

## COMUNICATO STAMPA

### INTEGRAZIONE GRUPPO PREMAFIN – FONDIARIA SAI

**CONSOB COMUNICA LE MOTIVAZIONI AL PARERE CONCLUSIVO  
RILASCIATO IL 5 LUGLIO SCORSO SULLA INSUSSISTENZA DI OBBLIGHI  
DI OPA**

BOLOGNA, 20 luglio 2012 – Su richiesta della CONSOB e facendo seguito a quanto in proposito comunicato al mercato, da ultimo il 5 luglio 2012, si informa che in data odierna é pervenuta a Unipol Gruppo Finanziario ("Unipol") la risposta – integrata con le relative motivazioni – al quesito presentato da Unipol circa l'insussistenza di obblighi di OPA in connessione con l'operazione di integrazione di Unipol Assicurazioni S.p.A. con le società Premafin Finanziaria S.p.A., Fondiaria Sai S.p.A. e Milano Assicurazioni S.p.A.

Ai sensi dell'art. 114, comma 5, del TUF, la predetta nota è allegata integralmente al presente comunicato.

Unipol Gruppo Finanziario S.p.A.  
[www.unipol.it](http://www.unipol.it)

#### Contatti

##### **Relazioni Istituzionali e Rapporti con i Media**

Stefano Genovese  
Unipol Gruppo Finanziario  
Tel +39 06 47771207/335 5889763  
[stefano.genovese@unipol.it](mailto:stefano.genovese@unipol.it)  
[press@unipol.it](mailto:press@unipol.it)

##### **Relazioni con gli Investitori**

Adriano Donati  
Unipol Gruppo Finanziario  
Tel +39 051 5077933  
[investor.relations@unipol.it](mailto:investor.relations@unipol.it)

Carla Chiari  
Unipol Gruppo Finanziario  
Tel +39 02 51815021/338 7207314  
[carla.chiari@unipol.it](mailto:carla.chiari@unipol.it)

##### **Barabino & Partners**

Massimiliano Parboni  
[m.parboni@barabino.it](mailto:m.parboni@barabino.it)  
Tel +39 06 6792929/335 8304078  
Giovanni Vantaggi  
[g.vantaggi@barabino.it](mailto:g.vantaggi@barabino.it)  
Tel +39 02 72023535/328 8317379

Unipol Gruppo Finanziario S.p.A.



[RACCOMANDATA A.R.]  
(ANTICIPATA VIA FAX)

**CONSOB**

COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

DIVISIONE CORPORATE GOVERNANCE  
DIVISIONE INFORMAZIONE EMITTENTI  
CONSULENZA LEGALE

*(Riferimenti da citare nella risposta)*  
Protocollo: **12061168**  
*Nella risposta si prega riportare il  
codice destinatario sotto indicato.*

**ROMA** 20 LUG. 2012

Cod. destinatario: 30294

Spett.le  
Unipol Gruppo Finanziario S.p.A.  
Via Stalingrado, 45  
40128 - BOLOGNA

**OGGETTO:** Risposta a quesito relativo alla sussistenza di obblighi di OPA in connessione con l'operazione di integrazione di Unipol Assicurazioni S.p.A. con le società Premafin Finanziaria S.p.A. - Holding di Partecipazioni, Fondiaria Sai S.p.A. e Milano Assicurazioni S.p.A. - Seguito alle note Consob del 22 e 24 maggio u.s. - Richiesta ai sensi dell'art. 114, comma 5, del D.Lgs n. 58/98 ("TUF")

Si fa riferimento al quesito presentato alla Commissione dallo Studio Legale Chiomenti, nell'interesse di Unipol Gruppo Finanziario S.p.A. ("UGF") in data 20 febbraio u.s. (il "Quesito"), in ordine all'applicabilità della disciplina dell'OPA obbligatoria alle varie fasi dell'articolata operazione di integrazione (il "Progetto di Integrazione") tramite fusione (la "Fusione") di Unipol Assicurazioni S.p.A. ("Unipol Assicurazioni"), Fondiaria Sai S.p.A. ("Fondiaria Sai"), Milano Assicurazioni S.p.A. ("Milano Assicurazioni") e Premafin Finanziaria S.p.A. - Holding di Partecipazioni ("Premafin"), previo ingresso di UGF nel capitale di quest'ultima (l'"Aumento di Capitale Premafin").

Si fa seguito altresì alle note del 22 e 24 maggio 2012 (prot. nn. 12042821 e 12044042) con cui sono stati comunicati a UGF gli esiti della decisione della Commissione relativamente al suddetto Quesito ("Risposta al Quesito").

In particolare, la Commissione ha stabilito, tra l'altro, che non fosse ancora possibile assumere una decisione in merito alla sussistenza dell'obbligo di OPA a "cascata" su Milano Assicurazioni, ai sensi del combinato disposto degli artt. 106, comma 3, lett. a), del TUF e 45 del Regolamento n. 11971/99 ("Regolamento Emittenti"), obbligo conseguente alla sottoscrizione dell'Aumento di Capitale di Premafin da parte di UGF. Pertanto, dopo aver richiamato i principi previsti dall'art. 45 del Regolamento Emittenti, con specifico riguardo al criterio di natura "valutativa", di cui al comma 3, lett. b), del citato articolo, ha rinviato la risposta definitiva al completamento del quadro informativo sulla base delle decisioni di natura valutativa che le società interessate avrebbero dovuto assumere in vista della progettata Fusione.

# CONSOB

Inoltre, in relazione al superamento della soglia rilevante ai fini dell'OPA obbligatoria, ai sensi dell'art. 106, comma 1, del TUF, nel capitale della Premafin, sempre in esito alla sottoscrizione dell'Aumento di Capitale Premafin da parte di UGF, la Commissione ha ritenuto applicabile l'esenzione di cui al combinato disposto dell'art. 106, comma 5, lett. a), del TUF e dell'art. 49, comma 1, lett. b), n. 2, del Regolamento Emittenti a condizione che venissero revocati i benefici concessi da UGF a favore degli azionisti di controllo uscenti che avevano ricoperto le principali cariche esecutive del gruppo attraverso impegni finalizzati a tenere indenni gli stessi dai rischi di responsabilità sociale assunti in conseguenza delle cariche ricoperte (l'"Accordo di Manleva").

La Commissione si è altresì riservata di ritenere non applicabile l'esenzione invocata qualora gli attuali azionisti di riferimento di Premafin avessero esercitato il diritto di recesso in dipendenza della Fusione di Premafin in Fondiaria Sai (il "Recesso"), allo scopo di verificare la sussistenza di *"significativi indizi dell'esistenza di intese in contrasto con la finalità di salvataggio ed il principio di parità di trattamento sottostanti la specifica previsione regolamentare, oltre che potenzialmente in grado di integrare «gli acquisti pattuiti» che, ai sensi della stessa previsione, rendono inapplicabile l'esenzione"*.

Ciò premesso, UGF - anche per conto di Unipol Assicurazioni - in data 21 giugno u.s. ha comunicato alla Consob gli accordi conclusi mediante scambio di corrispondenza commerciale con Premafin, Fondiaria Sai e Milano Assicurazioni sui valori essenziali della Fusione. Tali valori sono stati definiti sulla base di una partecipazione al capitale sociale ordinario di Fondiaria Sai (quale società incorporante nella Fusione), alla data dell'efficacia della Fusione, pari, per UGF al 61%, per gli azionisti di Premafin diversi da UGF allo 0,85%, per gli azionisti ordinari di Fondiaria Sai diversi da Premafin al 27,45% e per gli azionisti ordinari di Milano Assicurazioni al 10,70%, rinnovando la richiesta di esenzione dall'obbligo di OPA a "cascata" su Milano Assicurazioni.

Inoltre, con note del 22 e 25 giugno u.s., la stessa UGF ha comunicato alla Consob gli accordi conclusi mediante scambio di corrispondenza commerciale, con cui UGF e Premafin hanno convenuto (i) di modificare l'Accordo di Manleva al fine di prevedere che lo stesso si applicasse soltanto agli amministratori e sindaci di Premafin, Fondiaria Sai, Milano Assicurazioni e delle rispettive controllate in carica nel periodo 2007-2011 che alla data del 29 gennaio 2012 non detenessero, direttamente o indirettamente, anche per il tramite di società controllate, azioni Premafin (i "Nuovi Impegni di Manleva"), e (ii) di condividere che, in sede di Fusione, fosse prevista la limitazione del diritto di recesso, sicché il Recesso non potesse competere agli azionisti di riferimento di Premafin (le "Intese sul Recesso"), rinnovando pertanto la richiesta di esenzione dall'obbligo di OPA per l'acquisto del controllo di Premafin.

\* \* \*

Sulla base di quanto rappresentato e del quadro informativo ad oggi disponibile, la Commissione ha deciso quanto segue.

# CONSOB

## 1. Acquisto del controllo indiretto di Milano Assicurazioni

Al riguardo, come detto nelle motivazioni di cui alla Risposta al Quesito del 24 maggio 2012, UGF, per effetto della sottoscrizione dell'aumento di capitale sociale di Premafin ad essa riservato, verrebbe a detenere, indirettamente tramite Premafin e Fondiaria Sai, una quota del capitale con diritto di voto di Milano Assicurazioni. Occorre pertanto valutare se ricorrano le condizioni di prevalenza di natura "oggettiva" e/o "valutativa", individuate dall' art. 45, comma 3, del Regolamento Emittenti, ciascuna delle quali sarebbe idonea a determinare in capo a UGF l'obbligo di OPA "a cascata" sulle azioni di Milano Assicurazioni, ai sensi del combinato disposto degli articoli 106, comma 3, lett. a), del TUF e 45 del Regolamento Emittenti.

Come già sancito nella citata Risposta al Quesito del 24 maggio 2012, il criterio della prevalenza "oggettiva" prevista dall'art. 45, comma 3, lett. a), del Regolamento Emittenti, non risulta superato in quanto, dall'esame del bilancio di Fondiaria Sai al 31.12.2011, risulta che il valore della partecipazione detenuta dalla stessa in Milano Assicurazioni rappresenta circa il 6,6% del totale dell'attivo. Milano Assicurazioni, inoltre, non costituisce l'asset principale di Fondiaria Sai.

Il secondo criterio di natura "valutativa", previsto dall'art. 45, comma 3, lett. b), del Regolamento Emittenti, - secondo il quale la "prevalenza" ricorre qualora "il valore attribuito alle partecipazioni rappresenta più di un terzo e costituisce la componente principale del prezzo di acquisto dei titoli della società partecipante" - fa riferimento, in primo luogo, alla valorizzazione che le parti fanno delle partecipazioni trasferite.

Al riguardo, si conferma che risultano assenti nell'accordo di investimento del 29 gennaio 2012 stipulato tra UGF e Premafin (l'"Accordo" o l'"Accordo di Investimento") esplicite valorizzazioni di tale portata, né sono emersi dall'analisi della documentazione relativa alla determinazione del prezzo di sottoscrizione dell'aumento di capitale in Premafin, elementi utili al fine di stabilire il valore eventualmente attribuito alla partecipazione in Milano Assicurazioni. In mancanza di espresse indicazioni sul valore convenzionalmente attribuito alla partecipazione di Fondiaria Sai in Milano Assicurazioni, occorre, dunque, valutare se si possa procedere alla ricostruzione del suddetto calcolo per via induttiva.

Ai fini della ricostruzione induttiva del calcolo della prevalenza, si è fatto riferimento alla Comunicazione Consob n. DIS/99012964 del 24 febbraio 1999 avente ad oggetto l'OPA Olivetti Telecom. Detta Comunicazione suggerisce di utilizzare, ai fini del calcolo del "valore attribuito" ai singoli asset di una società quotata, "*i criteri generalmente seguiti ... dagli analisti finanziari e dagli operatori del mercato*".

Coerentemente con la metodologia seguita in tale caso, e adottando i necessari adattamenti alle caratteristiche dell'operazione e alla natura delle società coinvolte, si è proceduto a valutare se "il valore attribuito alle partecipazioni" sia o meno superiore "ad un terzo" e non costituisca la componente principale del prezzo di acquisto dei titoli della società partecipante, attraverso le seguenti fasi:

a) determinazione del valore di patrimonio netto corrente (*equity*) attribuibile a Fonsai, applicando alle sue azioni ordinarie il prezzo di acquisto implicito nell'operazione di acquisizione della partecipazione di controllo in Premafin tramite la sottoscrizione dell'aumento di capitale riservato e alle azioni di risparmio il valore corrente di mercato;

## CONSOB

b) determinazione del valore corrente delle attività di Fonsai al lordo dell'indebitamento complessivo (*enterprise value*) sommando l'indebitamento netto al valore dell'*equity* calcolato secondo quanto detto nel punto a);

c) determinazione del valore corrente dell'investimento in Milano Assicurazioni utilizzando i prezzi medi di mercato incrementati, per le azioni ordinarie che attribuiscono il controllo indiretto, di un congruo premio di maggioranza;

d) confronto del valore corrente della partecipazione in Milano, calcolata secondo quanto detto al punto c), con l'*enterprise value* di Fonsai, calcolata secondo quanto detto al punto b), che costituisce il prezzo di acquisto dei titoli della società partecipante.

Il procedimento di cui sopra è stato realizzato utilizzando quale valore corrente per gli investimenti in partecipazioni quotate (azioni di risparmio Fonsai, azioni ordinarie di Milano Assicurazioni) la media dei prezzi di borsa di questi titoli nei tre mesi precedenti la data di stipula dell'accordo (29 gennaio 2012) e quale premio di maggioranza per le azioni ordinarie di Milano Assicurazioni la percentuale del 15%.

Tenendo conto della natura assicurativa delle attività di Fonsai, per le quali il debito, così come nelle attività bancarie, è normalmente connesso al ciclo operativo, l'indebitamento netto di Fonsai è stato calcolato considerando l'esposizione debitoria non direttamente allocabile ad alcun asset della stessa, né riferibile strettamente al ciclo operativo assicurativo.

Inoltre, considerato che nel caso in esame, a differenza del precedente Telecom, il piano di integrazione tra i gruppi Premafin-Fonsai e Unipol prevede la fusione di tutte le società quotate coinvolte, è stato ritenuto utile acquisire tutti i documenti di valutazione predisposti dagli *advisors* incaricati di determinare i valori economici delle società coinvolte nel progetto di fusione.

Tali valori sono stati utilizzati per effettuare ulteriori analisi di verifica della prevalenza di Milano Assicurazioni su Fonsai, utilizzando la media delle stime effettuate dagli *advisors* del valore economico delle due società al fine di determinare ulteriori stime dell'*enterprise value* di Fonsai e del valore corrente dell'investimento in Milano Assicurazioni.

I calcoli effettuati utilizzando le diverse configurazioni di valore disponibili delle società mostrano che il valore corrente della partecipazione in Milano Assicurazioni è sistematicamente inferiore a un terzo dell'*enterprise value* di Fondiaria Sai e, comunque, a maggior ragione, non prevalente.

Al fine di corroborare i risultati raggiunti applicando la sopra descritta metodologia, sono stati svolti ulteriori approfondimenti calcolando l'incidenza del valore recuperabile determinato ai fini dell'*impairment test* delle *cash generating unit* del gruppo Milano Assicurazioni, nonché dei premi e delle riserve tecniche del gruppo Milano Assicurazioni sulle analoghe grandezze del bilancio consolidato di Fonsai. Gli approfondimenti svolti secondo quest'ultimo metodo confermano la non prevalenza di Milano Assicurazioni, in quanto, anche nei pochi casi in cui l'incidenza risulta superiore a un terzo, il valore attribuibile alla partecipazione in Milano Assicurazioni non rappresenta mai la componente principale del valore attribuibile alle attività di Fondiaria Sai.

In conclusione, sulla base di quanto sopra rappresentato e allo stato delle informazioni attualmente disponibili, si ritiene pertanto che non si verifichino entrambe le condizioni previste dall'art. 45, lett. b), del Regolamento Emittenti perché si debba procedere ad un'OPA a cascata su Milano Assicurazioni.

# CONSOB

## 2. La Manleva

Con riguardo all'Accordo di Manleva, come sopra definito, si rappresenta quanto segue.

Come già detto, le parti UGF e Premafin con scambio di note in data 22/23 giugno u.s. hanno revocato tale accordo per quanto riguarda i beneficiari che alla data di stipula dell'accordo (il 29 gennaio 2012) fossero azionisti di Premafin, manifestando la ferma volontà di non ritenersi impegnate a rispettarlo.

Da un punto di vista strettamente civilistico, sussistono argomenti favorevoli e contrari sull'effettiva idoneità della revoca a produrre effetti nei confronti di tutti i beneficiari che fossero azionisti alla data sopra indicata. In particolare, sussiste oggettiva incertezza circa l'intervenuta irrevocabilità degli impegni assunti, e dei corrispondenti benefici riconosciuti con l'accordo in parola<sup>1</sup>, nei confronti dei sigg.ri Jonella e Paolo Ligresti a seguito della dichiarazione di volerne profittare resa dagli stessi con nota dell'8 giugno u.s..

Inoltre, l'accordo e le sue modificazioni successive si inquadrano in un contesto di elevata complessità, per quanto riguarda sia le clausole contrattuali, anche in relazione alla connessione con l'accordo principale stipulato fra le medesime parti il 29.1.2012, sia l'effettiva individuazione delle parti e dei beneficiari.

Si è, pertanto, in presenza di questioni civilistiche complesse e controverse, la cui risoluzione non spetta alla Consob.

L'irrevocabilità della stipulazione, infatti, è un effetto, tipico del contratto a favore di terzo, che si determina, ai sensi dell'art. 1411, comma 2, secondo periodo, del codice civile, con la dichiarazione del beneficiario della stipulazione di volerne profittare.

In proposito, è possibile mettere in dubbio che tale schema negoziale sia applicabile al caso di specie, in ragione della sostanziale identità tra Premafin e i soggetti che in essa rivestono una posizione di controllo, tra i quali rientrano i sopra citati azionisti, in quanto appartenenti al patto parasociale di controllo al momento della stipulazione della *side letter* del 29 gennaio 2012 e del contratto principale, in pari data, a cui la stessa è connessa.

D'altra parte, anche qualora si ritenesse applicabile la disciplina del contratto a favore di terzo, la dichiarazione resa da Jonella e Paolo Ligresti potrebbe non aver determinato effetti per le seguenti ragioni.

In primo luogo, il contratto dal quale trae origine il diritto dei terzi beneficiari, risulta sottoposto a condizione sospensiva e per tale ragione potrebbe essere ritenuto improduttivo di effetti e quindi non idoneo ad attribuire al terzo la facoltà di dichiarare di voler profittare della stipulazione e di rendere così irrevocabile la stipulazione a proprio favore.

---

<sup>1</sup> Consistenti, si ricorda, nel "non proporre e in ogni caso votare contro l'azione sociale di responsabilità" nonché nel "tenere integralmente indenni e manlevati" gli esponenti aziendali "in relazione a eventuali importi che gli stessi dovessero effettivamente pagare a titolo di danno" per effetto dell'esercizio dell'azione di responsabilità promossa con il voto determinante del socio di controllo UGF.

## CONSOB

Inoltre la presenza, nella stipulazione, di una "dispensa" per i terzi da "*qualsiasi dichiarazione di volerne profittare*", che, secondo l'impostazione seguita dal parere del prof. De Nova reso alla sig.ra Giulia Ligresti, potrebbe essere intesa come una rinuncia implicita alla revocabilità del beneficio, non sembra mutare il quadro. Infatti, tale rinuncia potrebbe, da un lato, essere ritenuta in contrasto con la struttura tipica del contratto a favore di terzo e pertanto, come affermato da parte della dottrina, priva di causa in quanto realizzerebbe un interesse non meritevole di tutela da parte dell'ordinamento, e, d'altra parte, (circostanza che potrebbe risultare assorbente) non è stata effettuata dal soggetto titolare del relativo potere ai sensi dell'art. 1411 c.c., comma 2, (lo stipulante Premafin), ma dal promittente UGF.

In ogni caso, in presenza di un'espressa volontà di revocare gli Accordi di Manleva da parte di entrambi i contraenti assumono particolare rilievo i profili di nullità che potrebbero investire le pattuizioni contenute nella *side letter*, trattandosi, fra l'altro, di vizi rilevabili anche d'ufficio in un'eventuale sede giurisdizionale.

Si fa riferimento, in questa sede, ai profili di natura puramente civilistica, restando impregiudicata l'eventuale ulteriore ipotesi di nullità derivante dalla violazione dell'art. 122 del D. Lgs. 58/1998 in materia di pubblicità dei patti parasociali.

L'impegno a "*non proporre e, in ogni caso, votare contro*" l'esercizio dell'azione di responsabilità, contenuto nella prima clausola della *side letter*, è stato, infatti, ritenuto dalla giurisprudenza contrario agli art. 2392 e 2393 c.c. (norme imperative inderogabili), e nullo in quanto avente oggetto illecito o motivi comuni illeciti (Cass. Sez. I, sent. n. 10215/2010 e Cass., Sez. I, Sent. n. 7030/1994)<sup>2</sup>.

Quanto alla seconda clausola della *side letter* - avente per oggetto l'impegno a "*tenere integralmente indenni e manlevati*" gli esponenti aziendali "*in relazione a eventuali importi che gli stessi dovessero effettivamente pagare a titolo di danno ...*" ove (contrariamente a quanto previsto dalla prima clausola) venga esercitata l'azione di responsabilità con il voto determinante del socio di controllo - va in primo luogo rilevato che esso postula la validità della prima clausola, ipotizzandosi un voto assembleare espresso "*contrariamente a quanto sopra previsto*", sicché la nullità della prima clausola potrebbe determinare anche la nullità della seconda, connessa alla prima, al punto da poter essere considerata una sorta di "penale".

Va, poi, rilevato che le pattuizioni volte alla traslazione dell'onere risarcitorio su soggetti diversi dall'amministratore sono ritenute invalide ove siano estese a casi, quanto meno, di dolo, sulla base di principi generali dell'ordinamento, affermati dall'art. 1229 del codice civile e riflessi anche da altre norme quali, ad esempio, gli artt. 1900 e 1917 del codice civile in materia di assicurazione, applicabili, secondo consistenti orientamenti dottrinali, anche a pattuizioni come quella in esame. Vi sono, altresì da considerare, gli orientamenti giurisprudenziali secondo cui

---

<sup>2</sup> Secondo la Corte di Cassazione, più in dettaglio, "*Il patto parasociale che impegna i soci a votare in assemblea contro l'eventuale proposta di intraprendere l'azione di responsabilità sociale nei confronti degli amministratori, non è contrario all'ordine pubblico, ma agli art. 2392 e 2393 c.c., i quali non pongono principi aventi tale carattere, ma sono norme imperative inderogabili, con conseguente nullità del patto, in quanto avente oggetto (la prestazione inerente alla non votazione dell'azione di responsabilità) o motivi comuni illeciti (perché la clausola mira a far prevalere l'interesse di singoli soci che, per regolamentare i propri rapporti, si sono accordati a detrimento dell'interesse generale della società al promovimento della detta azione, dal cui esito positivo avrebbe potuto ricavare benefici economici)*".

# CONSOB

sarebbe invalida una manleva che, come nel caso di specie, non contenga una specifica e concreta determinazione degli episodi di amministrazione integranti l'eventuale pretesa risarcitoria, non essendo plausibile una rinuncia anteriore all'emersione dei fatti di *mala gestio*.

### 3. Il Recesso

A differenza del beneficio previsto dall'originario Accordo di Manleva, il diritto di recesso in presenza di modifiche dell'oggetto sociale è prerogativa che promana direttamente dalla legge (art. 2437 c.c. e ss.).

I profili di criticità a suo tempo individuati dalla Commissione, infatti, non attenevano all'eventuale esercizio di siffatta prerogativa da parte di azionisti di Premafin in occasione della fusione con Fonsai, bensì alla possibile esistenza di apposite intese volte a riconoscerne la spettanza agli azionisti di riferimento di tale società pur a fronte dei rilevanti dubbi esistenti in merito all'operatività, nel caso di specie, della relativa disciplina, omettendo di resistere adeguatamente a tali pretese in tutte le sedi.

È infatti oggetto di dibattito a livello dottrinale la natura formale (cioè desumibile esclusivamente dallo statuto) o sostanziale (cioè desumibile dall'effettiva attività svolta) da attribuirsi all'oggetto sociale di una società incorporata ai fini della determinazione del diritto di recesso. Inoltre, una volta accertata la vigenza del diritto di recesso nell'operazione in questione, può essere oggetto di diverse opinioni la decisione di negare tale diritto agli azionisti che, anche nel caso non votassero a favore della delibera di fusione, abbiano concorso con atti precedenti e propedeutici alla sua realizzazione (nel caso di specie la stipula dell'accordo complessivo di riorganizzazione e l'approvazione dell'aumento di capitale riservato funzionale alla realizzazione della fusione). Anche nel caso del recesso, la materia presenta profili civilistici controversi e complessi che non spetta alla Consob risolvere.

L'eventuale esistenza di accordi, di cui UGF fosse parte, atti a consentire agli azionisti di riferimento di Premafin di esercitare, in futuro, il diritto di recesso dalla stessa Premafin - nonostante i dubbi esistenti in merito alla concreta spettanza, nei loro confronti, di siffatta prerogativa - è stata dunque giudicata dalla Commissione *"in contrasto con la finalità di salvataggio ed il principio di parità di trattamento sottostanti la specifica previsione regolamentare, oltre che potenzialmente in grado di integrare «gli acquisti pattuiti» che, ai sensi della stessa previsione, rendono inapplicabile l'esenzione"*.

Le intese raggiunte da UGF e Premafin lo scorso 25 giugno consentono, viceversa, di ritenere superate le criticità evidenziate dalla Consob nella risposta al quesito formulato dalla stessa UGF.

La volontà, concordemente manifestata dalle parti contraenti, di *"limitare il diritto di recesso, nel contesto della fusione tra Fondiaria Sai S.p.A., Premafin, Unipol Assicurazioni S.p.A. e Milano Assicurazioni S.p.A., sicché - in conformità con quanto previsto nella Risposta Consob - tale diritto di recesso non spetti agli azionisti di riferimento di Premafin"*, consente infatti di escludere l'esistenza, tra le stesse parti, di accordi aventi ad oggetto il riconoscimento di tale diritto in capo ai suddetti azionisti di riferimento.

Anche nel caso in cui la sussistenza del diritto controverso fosse, in un secondo momento, affermata dall'Autorità giurisdizionale, eventualmente adita dagli azionisti di riferimento di Premafin allo scopo di contrastare la posizione assunta dalle nominate parti contraenti, ciò non dovrebbe modificare le presenti conclusioni, posto che - in siffatta ipotesi - UGF e Premafin avrebbero in ogni caso fatto quanto in loro potere per opporsi alla pretesa vantata dai precedenti

# CONSOB

azionisti di riferimento del gruppo assicurativo. E ciò sarebbe sufficiente per affermare l'insussistenza di accordi di segno opposto, eventualmente idonei a mettere in discussione l'applicazione dell'esenzione di cui agli artt. 106, comma 5, lett. a), del TUF e 49, comma 1, lett. b), n. 2, del RE.

\* \* \*

Tutto ciò considerato, la Commissione, sulla base delle considerazioni sopra rappresentate, ritiene quanto segue.

Tenendo conto di quanto rappresentato e del quadro informativo ad oggi disponibile nonché delle analisi effettuate sui valori attribuibili a Milano Assicurazioni e di Fondiaria-Sai sulla base di molteplici parametri tra cui i valori di mercato, il prezzo di acquisto delle azioni Premafin e le valutazioni delle varie società coinvolte nel progetto di fusione, la Commissione ritiene che non sussistano le condizioni di prevalenza di natura "oggettiva" e/o "valutativa", ai sensi dell' art. 45, comma 3, del Regolamento Emittenti, e che pertanto non risulta applicabile l'obbligo di OPA "a cascata" sulle azioni di Milano Assicurazioni, ai sensi del combinato disposto degli artt. 106, comma 3, lett. a), del TUF e 45 del Regolamento Emittenti.

Inoltre, premesso che non spetta alla Consob pronunciarsi sul merito di questioni civilistiche controverse e complesse, la Commissione prende atto della volontà manifestata nei nuovi accordi intervenuti tra le parti volti a (i) revocare i benefici – peraltro sottoposti a condizione sospensiva - concessi da UGF a favore di azionisti Premafin ritenuti in contrasto con l'esenzione dall'obbligo di OPA e (ii) limitare il diritto di recesso, nel contesto della Fusione, in modo che tale diritto non spetti agli azionisti di riferimento di Premafin.

Allo stato, si ritiene che i Nuovi Impegni di Manleva e le Intese sul Recesso raggiunti dalle parti, in quanto rappresentano indici di una esplicita volontà delle parti di rimuovere ogni misura che potesse portare benefici agli attuali azionisti di riferimento di Premafin, siano idonei a integrare i presupposti indicati dalla Consob per l'applicazione dell'esenzione dall'obbligo di OPA su Premafin di cui al combinato disposto degli artt. 106, comma 5, del TUF e 49, comma 1, lett. b), n. 2, del Regolamento Emittenti.

Quanto all'Accordo di Manleva, sussistono rilevanti dubbi in ordine alla stessa validità delle clausole che riconoscono i predetti benefici in relazione agli orientamenti giurisprudenziali e dottrinali che considerano nulli gli impegni a "*non proporre e in ogni caso votare contro l'azione sociale di responsabilità*" (cfr. da ultimo Cass. 10215/2010) e, quantomeno, per il caso di dolo, le clausole volte "*a tenere integralmente indenni e manlevati*" gli esponenti aziendali "*in relazione a eventuali importi che gli stessi dovessero effettivamente pagare a titolo di danno (...)*" a seguito dell'esercizio dell'azione di responsabilità sociale.

Con particolare riferimento alle Intese sul Recesso, la circostanza che UGF e Premafin abbiano concordato di non riconoscere il diritto di recesso agli azionisti di riferimento Premafin in sede di Fusione induce ad escludere la sussistenza di "*acquisti pattuiti*" o di indizi relativi ad intese in contrasto con le finalità della disciplina.

Resta salvo che la Consob valuterà ogni altro eventuale elemento che dovesse emergere sia da atti negoziali che dai comportamenti concreti dei soggetti coinvolti al fine di verificare l'effettiva attuazione di tale volontà, e di intraprendere le opportune iniziative di vigilanza.

**CONSOB**

Al fine di assicurare una compiuta e corretta informativa al mercato, si richiede a codesta Società, ai sensi dell'art. 114, comma 5, del TUF di diffondere entro le ore 20 del 20 luglio, con le modalità previste dalla Parte III, Titolo II, Capo I, del Regolamento Emittenti la presente nota nella sua interezza. Il comunicato dovrà altresì contenere l'indicazione che lo stesso è diffuso su richiesta della Consob.

Roma,

IL PRESIDENTE

DDE/GV/SZ  
DMS: 122010247