CONSOB

Comunicazione n. DEM/7069353 del 25-7-2007

inviata alla *[...società A...]* e allo studio legale ...

OGGETTO: **Acquisizione da parte di *[...società A...]* del controllo di *[...società B...]* – Criteri di determinazione e fissazione del prezzo dell'OPA obbligatoria successiva**

PREMESSA

Si fa riferimento alla nota del ..., ed alla successiva integrazione del ... trasmessa dalla Banca ..., con la quale lo Studio Legale ... ha sottoposto all'esame della Commissione, un quesito concernente talune problematiche relative alla ipotizzata acquisizione da parte di *[...società A...]* del controllo di diritto di *[...società B...]*, società quotata sul mercato telematico azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana.

L'operazione ipotizzata prevede che *[...società A...]* acquisisca il controllo assoluto di *[...società B...]* attraverso una permuta di azioni e cioè mediante lo scambio di un certo numero di azioni ordinarie proprie di *[...società A...]* con azioni ordinarie emesse da *[...società B...]* - pari complessivamente al 39,05% del capitale di *[...società B...]* - e detenute da *[...società C...]* (che attualmente detiene il 41,162 di *[...società B...]* e permuterà il 31,16%), *[...società D...]* e *[...società E...]* (che dismetteranno integralmente le rispettive partecipazioni pari al 3,942% e al 3,947%), congiuntamente le "Fondazioni".

Nel Contratto di permuta, *[...società A...]* e le Fondazioni concorderanno e fisseranno il numero delle azioni *[...società A...]* offerte in permuta secondo un Rapporto di Scambio con le azioni *[...società B...]* che sarà fisso e immodificabile ai fini dell'esecuzione della stessa. La data del *closing* del Contratto è prevista per il ..., mentre è previsto che la relativa data di esecuzione possa avvenire entro il 31 dicembre 2007.

Ai fini dell'esecuzione della permuta *[...società A...]* dovrà preliminarmente acquisire (nel rispetto degli artt. 132 TUF e 144-bis RE) le azioni proprie da attribuire alle Fondazioni, previa assunzione di apposita delibera assembleare ai sensi dell'art. 2357 c.c.

IL QUESITO

Per effetto dell'operazione di permuta sopra descritta, a seguito dell'acquisizione del controllo della *[...società B...]* (e pertanto successivamente alla data di esecuzione del Contratto), *[...società A...]* sarà tenuta a promuovere un'offerta pubblica di acquisto obbligatoria ai sensi dell'art. 106, comma 1, del TUF, che, diversamente dall'acquisizione del pacchetto di controllo che avviene mediante uno scambio di titoli, sarà adempiuta tramite un corrispettivo in contanti.

Con riferimento alla suddetta operazione il quesito trasmesso concerne i criteri in base ai quali determinare e fissare il prezzo dell'OPA obbligatoria successiva. In altri termini occorre verificare:

1. la possibilità che il corrispettivo in contanti che *[...società A...]* dovrà riconoscere al mercato in sede di OPA e calcolato nel rispetto dell'art. 106, comma 2, TUF, possa essere fissato al momento in cui verrà sottoscritto il Contratto (...) e verrà effettuata la comunicazione al mercato di cui all'art. 66 del RE e pertanto in un momento che prevedibilmente precederà di qualche mese la Data di Esecuzione del Contratto;

2. i criteri in base ai quali va determinato il corrispettivo da offrire al mercato, tenuto conto del corrispettivo pagato agli azionisti venditori.

Preliminarmente viene evidenziato che, in considerazione dei tempi tecnici necessari per adempiere agli obblighi societari prodromici all'avvio dell'acquisto delle azioni *[...società A...]* nonché per ottenere le autorizzazioni di legge, il completamento della Permuta non potrà avvenire prima di un certo periodo, sicché sussisterebbe la irrinunciabile esigenza di far sì che, con specifica pattuizione di natura aleatoria, il Rapporto di Scambio rimanga fisso ed immodificabile e resti indipendente dalle eventuali successive variazioni del prezzo di mercato delle azioni *[...società A...]* o delle azioni *[...società B...]*.

Pertanto, anche il corrispettivo da offrirsi agli azionisti di *[...società B...]* diversi dalle Fondazioni e destinatari dell'OPA dovrebbe essere, determinabile alla data di sottoscrizione del Contratto di permuta e di contestuale comunicazione al mercato ex art. 66 RE (la Data di Riferimento) e comunque dovrebbe restare "*ancorato ai valori assunti ai fini della permuta, espressi attraverso il Rapporto di Scambio e rilevati alla data di Riferimento*".

Ai fini della determinazione del prezzo dell'OPA la Consob, con proprie comunicazioni, ha stabilito che il momento da cui calcolare a ritroso i dodici mesi previsti dall'art. 106, comma 2 TUF è quello in cui, per la prima volta, sia stata fornita al mercato un'informazione (la c.d. comunicazione *blocca-prezzo*) sull'operazione dalla quale discende l'obbligo di lanciare l'offerta e sugli elementi essenziali della stessa.

Nel caso in esame, poiché le azioni *[...società B...]* non verrebbero acquistate ma permutate, ad avviso dello Studio Legale, il prezzo delle stesse da utilizzarsi quale secondo parametro per la definizione del prezzo dell'OPA non può che essere identificato con il valore implicito attribuito alle azioni *[...società B...]* e riconosciuto alle Fondazioni in sede di fissazione contrattuale del Rapporto di Scambio: prezzo che deve pertanto ritenersi pari al prodotto tra il prezzo delle azioni *[...società A...]* concordato alla Data di Riferimento (sulla base di valori puntuali ovvero medi più prossimi alla Data di Riferimento secondo gli accordi tra le parti) e il Rapporto di Scambio fissato alla medesima data.

Tale Rapporto di Scambio, in base alle informazioni trasmesse con la successiva nota del ..., definito provvisoriamente dagli *advisor* in 1,194 azioni ordinarie di *[...società A...]* per ogni azione ordinaria di *[...società B...]*, è stato calcolato con riferimento alla media aritmetica semplice dei prezzi di Borsa delle azioni ordinarie di *[...società B...]* e di *[...società A...]* (la prima incrementata di un premio associabile, al passaggio del controllo pari al 50%), nei tre mesi precedenti il ... incluso (...–...), pari rispettivamente a € 4,49 e ad € 5,64, (i.e., (4,49 x 1,50) / 5,64 = 1,194). Il giorno ..., infatti la stampa specializzata riportava i primi *rumors* riguardanti l'operazione in oggetto.

In relazione al suddetto Rapporto di Scambio e al prezzo dell'OPA obbligatoria, l'offerente ritiene che, così come per volontà contrattuale dei contraenti le successive variazioni delle quotazioni del titolo *[...società A...]* e del titolo *[...società B...]* tra la data del Contratto e la Data di esecuzione saranno ininfluenti ai fini del Rapporto di Scambio, analogamente le stesse dovrebbero esserlo ai fini della determinazione del corrispettivo dell'OPA.

Infatti, *[...società A...]* e le Fondazioni, si dice, pattuendo un Rapporto di Scambio che rimarrà fisso ed immodificabile sin dalla Data di Riferimento, intendono accettare l'alea che al momento dell'esecuzione della permuta le azioni scambiate abbiano un valore di mercato diverso da quello implicito ad esse attribuito nel Contratto di permuta (con la conseguenza che il premio riconosciuto potrebbe essere aumentato, diminuito o addirittura annullato).

Così facendo, tanto le Fondazioni quanto *[...società A...]* saranno indifferenti, si dice, rispetto alle (imprevedibili) fluttuazioni delle quotazioni dei titoli *[...società A...]* e *[...società B...]* successive

alla Data di Riferimento. E, ad avviso dei consulenti legali, apparirebbe ingiustificato non porre gli altri azionisti di *[...società B...]* destinatari dell'OPA nella medesima posizione di indifferenza rispetto alle possibili, ma imprevedibili fluttuazioni del mercato dei titoli *[...società A...]* e *[...società B...]* dopo la fissazione del Rapporto di Scambio e del prezzo dell'OPA.

La determinazione a priori del prezzo dell'OPA inoltre assicurerebbe a *[...società A...]* la prevedibilità del costo complessivo dell'operazione, evitando che la società sia penalizzata, per fatto non proprio, laddove si dovesse considerare l'eventuale maggior valore delle azioni *[...società A...]* consegnate alle Fondazioni come una "rettifica" del prezzo da cui derivi l'obbligo di adeguare anche il prezzo dell'OPA.

La soluzione al quesito, dunque, secondo quanto sostenuto, dovrebbe essere positiva, nel senso che, sulla base dell'art. 106, comma 2, TUF, ai fini della fissazione del prezzo, deve essere data rilevanza al momento in cui l'offerente ha "*pattuito*" - quindi "*fissato*" - il prezzo di acquisto delle azioni, i.e. il valore di scambio che, appunto, sarà definitivamente concordato e fissato al momento della stipulazione del Contratto di permuta.

L'esigenza di fissare in contemporanea tanto il Rapporto di Scambio quanto il prezzo dell'OPA risponde altresì la necessità di evitare che il mercato sia esposto a strumentali azioni di turbativa e all'incertezza derivante dalla mancata conoscenza del prezzo dell'offerta per tutto il periodo sino alla Data di Esecuzione (Comunicazione Consob n. DAL/DIS/47878 del 16 giugno 2000).

Conseguentemente, nel caso di specie, la data di decorrenza dei 12 mesi ai fini della determinazione del prezzo dell'OPA dovrebbe coincidere con quella del ..., data in cui, ad esito della fissazione del Rapporto di scambio la società diffonderà un comunicato ai sensi dell'art. 66 del RE, contenente altresì la valorizzazione dello scambio e gli altri elementi essenziali della successiva Offerta obbligatoria.

CONSIDERAZIONI

1. Circa il momento dal quale decorrono i dodici mesi di riferimento per la determinazione del prezzo medio ponderato di mercato rilevante ai fini del calcolo del corrispettivo di un'offerta successiva obbligatoria ai sensi dell'art. 106, comma 2, la Commissione ha avuto occasione di pronunciarsi con numerose comunicazioni, a partire dal 1999.

Già con comunicato stampa dell'11 marzo 1999, si era infatti ritenuto che, nelle ipotesi in cui l'acquisto che comporta il superamento della soglia del 30% sia preceduto da un contratto preliminare, il periodo dei dodici mesi non decorre dalla data dell'acquisto della partecipazione bensì dal momento in cui è stata effettuata la prima comunicazione al mercato, momento che può coincidere con la data della stipula del contratto preliminare.

Questo principio è stato confermato in più occasioni; in particolare con Comunicazione del 16 giugno 2000, n. DAL/DEM/47878 la Consob ha ritenuto di "*confermare il principio già enunciato, specificando che esso risulta applicabile ogni qual volta venga diffusa un'informazione al pubblico, anche in rispetto dell'art. 114 TUF, con caratteristiche di completezza tali da descrivere integralmente l'operazione programmata che condurrà al superamento della soglia e gli elementi essenziali dell'offerta successiva che l'acquirente intende conseguentemente promuovere. Tra gli elementi essenziali rilevano anche il prezzo, con la conseguente necessità che sia stato indicato anche il più alto corrispettivo pattuito per l'acquisto di azioni ordinarie, e il quantitativo...*".

La Consob ha successivamente ribadito che "il comunicato idoneo ad individuare il giorno dal quale decorrono, a ritroso, i dodici mesi previsti dall'art. 106, comma 2, TUF, sarà quello diffuso nel

momento in cui sia già definita la volontà negoziale delle parti e nel quale vengano indicati i soggetti partecipanti all'operazione, nonché il prezzo e il quantitativo oggetto della stessa" (Comunicazione del 19 ottobre 2001, n. DEM/DME/1076547).

Ciò in quanto, l'annuncio dell'avvenuta transazione, che comporta l'aspettativa di un'offerta pubblica, determina un tendenziale allineamento dei prezzi di mercato a quello della futura offerta. Appare, quindi, essenziale evitare che la scelta del momento in cui emanare il comunicato idoneo a "cristallizzare" il predetto lasso di tempo dipenda esclusivamente dalla volontà dell'offerente. Infatti, a seconda dell'andamento delle quotazioni delle azioni oggetto della transazione, questi potrebbe anticipare ovvero ritardare la diffusione del comunicato stesso incidendo così sul prezzo dell'offerta.

Richiedendo che il comunicato "*price sensitive*" relativo all'operazione che darà luogo al trasferimento del pacchetto di controllo sia altresì completo di ogni elemento informativo essenziale ai fini della determinazione del prezzo e degli altri elementi essenziali dell'OPA, si è pertanto inteso evitare che il suddetto parametro dei dodici mesi possa essere utilizzato dall'offerente al fine di influenzare la determinazione del prezzo dell'offerta in senso a lui più favorevole.

Dunque, sul punto in esame si ritiene di condividere quanto sostenuto dallo Studio Legale: secondo la ricostruzione operata, la data di decorrenza dei dodici mesi indicati dall'art. 106, comma 2, coincide con la data di pubblicazione del primo annuncio o comunicato, imposto dall'art. 114 del TUF o da altre norme, che contenga la descrizione delle operazioni concordate che condurranno il futuro offerente al superamento della soglia e gli elementi essenziali dell'offerta obbligatoria successiva che ne conseguirà. Nel caso di specie detta data, ove il comunicato che sarà diffuso al mercato contenga tutti gli elementi informativi sopra richiamati, potrà decorrere dal ... .

2. Con riferimento alle modalità di determinazione del prezzo dell'OPA va preliminarmente evidenziato che in relazione alla fattispecie in esame, non si ravvisano ostacoli di tipo normativo alla circostanza secondo cui, a fronte dell'acquisizione del controllo attraverso un'operazione di scambio, la successiva offerta obbligatoria venga effettuata in contanti.

Ciò in quanto la normativa vigente prende in considerazione e regolamenta esclusivamente la facoltà di effettuare l'OPA successiva tramite strumenti finanziari quotati (artt. 106, comma 3, lett. c) e 47 RE), che può essere realizzata solo se le operazioni compiute nei dodici mesi precedenti il superamento della soglia hanno avuto come corrispettivo, nella stessa proporzione, i medesimi strumenti finanziari.

L'OPA successiva, pertanto, anche in ipotesi di acquisizione del controllo attraverso uno scambio, può essere effettuata in contanti purché siano rispettate le previsioni di cui all'art. 106, comma 2 del TUF (ovvero dell'art. 5, comma 4 della Direttiva 2004/25/CE in materia di OPA), relative alle modalità di determinazione del corrispettivo di offerta, che devono tenere conto del prezzo più elevato pattuito/pagato dall'offerente nei 12 mesi precedenti per l'acquisto di azioni della società target.

3. Ai fini della determinazione del prezzo dell'OPA successiva, come precisato nella menzionata nota del ..., il prezzo massimo pagato per le azioni *[...società B...]* dall'offerente nei 12 mesi precedenti, che *[...società A...]* intenderebbe prendere in considerazione ai fini della determinazione del prezzo dell'OPA obbligatoria, sarebbe pari, nel caso in esame, al valore implicito nel Rapporto di Scambio sulla base del prezzo puntuale dell'azione ordinaria di *[...società A...]* dell'ultimo giorno di Borsa precedente la diffusione del comunicato *blocca-prezzo*, ovvero il ... .

Secondo quanto riportato nella suddetta nota, nell'ipotesi in cui il corrispettivo sia stabilito sulla base normativa TUF attualmente in vigore (art. 106; comma 2, TUF) l'OPA Obbligatoria dovrebbe pertanto essere promossa ad un prezzo per azione *[...società B...]* pari alla media aritmetica fra:

(i) il prezzo medio ponderato di Mercato calcolato nei 12 mesi precedenti la comunicazione al Mercato degli estremi dell'Operazione (i.e., il c.d. comunicato *blocca-prezzo*);

(ii) il prezzo implicito, sulla base del prezzo puntuale dell'azione ordinaria di *[...società A...]* dell'ultimo giorno di Borsa precedente la diffusione del comunicato *blocca-prezzo*, nel Rapporto di Scambio.

Qualora invece dovesse venir applicato quanto indicato nella Direttiva 2004/25/CE del 21.04.2004 il corrispettivo dell'OPA Obbligatoria dovrebbe essere pari al prezzo massimo pagato per le azioni *[...società B...]* dall'offerente nei 12 mesi precedenti pari, nel caso in esame, al valore implicito nel Rapporto di Scambio sulla base del prezzo puntuale dell'azione ordinaria di *[...società A...]* dell'ultimo giorno di Borsa precedente la diffusione del comunicato *blocca-prezzo*.

Secondo quanto affermato l'utilizzo, in entrambi i casi di cui sopra, di un valore puntuale dell'azione ordinaria di *[...società A...]* in luogo di un valore medio consentirebbe, da un lato di meglio approssimare lo scambio insito nella permuta ad un'operazione per cassa (i.e., il c.d. concetto di *cash equivalent*) e dall'altro di eliminare la soggettività insita nella differenti modalità possibili di determinazione delle medie (media semplice vs. media ponderata, periodo di riferimento).

4. Con riferimento a quanto sopra rappresentato, preliminarmente, si richiama l'opportunità di valutare se procedere alla determinazione del prezzo dell' OPA successiva, nel rispetto del principio del prezzo più alto pagato dall'offerente per gli acquisti delle azioni oggetto dell'offerta, così come stabilito dall'art. 5, comma 4 della Direttiva 2004/25/CE concernente le offerte pubbliche di acquisto, il cui termine per il recepimento è già scaduto il ... .

5. In merito al criterio ipotizzato dall'offerente ai fini della suddetta determinazione del valore implicito nel Rapporto di Scambio, calcolato sulla base del prezzo puntuale dell'azione ordinaria di *[...società A...]* dell'ultimo giorno di Borsa precedente la diffusione del comunicato *blocca-prezzo*, si ritiene di non condividere tale metodologia, per i motivi di seguito indicati.

Il suddetto valore indicato dall'offerente, infatti, non sembra eliminare del tutto la componente soggettiva derivante dalla scelta di un criterio che non sia puntualmente prestabilito dalla legge.

A tale fine, in assenza di disposizioni normative o regolamentari che indichino le modalità di valorizzazione di una permuta ai fini della trasformazione del rapporto di scambio in un valore di prezzo puntuale, proprio con lo scopo di individuare con la maggior oggettività possibile il criterio di valorizzazione del prezzo pagato per l'acquisizione delle azioni *[...società B...]* , si ritiene che debba essere adottato il diverso criterio che trova fondamento nella sopra richiamata comunicazione DAL/DIS/47878 del 16-6-2000, relativa all'acquisizione da parte di Sanpaolo IMI S.p.A del controllo indiretto di Banco di Napoli S.p.A. a seguito di una scissione parziale, richiamata dallo Studio Legale nella propria nota del ..., al fine di avvalorare la possibilità di effettuare il comunicato blocca-prezzo alla data del ... .

In tale comunicazione, ai fini dell'individuazione del prezzo più elevato pattuito - nell'ambito di un acquisto indiretto - per le azioni della società quotata (secondo parametro di cui all'art. 106 c. 2 TUF) si affermava che doveva tenersi conto del "*valore che, nell'ambito delle valutazioni effettuate alla data di approvazione dei progetti di scissione da parte dei consigli di amministrazione di INA e Sanpaolo IMI, è attribuito alla partecipazione in Banco di Napoli detenuta dalla controllante BN*

Holding in sede di scissione; il prezzo in quella sede stabilito può infatti considerarsi come prezzo pattuito per il trasferimento delle azioni".

La comunicazione, con riferimento a detto valore precisava inoltre che "*esso dovrà essere determinato sulla base della documentazione predisposta ai fini della scissione ed utilizzata come base per la determinazione del concambio ...*".

Al riguardo si ritiene che il principio sancito nella suddetta comunicazione possa trovare applicazione anche con riferimento alla fattispecie oggetto di esame: la determinazione del rapporto di scambio fra le azioni *[...società B...]* e *[...società A...]* costituisce infatti il frutto delle contrapposte volontà contrattuali dell'offerente e degli azionisti venditori che hanno ritenuto, a tal fine, di prendere in considerazione le medie trimestrali dei due titoli nel periodo precedente la diffusione dei *rumors* relativi all'operazione, incrementando il valore del titolo *[...società B...]* del premio di controllo nella misura del 50%.

Anche ai fini dell'individuazione del prezzo pagato dall'offerente per l'acquisto del controllo di *[...società B...]* dovrà pertanto utilizzarsi il medesimo criterio adottato contrattualmente dalle parti (ed approvato dai rispettivi Consigli di amministrazione) ai fini della determinazione del Rapporto di Scambio, che tiene conto del premio riconosciuto per il trasferimento del controllo di *[...società B...]*. Pertanto tale prezzo dovrà essere calcolato tenendo conto della media aritmetica semplice dei prezzi di Borsa delle azioni ordinarie di *[...società B...]* nei tre mesi precedenti il ... (data precedente la diffusione dei *rumors* sull'operazione), pari a € 4,49 incrementata del premio di controllo del 50%.

* * *

Resta fermo che le considerazioni sopra esposte, si fondano esclusivamente sulla rappresentazione dell'operazione effettuata con le menzionate note del ... e ..., e resta pertanto passibile di ulteriori valutazioni alla luce di una diversa configurazione dell'operazione che dovesse emergere nel prosieguo.

IL PRESIDENTE
Lamberto Cardia