

Comunicazione n. 0059570/25 del 13 giugno 2025

inviata alla [...società A...]

Oggetto: [...società A...] - **Riscontro alla seconda segnalazione relativa all'OPS promossa da [...società B...] su azioni ordinarie emesse da [...società A...]**

Si fa riferimento alla segnalazione inviata alla Scrivente da Codesta Società il 30 aprile 2025 (l' "**Esposto**"), nell'ambito dell'OPS promossa da [...società B...] su azioni ordinarie emesse da [...società A...] (l' "**Offerta**" o l' "**OPS**"), relativa agli acquisti in denaro effettuati da [...società B...] sul mercato in data 7 aprile 2025, al prezzo indicato di euro 8,83655[1], per un complessivo 0,34% del capitale sociale di [...società A...].

In particolare, in tale Esposto, [...società A...] lamenta, in sintesi:

- 1) la violazione del principio di parità di trattamento, adducendo un supposto divieto di effettuare acquisti in denaro nell'ambito di un'offerta pubblica di scambio volontaria senza che sia riconosciuta una *cash alternative* a tutti gli oblati;
- 2) la violazione della c.d. *best price rule* in quanto, applicando il c.d. metodo *rolling*[2] alla data del medesimo 7 aprile sarebbe stato superato il valore implicito del corrispettivo dell'Offerta (anche, il "**Corrispettivo**"), implicando la necessità di offrire un conguaglio del Corrispettivo a tutti gli oblati in misura pari a euro 0,5389[3].

1. I contenuti dell'Esposto

1. Sul primo punto, più in dettaglio, nell'Esposto si afferma, *inter alia*, che il riferimento alla parità di condizioni non sarebbe riferito al *quantum* offerto agli oblati di un'offerta, ma "*deve essere inteso anche in relazione alla natura del corrispettivo, che in un'offerta di scambio, deve sempre essere costituito da titoli dell'offerente*". In tale prospettiva, "*l'azionista di [...società A...] che ha ricevuto da [...società B...] un prezzo cash è stato trattato in modo diverso rispetto all'universalità dei destinatari dell'OPS che, nel caso dovessero aderire all'Offerta, [...] non avranno la possibilità di optare per un pagamento per cassa*".

L'esponente afferma altresì che "*non esista alcuna previsione che consenta all'offerente in caso di OPS di effettuare acquisti sul mercato, pendente l'offerta, per cassa (senza consentire a tutti i destinatari di beneficiare di tale possibilità)*".

L'esponente adduce altresì che ulteriori elementi di discriminazione sarebbero la diversa natura dei negozi giuridici (permuta vs. compravendita) e la relativa causa nonché la relativa differenza di *settlement*.

Inoltre, nell'Esposto si afferma che "*Nel caso, poi, di offerta obbligatoria l'alternativa cash viene riconosciuta, in base all'art. 106, comma 2-bis, TUF, in presenza di acquisti pari al 5% dei diritti di voto della target, mentre nell'offerta volontaria, in mancanza di soglie-limite, qualunque acquisto in contanti determina, in attuazione della parità di trattamento, l'obbligo per l'offerente di riconoscere la cash alternative*".

Pertanto, [...società A...] chiede di far sì che [...società B...] integri i termini dell'Offerta riconoscendo ai destinatari della stessa "*la possibilità di scegliere, a propria discrezione, per ogni azione [...società A...] portata in adesione, tra il corrispettivo in natura offerto da [...società B...] (1,450 azioni ordinarie [...società B...] di nuova emissione per ogni azione ordinaria [...società A...] portata in adesione all'Offerta), oppure il corrispettivo in denaro pari a Euro 8,8365 che [...società B...] ha riconosciuto ai venditori il 7 aprile u.s.*".

2. Sul secondo punto, in particolare, l'esponente lamenta il mancato rispetto della *best price rule* di cui all'art. 42, comma 2, del Regolamento Emittenti[4].

Scrive, *inter alia*, l'esponente, con riferimento alle OPS, che: "*In ragione delle variazioni dei prezzi di riferimento degli strumenti finanziari interessati dallo scambio, il 'corrispettivo implicito' (cioè la traduzione monetaria del concambio) è destinato a modificarsi nel tempo. Tanto che può ben dirsi che non esiste un controvalore monetario fisso (com'è nel caso dell'OPA), ma tanti prezzi impliciti in corrispondenza di ciascuna oscillazione del mercato Di qui la prassi o la convenzione che porta a convertire in una somma di denaro (c.d. corrispettivo implicito o equivalente monetario) i titoli offerti in scambio mediante applicazione del rapporto di conversione indicato dall'offerente, che è la sola modalità in grado di misurare giorno per giorno la convenienza e il contenuto economico dell'offerta*". Ciò sarebbe deducibile anche dal comunicato ai sensi dell'art. 102 del D. Lgs. n. 58/1998 ("**TUF**") che prevede, secondo [...società A...], che il corrispettivo implicito venga "*misurato*" a diverse date di riferimento, a soli fini illustrativi, allo scopo di fornire possibili scenari di convenienza economica dell'offerta destinati a variare nel corso del tempo ("*segnalatici, cioè, sia del controvalore per equivalente monetario, sia di eventuali sconti o premi 'impliciti' a varie possibili date o intervalli temporali*").

Pertanto, alla luce delle proprie considerazioni sulla tipologia e le caratteristiche del corrispettivo in un'OPS (cioè corrispettivo in natura infungibile, il cui valore implicito varia giorno per giorno), l'esponente ritiene che, in caso di acquisti fuori offerta, "*il prezzo pagato per l'acquisto non può che essere confrontato con il prezzo dell'azione dell'offerente alla medesima data*".

L'Emittente sostiene che "*al fine di verificare se in concreto il prezzo riconosciuto in denaro configuri un miglioramento delle condizioni economiche implicite nel corrispettivo in natura (risultante dallo scambio di azioni quotate), non si possa che fare riferimento alla data (cd. criterio mobile o rolling) in cui tale acquisto è stato effettuato*". Pertanto, l'Emittente ha rappresentato che "*utilizzando come data di riferimento il 7 aprile 2025, data in cui [...società B...] ha effettuato gli acquisti delle azioni [...società A...], il prezzo pagato da [...società B...] per tali acquisti è superiore al corrispettivo "implicito" delle azioni dell'Offerente ricavabile dalla moltiplicazione del prezzo dell'azione [...società B...] registrato alla medesima data per il rapporto di cambio. Il prezzo delle azioni [...società B...] alla data del 7 aprile 2025 è stato pari a Euro 5,7225 che, moltiplicato per il rapporto di cambio (pari a 1,450 azioni [...società B...] per ciascuna azione [...società A...]), esprime un corrispettivo implicito pari a Euro 8,2976. Giacché il prezzo pagato da [...società B...] alla medesima data per l'acquisto di un'azione [...società A...] è stato pari a Euro 8,8365, tale prezzo è superiore di Euro 0,5389 rispetto al corrispettivo implicito dell'offerta (pari a Euro 8,2976)*".

Pertanto, alla luce delle considerazioni fatte, l'esponente ritiene che, "*in applicazione della best price rule prevista dall'art. 42, secondo comma, del Regolamento Emittenti*", il corrispettivo offerto da [...società B...] per ogni azione [...società A...] portata in adesione "*dovrà essere incrementato di Euro 0,5389*".

Secondo l'Emittente "*tale maggior valore riconosciuto da [...società B...] all'azionista venditore [pari a Euro 0,5389] deve essere riconosciuto alla generalità dei destinatari dell'OPS*".

2. Considerazioni

Si ritiene che le conclusioni contenute nell'Esposto non siano condivisibili per le ragioni di seguito indicate.

2.1 Con riferimento al primo punto dell'Esposto, si ritiene che non vi sia violazione del principio di parità di trattamento, non ravvisandosi nell'ordinamento uno specifico divieto all'effettuazione di acquisti in denaro nell'ambito di un'offerta pubblica di scambio volontaria.

Si rileva infatti che, nell'ambito di offerte pubbliche di scambio obbligatorie - in relazione alle quali è prevista una tutela stringente nei confronti degli oblati - è comunque contemplata, dall'art. 106, comma 2-bis, del TUF, la possibilità di effettuare acquisti in denaro, fino alla soglia del 5% dei diritti di voto.

Pertanto, l'ammissibilità di tali acquisti nelle offerte obbligatorie non consente di ricavare, a contrario, un implicito divieto con riferimento alle offerte volontarie.

Si ritiene quindi, che non sussista una violazione della parità di trattamento per il sol fatto degli acquisti in denaro effettuati da [...società B...] in misura pari allo 0,34% dei diritti di voto del capitale di [...società B...].

2.2 In riferimento al secondo punto dell'Esposto, con riguardo a quanto lamentato da codesta Società in relazione agli acquisti fuori OPS effettuati da [...società B...], si evidenzia preliminarmente che nel quadro normativo vigente, l'offerente, nella prassi, stabilisce un equivalente monetario (denominato anche valore monetario implicito), di cui dà notizia al mercato all'atto dell'annuncio dell'offerta e nel documento di offerta, indicando i criteri utilizzati per la sua determinazione.

Il parametro più comunemente utilizzato per la determinazione dell'equivalente monetario dei titoli quotati offerti in scambio in un'OPS è quello dei prezzi di borsa, avuto riferimento a una data specifica o a un determinato arco temporale antecedente alla data di annuncio dell'offerta. In tutte le recenti offerte pubbliche di scambio promosse nel corso del corrente anno la valorizzazione del corrispettivo implicito, resa nota nel comunicato diffuso ai sensi dell'art. 102 del TUF, fa riferimento alla data di borsa aperta antecedente all'annuncio dell'offerta. Nel caso dell'OPS promossa da [...società B...] tale corrispettivo implicito, indicato nel Comunicato 102, ammontava a Euro 9,527.

Al riguardo si ritiene che, per ragioni di certezza delle informazioni diffuse sul mercato, l'individuazione dell'equivalente monetario, come reso noto nei comunicati diffusi ai sensi dell'art. 102 del TUF, al pari di quanto avviene nell'ambito delle offerte pubbliche di acquisto, assuma rilevanza sia ai fini informativi – ossia per la rappresentazione dei premi/sconti incorporati nel corrispettivo, da comunicarsi al mercato, in occasione della promozione dell'offerta – sia quale dato di riferimento ai fini della c.d. *best price rule* (anche, "bpr"), di cui all'art. 42 del Regolamento Emittenti, a fronte di acquisti in denaro effettuati in corso di offerta o nei 6 mesi successivi.

Avuto riguardo agli acquisti effettuati da [...società B...] in data 7 aprile 2025 si ritiene, pertanto, che ai fini dell'applicazione della bpr si debba fare riferimento al valore del corrispettivo implicito reso noto al mercato in occasione dell'annuncio dell'offerta, in data 6 febbraio 2025.

Rispetto a tale ultimo valore (i.e. Euro 9,527), calcolato sulla base del prezzo ufficiale delle azioni [...società B...] rilevato il giorno precedente alla comunicazione 102, il prezzo massimo di acquisto delle azioni dell'Emittente del 7 aprile u.s., come indicato nel Documento d'Offerta pubblicato in data 5 giugno 2025 risulta essere inferiore.

L'utilizzo di criteri diversi da quello sopra indicato per la valorizzazione implicita del corrispettivo non risponderebbe, peraltro, alle esigenze, sopra menzionate, di certezza delle informazioni diffuse sul mercato, comportando la necessità di aggiornare "in continuo" detto valore (metodo di valorizzazione *rolling*) o l'indeterminatezza di tale valore fino alla conclusione dell'offerta (metodo di valorizzazione *ex post*).

Per tali motivi, al fine di fornire al mercato un parametro conoscibile *ab initio* e non modificabile in continuo, appare corretto ancorare l'applicabilità della bpr al valore implicito del corrispettivo come comunicato al momento di annuncio dell'offerta.

In conclusione, per le ragioni fin qui esposte, si ritiene che gli acquisti effettuati da [...società B...] al di fuori dell'OPS in data 7 aprile u.s. non costituiscano una violazione del principio di parità di trattamento né della *best price rule*.

IL PRESIDENTE
Paolo Savona

[1] Cfr. il comunicato stampa diffuso in pari data ai sensi dell'art. 41, comma 2, lett. c) del Regolamento Consob n. 11971/1999 ("**Regolamento Emittenti**"), ove veniva rappresentato che in data 7 aprile 2025 [...società B...] ha acquistato n. 1.550.000 Azioni [...società A...] (pari allo 0,34% del capitale sociale dell'Emittente) "ad un prezzo unitario per azione pari a Euro 8,8365".

[2] In base al metodo *rolling*, per calcolare il valore implicito del corrispettivo di un'OPS occorrerebbe fare riferimento, secondo quanto indicato nell'esposto, al valore "ricavabile" alla data di effettuazione degli acquisti fuori offerta, applicando il rapporto di cambio fissato all'origine.

[3] Codesta Società sostiene infatti che, applicando il metodo *rolling*, il corrispettivo implicito dell'Offerta alla data del 7 aprile sarebbe pari a euro 8,2976, mentre il prezzo unitario pagato da [...società B...], come comunicato al mercato, è pari a euro 8,8365.

[4] Secondo cui: "Se, nel periodo compreso tra la comunicazione prevista dall'articolo 102, comma 1, del Testo unico e la data ultima di pagamento del corrispettivo, gli offerenti o le persone che agiscono di concerto con essi, direttamente, indirettamente o per interposta persona, acquistano i prodotti finanziari oggetto di offerta, ovvero assumono posizioni lunghe aventi come sottostante tali prodotti, a prezzi superiori al corrispettivo dell'offerta, adeguano quest'ultimo a tale prezzo. [...] 3. Le previsioni contenute nel comma 2 si applicano anche agli acquisti, per un quantitativo complessivamente superiore allo 0,1 per cento della categoria dei prodotti finanziari oggetto dell'offerta, da parte degli offerenti e delle persone che agiscono di concerto con essi che siano stati effettuati nei sei mesi successivi alla data ultima di pagamento".