

**Comunicazione n. DIS/99095232 del 30-12-1999**

inviata alla [...società A...]

**Oggetto: Vendita della [...società B...] - Quesito in tema di determinazione del prezzo dell'opa obbligatoria**

Con nota pervenuta in data ..., codesta società ha chiesto di conoscere l'interpretazione da attribuire all'art. 106 del Testo Unico nell'ipotesi in cui un emittente oggetto di opa successiva obbligatoria abbia eseguito delle operazioni societarie nel corso dei dodici mesi presi a riferimento dalla norma citata per il calcolo del prezzo dell'opa in questione.

In particolare, è stato evidenziato che:

- codesta società ha avviato le **procedure di vendita** della propria controllata [...società B...];
- nelle more del negoziato apertosi per la suddetta vendita, verrà perfezionata la **scissione parziale** della stessa [...società B...], a seguito della quale, accanto alla società titolare dell'attività industriale (oggetto della vendita), verrà costituita una nuova società destinataria del ramo di azienda immobiliare e della cassa;
- la procedura di scissione dovrebbe avere termine all'inizio del mese di marzo; immediatamente dopo, salvo eventuali ritardi connessi alla conclusione del negoziato, l'operazione di vendita dovrebbe essere perfezionata.

Il problema interpretativo sollevato concerne le modalità di determinazione del prezzo al quale il futuro acquirente sarà tenuto a promuovere l'opa obbligatoria successiva sulla [...società B...], con particolare riferimento alla necessità o meno di tener conto, ai fini di tale calcolo, del prezzo di mercato della [...società B...] medesima ante-scissione.

Più specificatamente, codesta società ha richiesto di conoscere:

- quale sia la procedura applicativa dell'art. 106 da utilizzare nell'ipotesi in esame, sia nel caso in cui la vendita della [...società B...] si perfezioni subito dopo l'efficacia della scissione, sia se tra i due momenti intercorra un lasso di tempo comunque inferiore ai dodici mesi;
- se, ai fini del calcolo del prezzo definitivo dell'opa, il prezzo medio ponderato di mercato della [...società A...] possa essere determinato utilizzando dei coefficienti di rettifica ovvero se - vista la particolarità della fattispecie di che trattasi - si possa ritenere che detto prezzo di mercato sia inapplicabile o vada preso in considerazione solo se rilevato nei mesi di effettiva quotazione del titolo post-scissione.

1. Un'adeguata soluzione del quesito prospettato da codesta società richiede preliminarmente, anche al fine di individuare e rendere noto l'orientamento definitivo della Consob in materia, una sintetica esposizione degli approfondimenti effettuati da questa Commissione sulla problematica connessa alla determinazione del prezzo dell'opa obbligatoria successiva qualora non si disponga del prezzo medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi.

In particolare, una attenta analisi del dettato dell'art. 106, comma 2 e della ratio sottesa alla norma ha portato a considerazioni in ordine alla significatività del periodo di riferimento (12 mesi) sia sotto il profilo quantitativo che qualitativo.

La formulazione letterale della norma citata, facendo espresso ed inequivoco riferimento, in tema di modalità di calcolo del prezzo dell'opa successiva, ai soli parametri del "prezzo ponderato di mercato" e del "prezzo più elevato pattuito per l'acquisto di azioni", sembra non consentire interpretazioni che tengano conto di elementi diversi da quelli indicati dalla legge; manca infatti nella disposizione considerata, a differenza di quanto previsto in molte normative straniere, il riferimento ad un possibile potere discrezionale e di apprezzamento della Consob in materia.

Come noto l'introduzione, quale parametro per il calcolo del prezzo dell'opa successiva, del prezzo di mercato degli ultimi dodici mesi persegue l'obiettivo - a fronte dell'obbligo di promuovere l'offerta sulla totalità delle azioni dell'emittente - di non rendere eccessivamente oneroso il trasferimento del controllo delle società quotate.

E' proprio in tale ottica che la norma in questione, nell'individuare il prezzo dell'offerta, ha sostituito al prezzo del trasferimento comprensivo del premio di controllo, ovvero alla media ponderata dei prezzi di acquisto (come previsto dall'abrogata legge n. 149/92), **il pagamento di un prezzo in linea di principio inferiore** a quello del passaggio del controllo, ricavabile dalla media tra il prezzo di mercato degli ultimi dodici mesi ed il prezzo più alto pattuito dall'offerente nello stesso periodo.

Con ciò il legislatore ha dimostrato di condividere, come emerge dai lavori preparatori alla stesura del Testo Unico, le teorie c.d. "economiche" sull'opa obbligatoria (Cfr. M. Pagano - F. Panunzi - L. Zingales, Osservazioni sulla disciplina dell'opa, degli obblighi di comunicazione del possesso azionario e dei limiti agli incroci azionari, in Riv. Soc., 1988, p. 152 ss), che individuano come scopo dell'istituto non tanto quello "di far partecipare gli azionisti di minoranza al premio di controllo nè alle eventuali plusvalenze apportate dal cambio di controllo, ma semplicemente di proteggerli dalle eventuali riduzioni di valore causate dal cambio di controllo".

Peraltro, contrariamente all'opinione sostenuta nell'ambito delle predette teorie, che individuano quale arco temporale di riferimento per il calcolo del prezzo di mercato un periodo di due mesi (ritenuto tale da contemperare l'esigenza di avere un valore significativo della società rispetto a quanto pagato per il trasferimento del controllo della stessa con quella di evitare il ricorso a pratiche di manipolazione dei corsi azionari finalizzate all'artificioso abbassamento del prezzo finale di offerta), il legislatore ha stabilito un periodo sensibilmente più lungo, appunto di dodici mesi, ritenendo evidentemente che ciò consentisse di ottenere un valore di riferimento maggiormente significativo.

Tutto ciò premesso, sembra si debba ritenere che la durata del periodo di riferimento individuata dall'art. 106, comma 2, vada considerata vincolante e inderogabile, nel senso che l'applicabilità del parametro del prezzo di mercato ai fini della determinazione del prezzo di opa sia possibile soltanto qualora **gli strumenti finanziari siano stati effettivamente quotati per tutti i dodici mesi indicati dalla norma**(in altri termini qualora esistano le medie mensili ponderate di ciascuno dei dodici mesi di riferimento); nel caso in cui quest'ultima condizione non sia verificata, **il prezzo di offerta non potrà che essere determinato utilizzando l'unico parametro disponibile, venendo quindi a coincidere con il prezzo più elevato pattuito nel periodo per acquisti di azioni ordinarie.**

2. In relazione alla problematica connessa alle modalità di applicazione dell'art. 106, comma 2, del Testo Unico in presenza di operazioni societarie straordinarie (fusioni, scissioni, aumenti di capitale a pagamento) effettuate nel corso dei dodici mesi di riferimento, si ritiene che - secondo una interpretazione sostanziale - il verificarsi di dette operazioni sull'emittente nel periodo di riferimento non consente, in via generale, **di poter confrontare in modo omogeneo** il valore di mercato del titolo precedentemente all'effettuazione dell'operazione e il valore dello stesso

successivamente all'operazione medesima, e, di conseguenza, impedisce in tali ipotesi di poter considerare **significativo il parametro del prezzo di mercato**. In tale ottica, deve ritenersi che il parametro in questione non vada considerato ai fini della determinazione del prezzo di opa.

Nella fattispecie rappresentata da codesta società si può pertanto affermare, anche tenendo conto della ricostruzione prospettata al punto 1, che, sia nell'ipotesi in cui la vendita della [...società B...] si perfezioni immediatamente dopo l'efficacia della scissione, che nel caso in cui detta vendita intervenga entro i dodici mesi dalla scissione medesima, il prezzo dell'opa successiva sulla società scissa **dovrà coincidere con il prezzo del trasferimento**.

Quanto al possibile utilizzo di un coefficiente di rettifica tale da rendere confrontabile il prezzo di mercato dell'azione [...società B...] prima e dopo l'effettuazione della scissione si fa presente che tale soluzione, introducendo un elemento di discrezionalità non previsto espressamente dalla legge in materia di opa, presuppone l'esistenza di una disposizione che attribuisca ad un soggetto terzo (ad esempio la Borsa Italiana s.p.a.) il potere di effettuare tali rettifiche, circostanza che allo stato non risulta verificata <sup>1</sup>.

IL PRESIDENTE  
*Luigi Spaventa*

---

<sup>1</sup> Il principio è superato, v. ora regolamento Consob n. 11768/98 in materia di mercati, nel testo modificato con delibera n. 12497 del 20.4.2000.