

**Comunicazione n. DEM/2011819 del 21-2-2002**

inviata alle società ...

**Oggetto: Scissione [...società A...]- Quesito relativo alla determinazione del prezzo dell'opa obbligatoria**

Si fa riferimento al quesito trasmesso in data ... con il quale è stato richiesto un parere di questa Commissione in ordine alla determinazione del prezzo dell'OPA obbligatoria successiva che la [...società Y...], controllata dal Dott. ... (...) dovrà promuovere sulle azioni della [...società A...](...).

La prima fase dell'operazione descritta nel quesito (già annunciata con comunicato stampa del 10 ottobre 2001) si sostanzia in una scissione parziale della [...società A...](attualmente partecipata dalla [...società X...] con il 78,45% e dalla [...società Y...] con il 3,441%) con costituzione di una nuova società denominata [...società B...](...), per la quale è stata deliberata, in data ..., la quotazione al MTA.

In esecuzione del programma di scissione, le azioni della [...società B...] saranno assegnate ai soci della [...società A...] in proporzione alle quote di partecipazione da ciascuno possedute. In particolare, per ogni gruppo di tre azioni [... della società A...] in circolazione (ciascuna da nominali 1 euro), che verranno ritirate e annullate, saranno attribuite due nuove azioni [... della società A...] e una azione [...della società B...](tutte da nominali 1 euro), con conseguente riduzione del capitale sociale della società scissa.

Successivamente, sulla base degli accordi intercorsi tra gli azionisti di riferimento della [...società A...] e pubblicati ai sensi dell'art. 122 del D.lgs. n. 58/98 (TUIF) la [...società X...] cederà alla [...società Y...] l'intera partecipazione detenuta in [...società A...] scissa. In conseguenza dell'acquisto effettuato [...la società Y...] si troverà a detenere una partecipazione complessiva pari all'81,89% del capitale sociale della [...società A...] scissa, con conseguente obbligo, ai sensi dell'art. 106, comma 1, del TUIF, di promuovere un'offerta pubblica di acquisto sulla totalità delle azioni ordinarie.

Con riferimento al prezzo al quale detta offerta dovrà essere promossa, codesta società ha osservato che:

- a) il prezzo dovrebbe essere individuato tenendo conto dei parametri previsti dall'art. 106, comma 2, del TUIF (prezzo non inferiore alla media tra prezzo più elevato pattuito per acquisti di azioni ordinarie e prezzo medio ponderato di mercato negli ultimi dodici mesi);
- b) il prezzo pagato da [...società Y...] negli ultimi dodici mesi corrisponde al prezzo per azione cui acquisterà da [...società X...] la partecipazione di [...società A...] scissa;
- c) in conformità ai precedenti orientamenti della Commissione, il momento dal quale calcolare, a ritroso, i dodici mesi previsti dall'art. 106, comma 2, citato, è quello in cui per la prima volta è stata data al mercato un'informazione completa relativa all'operazione che ha generato l'obbligo di OPA. Nel caso di specie tale momento coincide con la data del comunicato stampa emanato il 10 ottobre 2001;
- d) in presenza di una operazione straordinaria quale la scissione, potrebbe non essere possibile un confronto omogeneo tra i valori di mercato fatti registrare dalla società ante scissione con quelli fatti registrare dalla società scissa. A tale proposito, l'art. 10, comma 5, del Regolamento Consob n. 11768/98 e successive modificazioni, impone a Borsa Italiana S.p.A. di rendere noti i coefficienti di

rettifica da adottare per rendere omogenee le serie storiche degli strumenti finanziari negoziati interessati da eventuali operazioni straordinarie idonee a incidere sulla continuità dei prezzi;

e) poiché nel caso di specie il calcolo del coefficiente di rettifica verrebbe effettuato dopo il 10 ottobre 2001, ricomprendendo il periodo di quotazione della [...società A...] ante scissione nel quale i prezzi già hanno risentito degli effetti dovuti all'annuncio dell'OPA, il parametro del prezzo medio di mercato perderebbe di significatività ai fini dell'applicazione del predetto art. 106, comma 2, del TUIF.

Sulla base di tali osservazioni, codesta società chiede se nel caso di specie si possa rendere non applicabile il parametro del prezzo medio di mercato previsto dall'art. 106, comma 2, del TUIF e pertanto l'offerta possa essere promossa da [...società Y...] al prezzo più alto pagato nei dodici mesi precedenti.

\* \* \* \* \*

L'operazione in esame, come sopra rappresentato, consiste nell'acquisto da parte della [...società Y...] di una partecipazione pari al 78,45% del capitale ordinario della [...società A...] post scissione, con conseguente obbligo per l'acquirente, entro trenta giorni da tale acquisto, di promuovere un'offerta successiva totalitaria ai sensi dell'art. 106, comma 1, del TUIF.

Come sopra già rilevato, nella determinazione del prezzo dell'OPA successiva si deve tenere conto, ai sensi dell'art. 106, comma 2, del TUIF, dei due seguenti elementi:

- prezzo medio di mercato ponderato (per i volumi scambiati), relativo agli ultimi 12 mesi di quotazione;
- prezzo più elevato pattuito dall'offerente per acquisti di azioni ordinarie negli ultimi 12 mesi.

L'offerta deve essere promossa ad un prezzo non inferiore alla media aritmetica dei due elementi citati.

La circostanza che l'annuncio dell'OPA obbligatoria sia stato effettuato contestualmente alla comunicazione della delibera del Consiglio di Amministrazione relativa all'operazione di scissione citata - la quale rende necessaria la determinazione del coefficiente di rettifica, che verrà reso noto solo successivamente al perfezionamento della scissione - introduce una variazione sistematica nei corsi azionari in tale periodo (data della comunicazione al mercato - data di determinazione del coefficiente di rettifica) con importanti riflessi sulla significatività del parametro del prezzo medio ponderato di mercato.

Tali riflessi, peraltro, sono presenti ogni qualvolta la società i cui titoli sono oggetto di offerta pubblica di acquisto, sia stata oggetto - nel corso dei dodici mesi antecedenti alla cessione della partecipazione che ha generato l'obbligo di offerta, di operazioni straordinarie (quali aumenti di capitale, fusioni, scissioni, emissioni di prestiti obbligazionari, distribuzione di dividendi straordinari) che comportano lo stacco di diritti. In tali casi infatti dall'operazione straordinaria discende una variazione sistematica dei corsi azionari tale da non rendere più confrontabili i prezzi di quotazione *cum* con quelli *ex* diritto.

Al fine di poter procedere al calcolo di medie di prezzi di mercato (come richiesto dal citato art. 106, comma 2, del TUIF) risulta indispensabile utilizzare dati omogenei, relativi ad un'entità aziendale con caratteristiche costanti nel tempo e, comunque, non modificate da operazioni di natura straordinaria.

Per ripristinare la confrontabilità nel tempo dei prezzi, e quindi pervenire al calcolo di medie corrette, è pertanto necessario che la Borsa Italiana S.p.A. adotti e renda noti, ai sensi dell'art. 10, comma 5, del Regolamento n. 11768/98, i coefficienti di rettifica.

Pertanto, in tutti i casi in cui sussista un obbligo di OPA su azioni di una società oggetto di un'operazione straordinaria nei dodici mesi precedenti, l'utilizzo, ai fini dell'individuazione del prezzo dell'offerta, del parametro del prezzo medio di mercato è possibile purché le quotazioni vengano corrette con il ricorso al coefficiente di rettifica.

Occorre tuttavia considerare la peculiarità del caso di specie che consiste, come sopra rappresentato, nella contestualità dell'annuncio dell'operazione di fusione<sup>1</sup> e della futura offerta pubblica di acquisto. Infatti, tenuto conto che per la determinazione del coefficiente la Borsa Italiana S.p.A. utilizza le quotazioni del primo giorno di negoziazione successivo al perfezionamento dell'operazione straordinaria, occorre tenere presente, da un lato, che tali quotazioni già risentono dell'effetto dell'annuncio relativo alla futura offerta pubblica di acquisto obbligatoria, e, dall'altro lato, che le predette quotazioni possono essere volontariamente influenzate da soggetti interessati a modificare il fattore di conversione a proprio favore.

La particolare tempistica della determinazione dei suddetti coefficienti da parte di Borsa Italiana S.p.A., pertanto, influenza sensibilmente l'utilizzo del suddetto parametro. Infatti, in tutti i casi, come quello di specie, nei quali il coefficiente di rettifica è determinato e reso noto solo successivamente al momento dell'annuncio dell'OPA, si introducono rilevanti elementi di incertezza nella valutazione dell'operazione, e tale situazione si protrae per tutto il periodo intercorrente fra l'annuncio e il giorno di efficacia dell'operazione straordinaria, sostanzialmente coincidente con il momento di calcolo del coefficiente.

L'utilizzo dei prezzi in tal modo rettificati comporterebbe la conseguenza, non in linea né con la *ratio* della norma né con i precedenti orientamenti interpretativi di questa Commissione, di prendere in considerazione un prezzo di mercato già alterato dall'effetto dell'annuncio dell'offerta. Infatti, finalità della norma è quella di considerare, come uno dei due parametri del prezzo dell'OPA successiva, il prezzo che le azioni della società registravano sul mercato prima che l'operazione di mutamento del controllo fosse resa nota.

Al riguardo, i precedenti orientamenti assunti dalla Consob in materia di decorrenza dei dodici mesi di prezzi di mercato ai fini della determinazione del prezzo dell'OPA obbligatoria hanno tenuto conto dell'esigenza di evitare che l'andamento del mercato successivo alla dichiarazione dell'esistenza dell'obbligo di offerta possa influenzare il prezzo della stessa.

Alla luce dei motivi esposti questa Commissione ritiene che in tutti i casi in cui l'annuncio di un'OPA obbligatoria sia antecedente alla determinazione, da parte della Borsa Italiana S.p.A., del coefficiente di rettifica dei corsi azionari, il parametro del prezzo medio ponderato di mercato non possa essere preso in considerazione ai fini del calcolo del prezzo dell'offerta e, quindi, si debba fare ricorso unicamente al parametro del prezzo più elevato pattuito dall'offerente per acquisti di azioni ordinarie negli ultimi dodici mesi.

Il parametro del prezzo medio di mercato rettificato sarà utilizzato in tutti quei casi in cui l'annuncio della transazione che comporta un obbligo di offerta pubblica successiva (ovvero la transazione medesima) su titoli di una società che ha subito un'operazione straordinaria, avviene

---

<sup>1</sup> *Rectius*: scissione.

successivamente alla determinazione del coefficiente di rettifica da parte della Borsa, e, quindi, si avranno a disposizione dodici mesi di quotazioni da prendere in considerazione, rettificati e non alterati dall'"effetto annuncio".

Per quanto attiene più specificamente al caso oggetto del quesito da parte di codesta società, per la determinazione del prezzo dell'OPA successiva, ai sensi dell'art. 106, comma 2, del TUIF, si terrà conto del solo parametro del prezzo più elevato pattuito dall'offerente per l'acquisto di azioni ordinarie nel corso dei dodici mesi precedenti al 10 ottobre 2001.

Al riguardo si richiede l'emanazione di un comunicato stampa, non appena perfezionata la transazione che comporterà l'acquisto del controllo, da parte della [...società Y...], della [...società A...] scissa, contenente la notizia della futura offerta pubblica d'acquisto nonché del prezzo alla quale la medesima verrà promossa.

IL PRESIDENTE  
*Luigi Spaventa*