

Comunicazione n. DCG/CLE/11094379 del 23-11-2011

Inviata alla [... Banca A ...] e, p.c. Studio Legale ...

Oggetto: Richiesta di parere in merito all'applicabilità dell'articolo 42 del Regolamento Emittenti (best price rule) ad un'offerta pubblica di scambio su titoli obbligazionari

Si fa riferimento alla nota datata ... con la quale lo Studio Legale ... (lo "Studio ..."), in qualità di consulente legale di codesta banca (di seguito, anche, - [... Banca A ...]", o l'"Emittente") ha sottoposto all'attenzione della Consob un quesito concernente l'applicabilità, ad un'offerta pubblica di scambio su titoli obbligazionari, della c.d. best price rule – che, ai sensi dell'articolo 42 del Regolamento n. 11971/1999 ("Regolamento Emittenti"), richiede, in caso di acquisti effettuati dall'offerente nel corso dell'offerta e nei sei mesi successivi alla data di pagamento a prezzi superiori al corrispettivo dell'offerta, di adeguare quest'ultimo a tale prezzo più alto – (il "Quesito").

1. Descrizione della fattispecie

L'offerta di scambio a cui il parere fa riferimento è quella, di natura volontaria, promossa da codesta banca, ai sensi degli articoli 102 e ss. del D. Lgs. n. 58 del 1998 ("TUF"), sulla totalità delle obbligazioni senior appartenenti a [... n. x ...] prestiti obbligazionari dalla stessa emessi e detenuti dalla clientela retail ("i Titoli Esistenti"). In proposito, l'Offerente riconoscerà agli aderenti: titoli obbligazionari senior emessi da [... Banca A ...] (i "Nuovi Titoli") e/o un ammontare in denaro, qualora siano conferiti in adesione Titoli Esistenti per un valore nominale complessivo inferiore al taglio minimo dei Nuovi Titoli (di seguito, l'"Offerta").

In particolare, lo Studio ... ha ravvisato l'esigenza di consultare la Commissione sul tema per via dell'esistenza, nei regolamenti dei prestiti dei Titoli Esistenti (eccezion fatta per [... n. x ...] delle [... n. x ...] emissioni obbligazionarie oggetto dell'Offerta, a cui dunque non si farà riferimento nelle considerazioni di seguito esposte), di un impegno, da parte di codesta banca, al riacquisto dei Titoli Esistenti in caso di richiesta da parte dei relativi portatori, in contropartita diretta e senza limiti quantitativi ad un prezzo calcolato – come in generale avviene per i titoli obbligazionari – "in funzione delle seguenti variabili:

- i tassi di interesse;
- il merito di credito (rating) dell'emittente:
- la vita residua delle obbligazioni".

Il Quesito chiarisce, inoltre, che "il prezzo di un titolo di debito varia al variare dei predetti elementi" i quali, "fatta eccezione per il merito di credito dell'emittente, la cui valutazione, può risentire di una certa discrezionalità da parte del soggetto chiamato ad effettuare la valutazione, influiscono sul prezzo del titolo in maniera oggettiva ed incontrovertibile", e che nel caso di specie, posta l'ormai prossima scadenza dei

Titoli Esistenti, "il peso della vita residua dell'obbligazione nella valorizzazione dei titoli risulta preminente sugli altri due elementi, portando la valorizzazione a tendere progressivamente, in prossimità della data di scadenza, verso il 100% del valore nominale".

Considerato, infine, che la struttura dell'Offerta prevede il riconoscimento ai portatori di Titoli Esistenti di un determinato corrispettivo in Nuovi Titoli o in denaro, a seconda dei casi, lo Studio ... segnala come "altamente probabile che, nel corso del periodo rilevante ai fini della best price rule, [... Banca A ...] sia tenuta a comprare Titoli Esistenti ad un prezzo superiore a quello riconosciuto nell'ambito dell'Offerta".

Sulla base di quanto esposto, lo Studio ... chiede alla Commissione di valutare se, nel contesto di un'offerta pubblica di scambio su titoli obbligazionari, rientrino nell'ambito di applicabilità della best price rule, prevista all'articolo 42 del Regolamento Emittenti, eventuali riacquisti sul mercato secondario effettuati dall'Offerente a un prezzo che – in conseguenza delle particolari modalità di formazione del valore di mercato dei titoli obbligazionari – potrebbe risultare maggiore del prezzo di scambio corrisposto nell'ambito dell'Offerta.

2. Considerazioni

Attese le peculiarità degli acquisti effettuati in adempimento del citato impegno, si reputa che non ricorrano, nel caso prospettato, i presupposti per l'applicabilità della cd. best price rule per due ordini di considerazioni.

2.1 Innanzitutto, occorre notare che, nel caso di specie, l'esistenza di un impegno al riacquisto assunto dall'odierno Offerente è prevista dagli stessi regolamenti dei prestiti obbligazionari i cui Titoli Esistenti costituiscono oggetto dell'Offerta e rappresenta, dunque, una caratteristica intrinseca originariamente connaturata alle emissioni nell'ambito delle quali tale impegno è stato assunto.

In effetti, come specificato negli stessi regolamenti dei prestiti, l'impegno a riacquistare i Titoli Esistenti era stato assunto dall'Emittente a fronte della loro mancata ammissione a negoziazione sui mercati regolamentati o su sistemi di negoziazione diversi dai mercati regolamentati, come strumento atto a rendere liquide, e dunque maggiormente "attraenti" per la platea dei risparmiatori, le obbligazioni emesse da codesta banca.

La facoltà di rivendita, concessa al portatore degli strumenti in questione a far data dalla loro emissione, può dunque essere considerata alla stregua di una modalità alternativa di "rimborso" degli stessi. Detta facoltà, inoltre, può essere esercitata unicamente dai titolari dell'obbligazione (la prerogativa inversa, infatti, non è attribuita all'Emittente) e la relativa richiesta non può essere rifiutata da quest'ultimo, il quale si trova obbligato a soggiacervi.

Le modalità di esercizio della facoltà in questione prescindono anch'esse dalla volontà dell'Emittente in quanto la stessa è congegnata in modo da non lasciare alcuna discrezionalità in capo a quest'ultimo in merito al momento del riacquisto o alla quantità di titoli da riacquistare.

Unico profilo di discrezionalità sembrerebbe emergere, per ammissione stessa dei legali dell'Offerente, con riferimento all'individuazione del "merito di credito dell'emittente" che costituisce uno dei tre parametri utilizzati per la determinazione del prezzo di riacquisto: la discrezionalità relativa a tale parametro – comunque limitata – non sembra, di per sé, avere un impatto rilevante sulla caratteristica dell'indipendenza di tali acquisti dalla volontà dell'Offerente.

In altre parole, l'obbligo di riacquisto assunto dall'Emittente darebbe luogo a una facoltà di vendita per il risparmiatore assimilabile a quella derivante dall'attribuzione, a margine dei Titoli Esistenti, di un'opzione put gratuita alla generalità dei portatori avente come controparte lo stesso Emittente, il quale compirebbe, conseguentemente, un acquisto per cause del tutto indipendenti dalla sua volontà. Infatti, detto acquisto - effettuato a condizioni prestabilite e con una discrezionalità molto limitata dell'Emittente in merito al prezzo da corrispondere - sarebbe conseguenza diretta ed esclusiva dell'esercizio di una facoltà di rivendita originariamente accordata a ciascuno dei Portatori.

2.2. In secondo luogo, non si tratterebbe, di acquisti suscettibili di minare in alcun modo la parità di trattamento dei portatori dei Titoli Esistenti - principio alla cui tutela è preordinata la previsione di cui all'art. 42 del Regolamento Emittenti - posto che chiunque tra costoro è messo in condizioni di fruire della relativa facoltà.

Si osserva, infatti, che l'esistenza della facoltà di smobilizzare i propri titoli - nel periodo di Offerta e successivamente a essa - anche al di fuori dell'Offerta alle condizioni previste nel relativo regolamento del prestito e, dunque, a un prezzo eventualmente superiore al corrispettivo dell'Offerta, è nota o, comunque, conoscibile da parte di ciascuno degli oblati in quanto prevista nel rispettivo regolamento del prestito, nonché indicata in più parti del Documento d'Offerta.

In particolare, si noti che, nella parte relativa alle "Avvertenze", nel descrivere il "Rischio derivante dal fatto che il Prezzo di Scambio è inferiore al valore nominale dei Titoli Esistenti", con estrema precisione il Documento "ricorda a tutti i Portatori, e in particolare a coloro che detengono Titoli Esistenti per un valore nominale complessivo inferiore al taglio minimo dei Nuovi Titoli, che, sia nel corso dell'Offerta che successivamente alla chiusura della stessa, ove vogliano disinvestire, potranno vendere i Titoli Esistenti sul mercato secondario allo stesso Emittente sulla base degli Impegni di Riacquisto. [... omissis ...]".

In ragione di quanto sopra rappresentato e, in particolare, a fronte delle identiche opportunità di disinvestimento concesse a tutti indistintamente i portatori dei titoli obbligazionari, non si ravvisano esigenze di tutela nei confronti di coloro che avessero scelto liberamente - e nonostante le informazioni disponibili circa le possibili opzioni alternative - di aderire all'Offerta, e di correre il rischio di vedersi attribuito un corrispettivo inferiore rispetto a quello ricavabile attraverso l'esercizio della facoltà di dismissione loro riconosciuta dai regolamenti delle obbligazioni emesse da codesta banca.

* * *

Tutto ciò considerato, si ritiene non applicabile alla presente fattispecie, il disposto dell'articolo 42 del Regolamento Emittenti e, dunque, l'obbligo di adeguamento del prezzo d'offerta all'eventuale più alto prezzo corrisposto in esecuzione dell'impegno al riacquisto, adempiuto nel corso del periodo di adesione o nei sei mesi successivi alla data di pagamento, previsto dai regolamenti dei prestiti di alcune delle emissioni obbligazionarie di [... Banca A ...] oggetto di offerta.

IL PRESIDENTE

Giuseppe Vegas