un'influenza determinante di Mediobanca su Generali. Invero, proprio le modalità con cui si è realizzata l'operazione e si è manifestato l'intervento di Mediobanca fanno ritenere che una delle ragioni per cui l'operazione ha avuto luogo possa essere ricondotta alla necessità di rendere stabile l'influenza esercitabile su Generali.

102. Secondo la Comunicazione della Commissione sulla nozione di concentrazione, il controllo esclusivo di un'impresa "*può essere acquisito anche attraverso una partecipazione di minoranza qualificata. Che ciò sia il caso, può essere stabilito in base ad elementi di natura giuridica o fattuale*". La stessa Comunicazione precisa che un azionista di minoranza detiene il controllo esclusivo "*quando è altamente probabile che l'azionista possa ottenere la maggioranza nell'assemblea degli azionisti perché le azioni rimanenti sono disperse tra una moltitudine di proprietari. In una simile situazione è improbabile che tutti gli azionisti più piccoli saranno presenti o rappresentati all'assemblea. Per decidere se in un caso specifico vi sia o meno controllo esclusivo si verificano le presenze degli azioni alle assemblee degli esercizi precedenti. Se dal numero dei soci che partecipano all'assemblea si deduce che un azionista di minoranza gode di una stabile maggioranza dei voti nell'assemblea stessa, si considera che egli disponga di una partecipazione sufficiente ad assicurargli il controllo esclusivo*". Inoltre "*il controllo esclusivo può essere esercitato*

[87] *[Cfr. punto 33, Comunicazione cit..]*

anche da un azionista di minoranza che ha diritto di gestire gli affari della società e di determinare la sua politica aziendale", situazione che si verifica quando questi può fare affidamento sulla maggioranza dei membri degli organi sociali dell'impresa.

103. In merito al primo aspetto occorre preliminarmente osservare che Generali è una società ad azionariato diffuso con un capitale flottante pari a circa l'80%. In essa Mediobanca ha rappresentato e rappresenta il principale azionista, con una partecipazione attualmente di poco inferiore al 14%[88]. In una siffatta situazione esistono pertanto i presupposti per procedere ad un'analisi delle presenze degli azionisti nelle assemblee di Generali, al fine di verificare se sia "*altamente probabile*" che Mediobanca possa ottenere la maggioranza.

104. A riguardo, tenuto conto delle recenti modifiche della compagine sociale di Generali determinatesi a seguito dell'aumento di capitale, avvenuto il 30 ottobre 1999 per realizzare la fusione con il gruppo Ina[89], perfezionatasi il 28 luglio 2001, al fine di verificare l'effettiva capacità di Mediobanca di esercitare un'influenza determinante su Generali, appare opportuno limitarsi al contesto azionario attualmente esistente, esaminando l'esercizio dei diritti di voto nelle Assemblee del 29 aprile 2000, del 28 aprile 2001 e del 27 aprile 2002[90].

105. L'analisi della presenza degli azionisti nell'assemblea del 27 aprile 2002, dove era all'ordine del giorno, oltre all'approvazione del bilancio, anche la nomina del collegio dei sindaci, mostra che la partecipazione è stata del 30,74% delle azioni ordinarie. In tale Assemblea Mediobanca poteva contare direttamente su una partecipazione complessiva del 14,61%, di cui 13,63% di azioni proprie e il resto in delega. Si deve sottolineare che, tra le deleghe, compaiono anche quelle concesse dal gruppo Sai[91].

Questo dato indica come Mediobanca disponga di una partecipazione prossima a quella necessaria a detenere la maggioranza dei voti, e che vi sia quindi un'elevata probabilità di ottenere tale maggioranza, in ragione del numero estremamente elevato di altri azionisti. Tra tali azionisti vi sono, con rilevanti quantitativi di azioni, numerosi investitori istituzionali, quali fondi comuni di investimento e fondi pensione, la cui partecipazione ha natura sicuramente finanziaria.

In ogni caso, per garantire a Mediobanca la maggioranza assoluta, è sufficiente considerare le azioni di Fondiaria, pari all'1,5% circa del capitale ordinario, che corrispondono al 4,78% del capitale presente in Assemblea. Tenuto conto del fatto che l'operazione in esame era già in corso di realizzazione, deve ritenersi quantomeno probabile, infatti, che Mediobanca esercitasse un'influenza significativa su Fondiaria, la quale si trovava nella condizione di essere "*particolarmente propensa*"[92] a seguire Mediobanca nel momento dell'esercizio del diritto di voto in Generali.

106. Nell'assemblea del 28 aprile 2001, l'ordine del giorno era, oltre all'approvazione del bilancio, anche la nomina del Consiglio di Amministrazione per il triennio successivo.

L'analisi della presenza degli azionisti dimostra che la partecipazione a questa assemblea è stata del 32,04%, di cui il 14,53% in capo a Mediobanca ed Euralux. Anche in questo caso si tratta di una partecipazione molto prossima a quella sufficiente ad ottenere la maggioranza dei voti[93].

Tale maggioranza sarebbe garantita considerando le quote di Fondiaria, con l'1,97% del capitale ordinario.

107. Situazione analoga si verifica nell'Assemblea del 27 aprile 2000, nella quale la maggioranza viene raggiunta aggregando ai voti di Mediobanca ed Euralux, quelli di Fondiaria.

108. Nel complesso l'analisi delle ultime tre assemblee depone nel senso che Mediobanca era in grado di esercitare un'influenza determinante su Generali solo potendo contare sui diritti di voto in assemblea espressi da Fondiaria.

109. A conferma della situazione descritta, la documentazione agli atti dimostra, almeno per le Assemblee del 2001 e 2002, che le scelte compiute da Mediobanca in ordine alla gestione di Generali sono state approvate dalle Assemblee.

In questo senso si consideri che l'Assemblea di Generali del 28 aprile 2001, nella quale sono stati nominati i membri del Consiglio di Amministrazione in carica per il triennio successivo, ha di fatto confermato l'elenco proposto dal Comitato Nomine di Mediobanca il 26 aprile 2001, salvo che per un componente [94].

---

88 *[Cfr. punto 53.]*

89 *[Cfr., al riguardo, decisione della Commissione CE, M/1712, Generali-Ina, del 12 gennaio 2000.]*

90 *[Cfr. punto 57 e ss.]*

91 *[Cfr. punto 62.]*

92 *[Cfr., in questo senso, missiva della Commissione CE del 20 luglio 2001, relativa al caso M/2532 Fiat Montedison.]*

93 *[Cfr. punto 60.]*

94 *[Cfr. punti 65 e 66.]*

110. Il primo Consiglio di Amministrazione così composto si è tenuto il 28 aprile 2001, immediatamente dopo l'assemblea, ed ha proceduto alla nomina del Comitato Esecutivo composto da 9 membri, di cui 5 erano presenti in posizioni di rilievo negli organi sociali di Mediobanca. La maggioranza di tale organo, cui lo stesso Consiglio di Amministrazione ha delegato la gestione ordinaria della società, è pertanto riconducibile a Mediobanca[95]. In questo senso non appare accoglibile la posizione sostenuta da Mediobanca che intende negare tale elemento, sulla base del fatto che 4 di questi membri sarebbero stati nominati in Generali, indipendentemente dai rapporti con Mediobanca. Infatti, al di là di qualsiasi considerazione circa la coincidenza dei membri del Comitato esecutivo negli organi di Mediobanca, ciò che appare risolutivo è la circostanza che il Comitato esecutivo sia stato nominato dal Consiglio di Amministrazione di Generali nella composizione voluta da Mediobanca ed approvata con modifiche assolutamente marginali dall'assemblea.

111. Anche nel Consiglio di Amministrazione che ha seguito l'Assemblea del 27 aprile 2002, che si è occupato, tra l'altro, della ridefinizione delle deleghe degli Amministratori e del Comitato Esecutivo, sono state sostanzialmente ratificate le decisioni, prese altrove da Mediobanca.

[omissis][96].

Anche il Comitato nomine di Mediobanca, tenutosi il 24 aprile 2002 in vista dell'Assemblea aveva il medesimo oggetto e, per di più, prevedeva la composizione del Comitato Esecutivo di Generali che sarebbe stato nominato senza modifiche nel Consiglio di Amministrazione, successivo all'Assemblea[97].

112. Significativo è anche l'accordo sottoscritto tra gli Amministratori Delegati delle due società in data 26 aprile 2001 *[omissis]*[98]. Pertanto, la natura degli impegni dell'Amministratore Delegato di Generali nei confronti del legale rappresentante di Mediobanca, contenuti nell'accordo in esame, diversamente da quanto sostenuto da Mediobanca non attiene esclusivamente alle comuni esigenze di informazione da parte dell'azionista di maggioranza, ma interessa la gestione ordinaria anche attraverso indicazioni precise in ordine alle attribuzioni del management, alla tempistica ed all'oggetto delle riunioni del Comitato esecutivo. Invero, tale accordo potrebbe costituire un indicatore dell'esigenza di Mediobanca di dotarsi di strumenti ulteriori atti a garantirle quella stabilità di intervento tipica del controllo.

113. Un ulteriore elemento nel senso dell'influenza di Mediobanca nell'attività di Generali è riconducibile al fatto che, nei diversi incontri con esponenti di Mediobanca illustrati nella parte in fatto, si è discusso anche di argomenti strettamente attinenti alla gestione ordinaria della società, come la rete distributiva[99].

114. In conclusione, l'analisi delle presenze degli azionisti nelle assemblee di Generali mostra che Mediobanca per poter disporre di stabili maggioranze aveva bisogno di poter contare sul voto conforme di taluni altri azionisti. In particolare, risultavano necessari i voti di Euralux e Fondiaria. La disponibilità dei voti di Euralux è stata acquisita con certezza a seguito della fusione per incorporazione in Mediobanca della società, perfezionata in data 17 dicembre 2001. Con l'operazione in esame, ossia con l'acquisto del controllo su Fondiaria-Sai, Mediobanca acquista la disponibilità anche del voto di Fondiaria nelle Assemblee di Generali e quindi raggiunge una quota di circa il 16% dei diritti di voto, idonea a garantire la maggioranza assoluta nelle Assemblee. Gli ulteriori elementi documentali reperiti nel corso del presente procedimento confortano nella correttezza dell'interpretazione suddetta, mostrando che Mediobanca ha sempre avuto la capacità di influire sulle politiche gestionali e strategiche di Generali, seppure non necessariamente con carattere di continuità e stabilità.

115. Il descritto contesto economico e giuridico di riferimento risulta sostanzialmente diverso rispetto a quello esaminato dalla Commissione nel 1991[100] e nel 2000[101], quando la stessa ha ritenuto che non sussistessero le condizioni per l'affermazione di un controllo di Mediobanca su Generali.

Rispetto a tali decisioni occorre innanzitutto ricordare l'intercorsa fusione di Euralux in Mediobanca, che ha comportato l'incremento della quota azionaria di Generali direttamente posseduta da Mediobanca, nonché l'importanza che l'acquisto del controllo di Fondiaria assume nel calcolo dei diritti di voto nelle Assemblee di Generali.

Conclusioni

---

95 *[Cfr. punto 78 .]*

96 *[Cfr. punti 71 e ss.]*

97 *[Cfr. punti 74 e 75.]*

98 *[Cfr. punto 68.]*

99 *[Cfr. punti 72 e 73.]*

100 *[Cfr. doc. 319, Comunicazione della Commissione del 19 dicembre 1991 a Mediobanca.]*

101 *[Cfr. decisione della Commissione CE, M1712, Generali-Ina, del 12 gennaio 2000.]*

116. Nel complesso, l'analisi condotta sulla base degli elementi acquisiti nell'esercizio dei poteri istruttori mostra che l'operazione originariamente comunicata ha natura e caratteristiche diverse rispetto a quanto rappresentato dalle parti in sede di comunicazione ai sensi dell'articolo 16 della legge n. 287/90, operazione in relazione alla quale l'Autorità deliberava di avviare l'istruttoria nei confronti di Sai e Fondiaria.

Infatti, diversamente da quanto comunicato, dagli elementi raccolti emerge il ruolo fondamentale di Mediobanca nella realizzazione dell'operazione, tanto da potersi configurare un controllo congiunto di Mediobanca e Premafin su Fondiaria-Sai. Inoltre, la documentazione acquisita nel corso dell'istruttoria consente di affermare che Mediobanca, almeno a far data dalla operazione Fondiaria-Sai, detiene il controllo di fatto su Generali.

Per queste ragioni è necessario, al fine di procedere ad una corretta e completa analisi competitiva dell'operazione in esame, considerare la circostanza che Mediobanca, mentre acquista il controllo congiunto del primo gruppo assicurativo italiano nel ramo danni (Fondiaria-Sai), rafforza o acquista contestualmente la possibilità di esercitare un'influenza determinante sulla gestione di Generali, principale concorrente della nuova entità.

117. Alla luce di tali circostanze, l'operazione in esame, della cui reale configurazione l'Autorità ha avuto conoscenza sulla base dell'analisi degli elementi acquisiti in sede ispettiva, risulta sensibilmente diversa rispetto a quella originariamente notificata. Ai fini della valutazione di tale operazione, si rende quindi necessario avviare un'istruttoria su siffatta operazione nei confronti di tutte le imprese che ne sono parti (Premafin, Mediobanca, Sai e Fondiaria).

118. In merito alla competenza a valutare la concentrazione nella sua effettiva configurazione, si rileva che, allo stato, esistono elementi di incertezza circa l'individuazione del momento in cui Mediobanca ha acquisito la possibilità di esercitare, di fatto, un'influenza determinate su Generali, essendo comunque non dubitabile che tale esito si realizzi, in ogni caso, a seguito dell'operazione Sai-Fondiaria.

Alla luce degli elementi disponibili, laddove Generali – che realizza oltre due terzi del proprio fatturato all'estero – venisse considerata impresa interessata nell'ambito dell'operazione in esame, sulla base dei criteri di cui all'articolo 3.3 del Regolamento CEE n. 4064/89, dovrebbe affermarsi la dimensione comunitaria dell'operazione.

119. In questa situazione, vista la necessità di effettuare ulteriori approfondimenti anche sul profilo temporale dell'acquisizione del controllo di Mediobanca su Generali e vista la perentorietà dei termini di cui all'articolo 16, comma 8, della legge n. 287/90, deve ritenersi allo stato sussistente la competenza dell'Autorità nazionale, fatte salve diverse ed ulteriori determinazioni della Commissione CE in merito alla propria competenza.

CONSIDERATO che, in relazione alla natura dell'operazione, così come conosciuta dall'Autorità nel corso dell'istruttoria, si deve ritenere che-contrariamente a quanto prospettato dalle parti nelle comunicazioni del 6 agosto 2002-la concentrazione consiste nell'acquisto del controllo congiunto di Mediobanca e Premafin su Fondiaria-Sai;

CONSIDERATO altresì che, alla luce degli elementi acquisiti nel corso dell'istruttoria, Mediobanca esercita, almeno a far data dall'operazione Fondiaria-Sai, un controllo di fatto su Generali;

RITENUTO che, in relazione all'operazione originariamente notificata, non vi è luogo a provvedere, in quanto essa risulta sensibilmente diversa da quella che effettivamente emerge dall'analisi degli elementi acquisiti nel corso del procedimento, per la piena valutazione della quale si rende pertanto necessario l'avvio di una nuova istruttoria;

RITENUTO che l'operazione di concentrazione sia suscettibile di determinare, ai sensi dell'articolo 6 della legge n. 287/90, la costituzione o il rafforzamento di una posizione dominante tale da ridurre in modo sostanziale e durevole la concorrenza in numerosi mercati assicurativi;

RITENUTA, allo stato, la propria competenza, e fatte salve diverse e ulteriori determinazioni della Commissione CE;

DELIBERA

- che non vi è luogo a provvedere in relazione all'operazione come originariamente notificata;

- l'avvio dell'istruttoria, ai sensi dell'articolo 16, comma 4, della legge n. 287/90, nei confronti delle società Premafin Finanziaria Holding di partecipazioni Spa e Mediobanca Banca di Credito Finanziario Spa, Sai – Società Assicuratrice Industriale Spa e La Fondiaria Assicurazioni Spa, in relazione alla diversa operazione di concentrazione, quale effettivamente emersa dall'analisi degli elementi di cui questa Autorità è venuta a conoscenza;

- la fissazione del termine di giorni dieci, decorrente dalla data di notificazione del presente provvedimento, per l'esercizio da parte dei legali rappresentanti delle parti, ovvero da persone da esse delegate, del diritto di essere sentiti, ai sensi dell'articolo 14, comma 1, della legge n. 287/90, precisando che la richiesta di audizione dovrà pervenire alla Direzione Istruttoria "E" di questa Autorità almeno tre giorni prima della scadenza del termine sopra indicato;

- che il responsabile del procedimento è la dottoressa Stefania Di Girolamo;

- che gli atti del procedimento possono essere presi in visione presso la Direzione Istruttoria "E" di questa Autorità dai rappresentanti legali delle parti, nonché dai soggetti aventi un interesse giuridicamente rilevante o da persone da essi delegate;

- che il procedimento deve concludersi entro quarantacinque giorni decorrenti dalla data di delibera del presente provvedimento, fatto salvo il termine previsto per il rilascio del parere dell'Isvap, ai sensi dell'articolo 20, comma 4, della legge n. 287/90.

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

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

IL SEGRETARIO GENERALE
Rita Ciccone

IL PRESIDENTE
Giuseppe Tesauro

* * *