Comunicazione n. DEM/DME/1076547 del 9-10-2001

inviata alla società ...

Oggetto: **Quesiti in merito all'interpretazione degli articoli 106 e 108 del D.lgs. n. 58/98**

Si fa riferimento alla nota inviata in data con la quale codesta società ha sottoposto taluni quesiti in merito all'interpretazione delle norme in oggetto.

Quesito n. 1

Si chiede di conoscere il livello di dettaglio che deve avere l'informativa al pubblico per essere idonea a "cristallizzare" il momento dal quale devono essere calcolati a ritroso i dodici mesi per la determinazione del prezzo dell'OPA obbligatoria, come previsto dall'art. 106, comma 2 del D.lgs. n. 58/98 (di seguito anche Tuf). In particolare, avuto riguardo all'orientamento espresso da questa Commissione con comunicazione n.DAL/DIS/47878 del 16 giugno 2000 (di seguito la Comunicazione), codesta società ha chiesto di conoscere:

- se il grado di completezza sui termini dell'operazione che l'informativa al pubblico deve avere per poter "cristallizzare" i dodici mesi vada valutato caso per caso;
- sulla base di quali considerazioni si possa ritenere sufficiente un livello di informativa inferiore a quello stabilito con la citata comunicazione.

Viene inoltre richiesto un chiarimento sulle circostanze che possono indurre alla ridefinizione della scadenza del termine dei dodici mesi qualora l'acquirente si discosti dal contenuto dell'informazione precedentemente diffusa.

Quesito n. 2

Codesta società chiede di conoscere se le delibere adottate dalla Consob ai sensi dell'art. 10, comma 9 della legge n. 149/92, con le quali veniva fissato un limite di flottante inferiore al 10% per singole società ai fini dell'obbligo di OPA residuale, debbano intendersi implicitamente abrogate con l'entrata in vigore del D.lgs. n. 58/98; ovvero, in ossequio ai principi contenuti nell'art. 214 del medesimo decreto, debbano ritenersi ancora applicabili fino a quando le stesse vengano espressamente abrogate o modificate dalla Commissione ai sensi dell'art. 50, comma 2, lett. a) del Regolamento n. 11971/99 (di seguito anche Regolamento).

Quesito n. 3

Si chiede di chiarire i criteri per la determinazione del prezzo dell'OPA residuale per le società operanti nel settore immobiliare, e, in particolare, se l'andamento e le prospettive reddituali dell'emittente vadano o meno tenuti in considerazione nell'ambito degli elementi rilevanti a tal fine.

* * * * *

Quesito n. 1

1. Con la Comunicazione la Commissione ha già avuto modo di precisare quale sia il momento da cui calcolare, a ritroso, il periodo di dodici mesi per la determinazione del prezzo di mercato previsto quale uno dei due parametri per il calcolo del prezzo dell'OPA successiva, ai sensi dell'art. 106 comma 2 del Tuf. E' stato infatti affermato che tale momento coincide con quello in cui "per la prima volta sia stata fornita al mercato un'informazione completa sugli elementi essenziali dell'offerta, sebbene esso sia precedente a quello nel quale si verifica l'acquisto che fa sorgere l'obbligo".

Fermo restando, ovviamente, quanto previsto dalla predetta norma, secondo cui l'offerente deve promuovere l'offerta ad un prezzo che non sia inferiore a quello risultante dalla media dei parametri ivi indicati, con l'orientamento sopra riportato, in linea con la *ratio* della disposizione legislativa, si è 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.

L'annuncio dell'avvenuta transazione, che comporta l'aspettativa di un'offerta pubblica, determina infatti 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 temporale 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.

2. Ciò premesso occorre considerare l'applicazione del principio sopra enunciato nel caso, del tutto particolare, in cui la transazione riguardi una partecipazione superiore al 90% del capitale ordinario - con conseguente obbligo concomitante di OPA successiva e residuale - e il prezzo annunciato dell'operazione con la quale si trasferisce la partecipazione rilevante sia inferiore a quello registrato sul mercato.

In linea di principio, dal punto di vista informativo, tra gli elementi essenziali dell'offerta che devono essere di norma comunicati al mercato - per poter individuare il momento dal quale far decorrere a ritroso il periodo dei dodici mesi - devono necessariamente esservi le informazioni relative ai programmi futuri dell'offerente; ciò al fine di consentire all'azionista di valutare l'alternativa tra adesione all'offerta, o mantenimento delle azioni in portafoglio.

Nel caso, tuttavia, di contestuale sussistenza degli obblighi di offerta successiva e residuale l'illustrazione dei programmi futuri non è essenziale per la valutazione di completezza necessaria per l'individuazione del momento dal quale far decorrere il predetto periodo; infatti, poiché l'offerta residuale produce l'effetto di una automatica revoca dei titoli dal listino, il valore prospettico di questi ultimi è prevalentemente condizionato dall'impossibilità di procedere al disinvestimento degli stessi sul mercato.

Pertanto, tenuto conto di quanto rappresentato, in conformità alla *ratio* del principio espresso dalla Commissione, nel caso di una cessione della partecipazione rilevante a prezzi più bassi di quelli di mercato e del concomitante obbligo, per l'acquirente, di effettuare un'OPA successiva e residuale, il comunicato idoneo ad individuare il giorno dal quale decorrono, a ritroso, i dodici mesi previsti dall'art. 106, comma 2 del 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.

3. Con riferimento, infine, all'ultima parte del quesito, si rappresenta che la variazione del prezzo non può ritenersi automaticamente operante al fine di comportare la ridefinizione del suddetto termine di calcolo dei dodici mesi qualora sia frutto di eventi della vita societaria, quali la distribuzione di dividendi o di utili in corso di formazione, e non di una diversa valutazione di valori patrimoniali o della stipula di nuove condizioni contrattuali indipendenti da tali rettifiche.

Quesito n. 2

I provvedimenti di riduzione del limite di flottante adottati ai sensi dell'art. 10, comma 9, della legge n. 149/92 sono divenuti inapplicabili dalla data di abrogazione della suddetta disposizione di legge. Ciò deve ritenersi in considerazione del difetto di compatibilità, ai sensi dell'art. 214, comma 5, del Tuf, dei citati provvedimenti con i principi richiamati dalla nuova normativa (artt. 108 e 112 del Tuf). Infatti, l'art. 112 del Tuf prevede che la Consob debba obbligatoriamente richiedere un parere alla società di gestione del mercato per elevare, con riguardo a singole società, la percentuale di

partecipazione valida come presupposto per promuovere un'offerta pubblica di acquisto residuale. Tale parere non era previsto nel citato art. 10, comma 9, della legge n.149/92.

La cessata applicabilità dei provvedimenti di riduzione del flottante stabiliti ai sensi della legge 149/92 risulta anche dalla circostanza che non trova più applicazione la delibera n. 6892 del 24 febbraio 1993, con la quale si forniva la definizione di flottante e si stabilivano i criteri di fissazione del minor limite di flottante nonché di determinazione, da parte della Consob, del prezzo dell'offerta pubblica di acquisto residuale. La materia è, infatti, attualmente, disciplinata dall'art. 50 del regolamento Consob n. 11971/99 che, in particolare, al comma 2, con riferimento al parere previsto dall'art. 112 del Tuf, attribuisce, in via generale, alla società di gestione il compito di proporre alla Consob l'adozione di una soglia superiore al novanta per cento per singole società, tenuto conto della necessità di assicurare un regolare andamento delle negoziazioni.

Quesito n. 3

L' art. 50 del regolamento prevede che la Consob, nella determinazione del prezzo dell'OPA residuale, tenga conto a) del corrispettivo dell'eventuale offerta pubblica precedente, b) del prezzo medio ponderato di mercato dell'ultimo semestre, c) del patrimonio netto rettificato a valore corrente dell'emittente e d) dell'andamento e prospettive reddituali dello stesso. La formulazione della norma indica che non necessariamente tutti i parametri debbono essere considerati (ad esempio il prezzo dell'OPA precedente è "eventuale"), così come si possa avere riguardo anche ad altri parametri ("La Consob tiene conto..., tra l'altro,...").

Per quanto riguarda i parametri del patrimonio netto rettificato a valore corrente e dell'andamento e prospettive reddituali, tali parametri debbono essere letti unitariamente e stanno ad indicare che la Consob deve valutare il capitale economico dell'emittente. La dottrina e la prassi della valutazione d'azienda indicano differenti metodi di valutazione a seconda dell'attività svolta dalla società oggetto di valutazione. E' d'altronde ormai accettato che in ogni caso la valutazione deve avere ad oggetto sia il valore corrente dei beni aziendali che la redditività prospettica dell'azienda stessa.

In questo senso le lettere c) e d) del citato art. 50 sottintendono che, nell'ambito di detta valutazione la Consob debba prendere in considerazione entrambi gli aspetti. Ciò premesso, nel caso di una società immobiliare è prassi della Consob valutare separatamente i beni immobili destinati alla vendita e gli immobili destinati a permanere a fini d'investimento nel patrimonio aziendale.

I primi vengono ovviamente valutati in base alle stime di flussi derivanti dai rispettivi progetti, al netto del carico fiscale.

Per quanto riguarda il patrimonio di immobili d'investimento è prassi considerare il valore di mercato degli stessi, in genere fornito da valutatori indipendenti, sottoponendolo ad un test di ragionevolezza sulla base della capitalizzazione del reddito prodotto e, se del caso, applicando un carico fiscale in misura convenzionale. Tale procedura porta, in fase di redazione della delibera di determinazione del prezzo, a enfatizzare l'utilizzo del parametro del patrimonio netto a valore corrente, ma non esclude che esso sia stato considerato congiuntamente al reddito prodotto, ovvero, all'andamento e prospettive reddituali.

IL PRESIDENTE
Luigi Spaventa