CONSOB

Comunicazione n. 12027130 del 4-4-2012

Inviata allo studio legale ...

Oggetto: Edison – Richiesta di parere in merito al calcolo del prezzo dell'OPA obbligatoria su azioni ordinarie di Edison S.p.A. *ex* art. 106, co. 2, del D.lgs n. 58/98 ("TUF")

Si fa riferimento alla nota (del .....) trasmessa da codesto Studio Legale per conto della Electricité de France S.A. ("**EdF**") e delle sue controllate, con la quale si chiedeva conferma alla Consob in ordine al calcolo del prezzo dell'OPA obbligatoria sulle azioni Edison *ex* art. 106, co. 1, del TUF, a carico della EdF, derivante dall'acquisto da parte della stessa, già intestataria del 50% della Transalpina di Energia S.r.l. ("**TdE**"), del restante 50% detenuto dalla Delmi S.p.A. ("**Delmi**"), con conseguente acquisto (indiretto) della partecipazione detenuta dalla TdE in Edison S.p.A. ("**Edison**"), pari al 61,28% del capitale sociale.

In particolare, il prezzo dell'OPA è stato ivi individuato nella misura di "*Euro 0,84 per azione, che rappresenta il prezzo più elevato pagato dalla stessa EDF per l'acquisto di azioni Edison durante i 12 mesi antecedenti l'acquisto rilevante ai fini dell'OPA*", sul presupposto, appunto, che – nell'applicare l'art. 106, co. 2, del TUF, il quale richiama "*il prezzo più elevato pagato*" – si dovesse avere esclusivo riguardo all'operazione relativa alla cessione della partecipazione nella TdE e alla conseguente cessione (indiretta) della partecipazione nella Edison.

Sul punto, con la nota di risposta (del 24 febbraio u.s.), la Consob ha prospettato la possibilità che – considerando la particolare complessità dell'operazione e gli elementi di incertezza presenti con riguardo alle valorizzazioni delle sue varie componenti – a seguito di successivi approfondimenti, emergesse una componente di remunerazione aggiuntiva da tenere in considerazione ai fini del prezzo dell'OPA, ai sensi dell'art. 106, co. 2, del TUF. In particolare, nella nota venivano evidenziati i possibili aspetti "*compensativi*" legati – oltre che eventualmente al contratto di fornitura del gas – alla cessione della partecipazione nella Edipower S.p.A., nel caso in cui per la stessa venisse definito un prezzo inferiore rispetto al valore che ragionevolmente le parti avrebbero attribuito alla stessa in assenza degli aspetti peculiari dell'operazione (ovverosia l'interdipendenza tra le varie operazioni).

La presente lettera è intesa, appunto, a dare conto dei suddetti aspetti, come di seguito indicato.

A titolo di considerazione preliminare, si richiama il dettato dell'art. 106, co. 2, del TUF e la relativa *ratio*: in conformità a tale norma, con riguardo all'OPA obbligatoria in esame, occorre rinvenire il prezzo "*più elevato pagato dall'offerente e da persone che agiscono di concerto con il medesimo, nei dodici mesi anteriori alla* [relativa] *comunicazione*".

A seguito degli approfondimenti svolti, il suindicato prezzo dell'OPA, come individuato nella nota di codesto Studio Legale, ovverosia pari ad Euro 0,84 per azione, non risulta coerente con gli elementi informativi raccolti e con le valutazioni svolte dalla Consob.

Infatti, sono emersi alcuni aspetti che possono costituire indice di una diversa intesa delle parti sul prezzo relativo alle singole operazioni e, dunque, per quanto di interesse, sul prezzo delle azioni Edison.

In particolare, mentre il contratto di somministrazione del gas tra Edison ed Edipower presenta caratteristiche che non consentono di ravvisare specifici vantaggi nei confronti dell'una o dell'altra parte, nella cessione della partecipazione nella Edipower il prezzo della cessione da Edison a Delmi

appare significativamente inferiore al valore attribuito a Edipower in precedenti valutazioni della stessa Edison e alle valutazioni contenute nelle perizie predisposte su incarico della Delmi.

Questa differenza indica che le parti possono aver adottato una valutazione della Edipower inferiore al valore che le avrebbero attribuito in una transazione "isolata", riparametrando "in ribasso" il conseguente valore implicito delle azioni Edison al fine di ottenere una minore onerosità complessiva dell'operazione, a detrimento dei soci di minoranza.

Inoltre, al fine di avvalorare le suddette considerazioni, rileva altresì la circostanza per cui il suddetto co-interesse delle parti, EdF e Delmi, volto a ridurre i corrispettivi reciproci, non è stato "controbilanciato" dall'effettivo coinvolgimento della Edison (diretta venditrice della partecipazione nella Edipower), dovendosi ritenere tale coinvolgimento scarsamente significativo sia nella fase delle trattative sia nella fase successiva e risolvendosi, di fatto, nella convalida da parte degli organi sociali di un'operazione definita "a monte" dalla controllante francese e dalla co-controllante Delmi.

Tutto ciò premesso, la Consob ha ritenuto necessario definire dei parametri atti a identificare il prezzo che rappresenti l'effettiva volontà delle parti con riguardo alla specifica operazione di acquisto di azioni Edison, "neutralizzando" gli aspetti derivanti dalla reciprocità di interessi e di flussi economici coinvolti nell'operazione, atteso che, come indicato, si deve dare rilevanza a tale volontà, ai fini del calcolo del prezzo OPA ai sensi dell'art. 106, comma 2. del TUF e della *ratio* sottostante.

In primo luogo, occorre premettere che le perizie esaminate – ovverosia le *fairness opinion* sul prezzo d'acquisto predisposte su incarico della Edison (ovvero dei relativi amministratori indipendenti) da Lazard, Goldman Sachs e Rothschild nonché quella predisposta su incarico della Delmi da Bank of America-Merrill Lynch e, infine, la perizia relativa al valore di carico effettuata dal Prof. Dallocchio su incarico della Delmi – presentano, ciascuna per determinati profili, alcuni aspetti peculiari.

Si riscontrano alcune significative disomogeneità tra i metodi di valutazione adottati, da una parte, nelle perizie predisposte su incarico della Edison e, dall'altra parte, in quella commissionata dalla Delmi al prof. Dallocchio, ed emerge che le perizie predisposte su incarico della Edison presentano alcuni aspetti non coerenti con gli elementi del caso, che, invece risultano – in parte – considerati nella perizia del prof. Dallocchio.

In particolare, con riguardo ai metodi di valutazione, aspetti critici delle perizie della Edison riguardano la mancata considerazione delle eventuali sinergie potenziali nonché l'assunzione di "vita finita" degli impianti.

La perizia del Prof. Dallocchio, presenta sotto il profilo metodologico una maggiore coerenza con la dottrina e la prassi prevalente nei processi di determinazione del valore di acquisizione del controllo di una società, in quanto, pur aderendo al medesimo approccio adottato dalle perizie della Edison di valutazione *stand alone* e *merchant* di Edipower:

- ha adottato una logica di integrazione della società all'interno del nuovo gruppo, tenendo in considerazione le relative sinergie, e,

- fa riferimento ad una situazione di continuità di gestione (c.d. approccio *"going concern"*) seppure con alcune eccezioni e correttivi, ponendosi in linea con la posizione della dottrina più autorevole, la quale, in materia di valutazione d'azienda attraverso i metodi finanziari (*discounted cash flow*) ritiene che l'ipotesi di *going concern* sia da considerarsi un

presupposto essenziale della valutazione (a meno che l'oggetto della valutazione sia rappresentato da aziende in declino).

Ciò premesso, va altresì sottolineato, in termini generali, che le valorizzazioni raccolte rappresentano – seppure filtrate dalle valutazioni degli esperti indipendenti – le visioni contrapposte del venditore e del compratore di Edipower e che la forte aleatorietà e soggettività delle valutazioni dei flussi futuri non consente di attribuire in maniera univoca una prevalenza alle due classi di stima.

Dunque, la presente analisi – sempre nell'intento di identificare il prezzo che sia espressione della volontà delle parti – in assenza di elementi obiettivi che depongano a favore di una delle due stime, ha inteso adottare un approccio indipendente ed equitativo alla valorizzazione dell'operazione che tenga omogeneamente conto dei due punti di vista.

Alla luce delle predette considerazioni, si è ritenuto che il valore effettivamente attribuito dalle parti per la cessione delle azioni Edison sia da collocarsi in una posizione intermedia tra quello implicito nella valorizzazione di Edipower concordato da Edf e Delmi (e ritenuto congruo nelle *fairness* redatte dagli esperti incaricati dalla Edison) ovverosia € 0,84 e quello implicito nell valore attribuito a Edipower dalla parte acquirente Delmi, corrispondente al il valore medio dell'intervallo della perizia del Prof. Dallocchio, ovverosia € 0,95.

* * *

Alla luce di tutto quanto sopra esposto, si ritiene che il prezzo di Euro 0,84 per azione Edison, dichiarato quale prezzo più alto pagato ai sensi dell'art. 106, comma 2, del TUF, non appare rappresentativo del prezzo effettivo convenuto tra le parti, in quanto esso rappresenta solo una parte di un'operazione più complessa idonea a generare meccanismi compensativi ulteriori che devono essere tenuti in adeguata considerazione.

Pertanto, avendo riguardo a tali ulteriori elementi, si può concludere che un prezzo per le azioni Edison oggetto dell'OPA obbligatoria a carico di EdF che si collochi nell'intervallo compreso tra Euro 0,84 e 0,95, il cui valore medio può rappresentare un utile punto di riferimento per esprimere un equilibrio tra gli interessi delle due parti, risulterebbe, allo stato delle conoscenze attuali dell'operazione, coerente con la nozione di prezzo pagato di cui all'art. 106, comma 2, del TUF.

IL PRESIDENTE
Giuseppe Vegas