CONSOB

Comunicazione n. DCG/0076067 dell'1-10-2015

inviata alla Finsoe Spa

OGGETTO: **Unipol Gruppo Finanziario S.p.A./Finsoe S.p.A. - Quesito in merito alla rilevanza di un'operazione di fusione fra alcuni azionisti di Finsoe S.p.A., ai fini dell'applicabilità della disciplina dell'Opa obbligatoria di cui agli artt. 105 e ss. Del D.lgs. n. 58 del 1998 ("Tuf")** ***[…omissis…]***

Si fa riferimento alla nota trasmessa da codesta Società in data 1° luglio 2015 (il "Quesito"), integrata con successiva nota dell'11 settembre u.s., con cui è stato chiesto alla scrivente Commissione di esprimere il proprio parere in relazione alla rilevanza, ai fini dell'applicazione della disciplina dell'offerta pubblica di acquisto obbligatoria di cui agli artt. 105 e ss. del Tuf, di un'operazione di fusione (la "**Fusione**") che coinvolgerà tre degli attuali azionisti di Finsoe S.p.A. ("**Finsoe**", la "**Holding**" o la "**Richiedente**"), società che detiene direttamente il controllo di Unipol Gruppo Finanziario S.p.A. ("UGF"), ai sensi dell'art. 2359, comma 1, lettera 2), del codice civile, con una partecipazione pari al 31,40% del capitale, e indirettamente, tramite UGF, di Unipol Sai S.p.A. ("**Unipol-Sai**").

1. Descrizione dell'operazione e Quesito

L'operazione posta all'attenzione della Commissione consiste nella fusione, annunciata al mercato il 20 marzo 2015, di tre delle principali, in termini di partecipazione percentuale al capitale, cooperative azioniste di Finsoe, Coop Adriatica, Coop Estense e Coop Consumatori Nordest (unitamente, le "**Cooperative**"), che ne detengono, rispettivamente, il 12,55%, il 10,86% e il 10,76% del capitale. Tali cooperative sono anche titolari, nel medesimo ordine, del 3,32%, del 3% e dello 0,71% del capitale di UGF nonché del 31,98%, del 21,28% e del 3,62%, del capitale di Lima S.p.A. ("**Lima**"), società a sua volta titolare del 4,55% del capitale di UGF.

Secondo quanto riportato nel Quesito, la Fusione, le cui modalità di attuazione non sono ancora ufficialmente state rese note, comporterà l'ingresso in Finsoe di un "nuovo" soggetto riveniente dall'aggregazione delle tre Cooperative (la "**Società X**"), che arriverà a detenere, sostituendosi al veicolo Holmo S.p.A. ("**Holmo**") che attualmente possiede il 23,83% del capitale di Finsoe, la maggioranza relativa del capitale della Holding con una quota pari al 34,16%. La medesima Società X, dato che le Cooperative, come anticipato, detengono anche azioni UGF sia direttamente sia, indirettamente, tramite Lima, arriverà anche a detenere circa il 7,03% del capitale di UGF ed il 56,88% del capitale di Lima; pertanto, assumendo che la Società X andrà ad acquisire il controllo di diritto del veicolo Lima si desume che, complessivamente essa arriverà a detenere, direttamente e indirettamente, tramite Lima, circa l'11,58% del capitale di UGF.

A detta della Richiedente, la Fusione:

- non avrà alcun impatto sugli assetti di *governance* di Finsoe e, di riflesso, della quotata controllata, in quanto la *governance* statutaria di Finsoe "*è ispirata a principi di massima democraticità e condivisione delle decisioni"* e *"alla luce delle previsioni dello statuto di Finsoe"* così come nessuno degli attuali azionisti è, ad oggi, *"in grado di esercitare un'influenza dominante di conseguenza neppure la società risultante dalla Fusione sarebbe in grado di esercitare un'influenza dominante o determinante su Finsoe*";

- aggregherebbe tre soggetti che, ai sensi della Comunicazione n. DCG 0013637 del 24 febbraio 2015, dovrebbero "*già considerarsi a fini Opa come soggetti che agiscono di concerto* e pertanto "*si limiterebbe a saldare sul piano societario un legame già individuato dall'Autorità*" senza andare ad alterare la *governance* di Finsoe e di UGF.

Ciò posto, a fronte dell'approvazione da parte dei Consigli di Amministrazione delle Cooperative del progetto di Fusione, avvenuta in data 26 giugno 2015, Finsoe, con la nota cui si fa riferimento, ha chiesto alla Consob di confermare:

- in via preliminare, "*che le conclusioni raggiunte nella citata Comunicazione n. DCG/0013637 del 24 febbraio 2015 non cambino per effetto della Fusione*" – tale richiesta di chiarimento è posta nelle premesse alla richiesta principale e fa riferimento alla Comunicazione con cui la Commissione ha affermato l'inesistenza di un obbligo di Opa in relazione alla conversione obbligatoria delle azioni privilegiate emesse da UGF in azioni ordinarie della stessa (la "**Conversione**") – e,

- in via principale, che la Fusione non comporti in capo alla Società X "*individualmente o congiuntamente ad alcuno dei soci di Finsoe*" un obbligo di Opa su azioni UGF e, a cascata, della sua controllata Unipol Sai.

2. Considerazioni

Come sopra rappresentato, la Fusione avrà effetti sia a livello della quotata UGF sia, in maniera più rilevante, a livello della sua controllante Finsoe, in particolare:

- a livello di UGF la Società X acquisterà i) una partecipazione diretta pari a circa il 7,03% del capitale e ii) il controllo di diritto della società Lima, che a sua volta detiene il 4,55% del capitale di UGF; pertanto la Società X arriverà a detenere in UGF, direttamente e, indirettamente, tramite Lima, circa l'11,58% del capitale;

- a livello di Finsoe la Società X acquisterà il 34,16% del capitale, percentuale che le conferirà la maggioranza relativa del capitale, attualmente detenuta dal veicolo Holmo.

Ciò premesso, si rileva che la fattispecie *de qua* potrebbe rientrare in astratto nell'ambito di applicabilità della disciplina dell'Opa obbligatoria in quanto, attraverso una modifica dell'assetto di controllo di Finsoe che controlla di fatto UGF, si potrebbe realizzare *"l'acquisto indiretto*" di una partecipazione superiore al 25% in una società quotata, di cui agli articoli 106, commi 1-bis e 3, lett. a), del Tuf e 45 del Regolamento Consob n. 11971/1999 ("**Regolamento Emittenti**").

La valutazione della fattispecie richiede una preventiva disamina della normativa rilevante ai fini dell'Operazione in esame:

- l'art. 106, 1-*bis*, del Tuf stabilisce che "*chiunque, a seguito di acquisti* […] *venga a detenere*" una partecipazione superiore alla soglia del 25% in una società diversa dalle PMI (la cui definizione è quella dell'art. 1, comma 1, lettera w *quater.*1., del Tuf), "*in assenza di altro socio che detenga una partecipazione più elevata*", ha l'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto rivolta a tutti i possessori di titoli sulla totalità dei titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato in loro possesso;

- inoltre, ai sensi del comma 3, lettera a) del medesimo articolo la Consob è chiamata a stabilire con regolamento le ipotesi in cui la partecipazione di cui al precedente punto "*è acquisita mediante l'acquisto di partecipazioni o la maggiorazione dei diritti di voto, in società il cui*

patrimonio è prevalentemente costituito da titoli emessi da altra società di cui all'articolo 105, comma 1";

- in attuazione della sopra citata norma l'art. 45 del Regolamento Emittenti, stabilisce che: "*L'acquisto, anche di concerto, di una partecipazione che consente (……) di detenere il controllo di una società non quotata, determina l'obbligo dell'offerta pubblica, a norma dell'articolo 106, comma 3, lettera a), del Testo unico quando l'acquirente venga così a detenere, indirettamente o per effetto della somma di partecipazioni dirette e indirette, la partecipazione superiore alle soglie indicate dall'articolo 106, commi 1, 1-bis e 1-ter, del Testo unico in una società quotata. Si ha partecipazione indiretta, ai sensi del comma 1, quando il patrimonio della società di cui si detengono i titoli è costituito in prevalenza da partecipazioni in società quotate o in società che detengono in misura prevalente partecipazioni in società quotate..3. Si ha prevalenza, ai fini dei commi 1 e 2, quando ricorra almeno una delle condizioni seguenti: a) il valore contabile delle partecipazioni rappresenta più di un terzo dell'attivo patrimoniale ed è superiore ad ogni altra immobilizzazione iscritta nel bilancio della società partecipante; b) il valore attribuito alle partecipazioni rappresenta più di un terzo e costituisce la componente principale del prezzo di acquisto dei titoli della società partecipante*";

- la definizione di controllo cui si riferisce il citato art. 45 del Regolamento Emittenti è quella dell'art. 93, comma 1, del Tuf e dell'art. 2359, comma 1, del codice civile, cui fa riferimento, a norma del quale "*Sono considerate società controllate:1) le società in cui un'altra società dispone della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria; 2) le società in cui un'altra società dispone di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria…*".

Dunque, nel presupposto che, come più volte ribadito dalla Commissione, l'acquisto riveniente da un'operazione di fusione così come di scissione rientra nella definizione di "acquisto" di cui alle norme del Tuf e del Regolamento Emittenti in tema di Opa obbligatoria, al fine di riscontrare l'applicabilità dei citati articoli 106, comma 3, del Tuf e 45 del Regolamento Emittenti si dovrà analizzare la ricorrenza dei seguenti elementi:

- l'acquisto (*rectius* "trasferimento" della partecipazione in Finsoe dal patrimonio delle tre Cooperative al patrimonio della Società X), da parte della società riveniente dalla Fusione di una partecipazione che possa qualificarsi di controllo, ai sensi dei citati artt. 93 del Tuf e 2359 del c.c., nella società controllante Finsoe; ciò in quanto l'acquisto del "controllo" della non quotata che possiede la partecipazione rilevante è presupposto di applicabilità della disciplina Opa in tema di acquisto indiretto;

- la "prevalenza" della partecipazione nella quotata rispetto all'attivo patrimoniale di Finsoe, sulla base dei criteri indicati dai commi 2 e 3 del citato art. 45 del Regolamento Emittenti.

Posto che il requisito della prevalenza della partecipazione detenuta da Finsoe in UGF, può ritenersi sussistente dato che Finsoe è una *holding* di partecipazioni e l'unica partecipazione da essa detenuta è quella in UGF e, indirettamente, nelle altre società del gruppo Unipol, con riguardo alla rilevanza della Fusione rispetto alla disciplina dell'"acquisto indiretto", si deve valutare se l'acquisizione di una partecipazione pari al 34,16% del capitale comporti altresì l'acquisto del "controllo di fatto" di Finsoe, ossia consenta alla Società X di esercitare un'influenza dominante, ai sensi dell'art. 2359, comma 1, 2), del codice civile, nell'assemblea ordinaria della Holding.

Tale riflessione va svolta, alla luce dell'applicazione dell'art. 45 del Regolamento Emittenti citato, nel presupposto che la *ratio* posta alla base dell'Opa obbligatoria è quella di tutelare gli azionisti di una società quotata ogni qual volta si riscontri un mutamento dell'azionista di controllo a livello della quotata stessa o della sua controllante, o, più in generale, un mutamento rilevante degli assetti di potere conseguenti a modifiche inerenti all'azionariato della quotata o della sua controllante.

Ai fini dell'accertamento del "controllo di fatto" deve essere valutata, caso per caso, la ricorrenza di determinati elementi contingenti, suscettibili di valutazioni diverse a seconda delle caratteristiche del singolo emittente, sia che lo stesso risulti quotato che non quotato. A tale riguardo, si può fare riferimento, *ex multis*, alla Comunicazione n DEM/3074183 del 13 novembre 2003, la quale, ancorché abbia ad oggetto una società quotata, enuclea una serie di criteri di carattere generale utilizzabili per tale accertamento. In particolare nella Comunicazione citata viene affermato che il controllo di fatto ricorre quando "*una partecipazione di per sé minoritaria, nel caso concreto, consente ugualmente di determinare le deliberazioni dell'assemblea ordinaria per la polverizzazione dei possessi azionari e l'assenteismo degli altri soci"* e viene evidenziato che *"La quota di partecipazione idonea ad assicurare l'influenza dominante è variabile perché dipende dalla situazione di fatto in cui la società si trova*."). Come sopra detto vengono inoltre stabiliti i principali criteri di riferimento che sono: i) l'idoneità della partecipazione azionaria detenuta ad orientare in modo determinante la volontà dell'assemblea ordinaria e ii) la facoltà di nominare e/o revocare la maggioranza degli amministratori.

Nel caso di specie, dunque, si dovranno valutare le circostanze concrete che interessano la fattispecie e le particolarità che si riscontrano nella *governance* di Finsoe.

Al riguardo, occorre considerare, *in primis*, le circostanze emerse dagli atti esaminati dai quali si rileva: i) dall'elenco dei partecipanti, un'elevata percentuale di presenze registrate in assemblea che, a far data dal mese di marzo del 2012, non risulta essere stata mai inferiore all'85% del capitale, ii) dai verbali assembleari esaminati, l'avvenuta adozione all'unanimità dei presenti di tutte le proposte inerenti all'ordine del giorno delle due assemblee (18 giugno 2015 e 7 maggio 2013), fra cui l'approvazione dei bilanci 2014 e 2012 nonché la nomina del Consiglio di Amministrazione attualmente in carica.

In tale contesto sembra potersi affermare che la partecipazione, pari al 34,16%, che la Società X, ad esito della Fusione, arriverà a detenere in Finsoe, non consentirà, di per sé, a tale Società X di poter disporre di voti sufficienti ad esercitare un'influenza dominate nell'assemblea ordinaria di Finsoe medesima.

Inoltre, al medesimo fine di escludere che la Società X possa, in conseguenza della Fusione, esercitare, sulla base delle evidenze ad oggi riscontrabili, un controllo di fatto su Finsoe, dovranno tenersi in considerazione anche le peculiarità che interessano la *governance* della Holding; in particolare:

- la presenza nel vigente statuto di disposizioni volte i) a evitare, tramite clausole di gradimento e prelazione, alterazioni dell'azionariato, ii) a favorire la condivisione delle decisioni fra le cooperative azioniste e iii) a garantire la rappresentatività di ognuna di esse nel Consiglio di Amministrazione;

- l'elevato numero di componenti del Consiglio di Amministrazione di Finsoe (così come di UGF) e la circostanza che solo tre degli attuali membri del Consiglio ricoprono anche cariche amministrative nelle cooperative interessate dalla Fusione. Tale elemento, unitamente alla

previsione statutaria per cui il Cda di Finsoe delibera a maggioranza semplice e per alcune deliberazioni, relative all'ingresso di nuovi soci, a maggioranza qualificata del 60%, può costituire, infatti, un ulteriore indice per l'accertamento dell'assenza di un controllo di fatto (cfr. Comunicazione n. DEM/10064646 del 22 luglio 2010 ove viene ribadito che per l'accertamento del controllo di fatto è "*necessario verificare l'influenza di un socio rispetto all'assemblea ordinaria e rispetto alle delibere del CdA connesse alla gestione ordinaria*");

- la presenza costante e stabile a livello di percentuale detenuta nell'azionariato di Finsoe sempre delle medesime cooperative e la non incidenza su tali equilibri delle operazioni di riallocazione societaria che hanno interessato la catena di controllo di UGF.

Sulla base degli elementi evidenziati si può dunque concludere che non acquisendo la Società X il controllo di Finsoe e non configurandosi, dunque, sulla base di quanto rappresentato nel Quesito e degli elementi ad oggi riscontrabili, un'ipotesi di "acquisto indiretto" ai sensi dell'art. 106, comma 3, lettera a) del Tuf e 45 del Regolamento Emittenti, la Fusione non comporti di per sé il sorgere di un obbligo di offerta pubblica in capo alla Società X; ciò in quanto:

- UGF *post* Fusione continuerà ad essere controllata da Finsoe con la medesima partecipazione del 31,4%;

- Finsoe continuerà a non essere controllata, ai sensi dell'art. 93 del Tuf, individualmente da nessuno dei suoi azionisti;

- per effetto dell'aggregazione delle tre Cooperative (già qualificate come soggetti che agiscono di concerto ai sensi dell'art. 101-*bis*, comma 4, del Tuf) nella Società X non si determineranno modifiche rilevanti negli assetti di controllo di Finsoe.

Alla medesima conclusione in merito all'assenza di un obbligo di Opa in capo alla Società X, individualmente o in concerto con i soci di Finsoe, si giunge replicando il ragionamento svolto dalla Commissione nella Comunicazione n. DCG/0013637 del 24 febbraio 2015, ove è stato ritenuto che tutti gli azionisti di Finsoe e gli azionisti di Holmo siano qualificabili come soggetti che agiscono di concerto, ai sensi dell'art. 101 - *bis*, comma 4, del Tuf, e Finsoe sia considerabile alla stregua di uno schermo tramite cui i suoi azionisti esercitano insieme il controllo di UGF e indirettamente di Unipol Sai. Da tale assunto consegue l'assenza di mutamenti rilevanti ad esito della Fusione in quanto Finsoe, che, come sopra precisato, continuerà a controllare UGF, rimarrà a sua volta ad essere partecipata dai medesimi soggetti e la Fusione interesserà tre di questi soggetti già attualmente qualificabili in concerto fra loro insieme agli altri azionisti di Finsoe. In altre parole, poiché nell'assetto partecipativo di UGF, Finsoe (che, come sopra detto, non risulterà controllata dalla Società X) continuerà a svolgere il ruolo di controllante con il 31,40% del capitale, l'aggregazione delle tre Cooperative, che comporterà conseguentemente la considerazione unitaria delle partecipazioni da esse direttamente (e indirettamente, tramite Lima) detenute in UGF, pari all'11,58%, sebbene costituisca un elemento di novità, non appare idonea a mutare sostanzialmente gli equilibri, che vedono un socio (Finsoe espressione di una pluralità di soggetti in concerto e non controllato da alcuno di essi) in veste di detentore del controllo e un assetto frammentato caratterizzato da una pluralità di altri soci detentori di partecipazioni significative. Rispetto al quadro già precedentemente oggetto di analisi, infatti, la Fusione sembra confermare gli equilibri già delineati nei rapporti reciproci tra le cooperative azioniste di Finsoe e di UGF, e sembra non apportare all'interno degli esistenti equilibri elementi di novità che possano far presumere l'esistenza di mutamenti significativi negli assetti sostanziali già noti.

Pertanto, alla luce delle considerazioni svolte, si evidenzia che, pur considerando l'aggregazione delle tre Cooperative, per il solo effetto della Fusione, non si verificherebbe il presupposto per il sorgere di un obbligo di Opa in capo all'insieme dei soggetti già individuati in concerto, non sussistendo alcun sostanziale mutamento degli equilibri all'interno di tale congerie di soggetti.

Al riguardo, corre l'obbligo di precisare che le conclusioni cui si è finora giunti si riferiscono unicamente agli effetti della Fusione sugli assetti di potere di Finsoe e UGF e che esse prescindono da qualsivoglia considerazione relativa alle future eventuali modifiche dell'azionariato di Finsoe nonché al prospettato scioglimento della medesima; non può infatti escludersi che le considerazioni svolte nella citata Comunicazione del 24 febbraio 2015 e qui ribadite in merito all'esistenza di un concerto fra tutti i soci di Finsoe e di Holmo possano essere rivalutate anche alla luce delle prospettate modifiche dell'assetto azionario di Finsoe che potrebbero consentire alla Società X di assumere una posizione di "preminenza" rispetto agli altri soci di Finsoe nell'assemblea ordinaria.

****

Premesso e considerato quanto sopra, si ritiene che la Fusione fra Coop Adriatica, Coop Estense e Coop Consumatori Nordest non comporti di per sé alcun concreto mutamento a livello di assetti di potere della quotata e della sua controllante, che rimarrà non controllata da nessuno dei suoi azionisti ai sensi dell'art. 93 del Tuf; pertanto dato che i) la società riveniente dalla Fusione acquisirà una partecipazione in UGF, diretta e indiretta, tramite Lima, complessivamente pari all'11,58% e che ii) a livello della Holding controllante non si realizzerà un acquisto indiretto rilevante ai sensi del combinato disposto degli artt. 106, comma 3, lettera a), del Tuf e 45 del Regolamento Emittenti, allo stato, non si riscontrano i presupposti per il sorgere di un obbligo di Opa in capo alla società riveniente dalla Fusione individualmente e/o in concerto con Finsoe e/o con i suoi azionisti.

[…omissis…]

IL PRESIDENTE
Giuseppe Vegas