

Comunicazione n. DIS/99012964 del 24-2-1999

inviata alla società ...

Oggetto: **Quesiti sull'opa (strumenti finanziari non quotati quale corrispettivo; garanzie da prestare e obbligo di opa in caso di acquisto indiretto)**

Con nota [... omissis ...], ha chiesto di conoscere, [... omissis ...], il parere di questa Commissione in merito:

- 1) alla possibilità di offrire quale corrispettivo parziale strumenti finanziari appositamente emessi e quindi non ancora negoziati in un mercato regolamentato al momento della promozione dell'offerta;
- 2) alla necessità di costituire apposita garanzia a fronte degli strumenti finanziari offerti in corrispettivo;
- 3) alla sussistenza dell'obbligo di procedere ad un'offerta pubblica sulle azioni di [società controllata], ai sensi dell'art. 13, comma 3, lett. b), del regolamento Consob n. 11520/98¹, qualora venga acquisito, a seguito dell'offerta, il controllo della [società controllante].

1. In relazione al quesito di cui al punto 1) si osserva che l'art. 15, comma 2, del regolamento² citato prescrive che nelle offerte previste dall'art. 106, comma 4, del d.lgs. n. 58/98 il corrispettivo possa essere costituito da strumenti finanziari se quotati in mercati regolamentati dell'Unione Europea.

A tal fine si ritiene sufficiente che gli strumenti finanziari offerti in cambio siano al tempo dell'offerta ammessi alla quotazione e che siano effettivamente negoziabili nel momento in cui l'aderente all'offerta li riceve in corrispettivo di quelli consegnati all'offerente.

Ciò pare infatti sufficiente a soddisfare il requisito della liquidabilità che costituisce la ragion d'essere della norma citata.

2. Con riferimento al quesito di cui al punto 2) si rappresenta che in occasione delle istruttorie relative a precedenti offerte in cui lo scambio è stato realizzato mediante titoli da emettere in esecuzione di un aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione in favore dei destinatari dell'offerta, la Commissione non ha ritenuto di avvalersi del potere previsto dall'art. 102, comma 2, al fine di richiedere particolari garanzie da prestare.

3. In relazione, infine, al quesito di cui al punto 3), si ritiene che per l'applicazione dell'articolo 13, comma 3, lett. b)³ del predetto regolamento, sia necessario innanzi tutto identificare il "prezzo di acquisto" delle azioni della società partecipante. Nel caso qui ipotizzato, di acquisto conseguente ad un'offerta pubblica, il prezzo è quello al quale l'offerta è stata proposta.

Determinato in tal modo il prezzo di acquisto è necessario identificare - se ed in quanto possibile - le sue eventuali diverse componenti, ed in specie "il valore attribuito" alle azioni quotate della società partecipata. L'indicata espressione "valore attribuito" rinvia ad un dato storico: cioè al valore che le parti hanno convenzionalmente riconosciuto alla partecipazione nel calcolo globale del

¹ Ora art. 45, co. 3, lett. b), regolamento Consob n. 11971/99.

² Ora art. 47, co. 2, regolamento Consob n. 11971/99.

³ Ora art. 45, co. 3, lett. b), regolamento Consob n. 11971/99.

prezzo di acquisto. Nel caso di acquisto conseguente ad offerta pubblica, l'attribuzione del valore non può che esser riferita al calcolo operato dall'offerente nel determinare il prezzo dell'offerta. Quando manchi un dato espresso in tal senso - e i nei limiti in cui ciò non sfoci in una valutazione arbitraria - dovrà necessariamente procedersi ad una ricostruzione induttiva di detto calcolo avendo riguardo ai criteri generalmente seguiti in simili casi dagli analisti finanziari e dagli operatori del mercato.

In particolare, nel caso prospettato, appare necessario procedere ad un confronto dei valori correnti delle partecipazioni in emittenti quotati con il valore corrente sia del complesso delle attività sia degli altri singoli segmenti o "rami d'azienda" in cui si articola la gestione di *[società controllante]*. Ciò per valutare se ricorrano entrambe le condizioni contenute nella lett. b) del già citato art. 13.

Ad avviso della Commissione, nella fattispecie in esame, un corretto procedimento di valutazione dovrebbe articolarsi secondo le seguenti fasi:

- a) determinazione del valore di patrimonio netto corrente attribuibile a *[società controllante]* applicando alle sue azioni ordinarie e di risparmio rispettivamente l'ipotizzato prezzo di OPA ed un valore corrente di mercato;
- b) determinazione del valore corrente delle attività di *[società controllante]* al lordo dell'indebitamento complessivo;
- c) determinazione del valore corrente degli investimenti in emittenti quotati utilizzando prezzi medi di mercato incrementati, per le azioni ordinarie che attribuiscono il controllo indiretto, di un congruo premio di maggioranza;
- d) determinazione a valori correnti delle altre attività direttamente riconducibili a specifici settori di attività;
- e) determinazione, per differenza, del valore attribuibile al settore *[industriale oggetto di attività dirette da parte della società controllante]*

Il procedimento di cui sopra è stato realizzato utilizzando quale valore corrente per gli investimenti in partecipazioni quotate la media dei prezzi di borsa degli ultimi tre mesi (considerata meglio rappresentativa, rispetto a valori puntuali, dell'andamento del mercato) e quale premio di maggioranza la percentuale del 15%.

A seguito dell'adozione di tali criteri si ritiene che non risultino verificate entrambe le condizioni di cui all'art. 13, comma 3, lett. b), del citato regolamento⁴ e che non sussista allo stato attuale, l'obbligo di lanciare un'offerta pubblica di acquisto anche sulla totalità di azioni ordinarie *[società controllata]* a norma dell'art. 106 del Testo Unico.

Resta inteso che tale conclusione dovrà essere riconsiderata al momento della promozione dell'offerta, sulla base delle variazioni fatta registrare dai prezzi di mercato delle azioni *[società controllata]*, fermi restando gli altri parametri di riferimento.

IL PRESIDENTE
Luigi Spaventa

⁴ Ora art. 45, co. 3, lett. b), regolamento Consob n. 11971/99.