

n. 9696/2016

IL TRIBUNALE DI GENOVA

Sezione Nona - Imprese

in persona del Giudice istruttore, dott. Ada Lucca,

sciogliendo la riserva assunta all'udienza del 14.10.2016,

ha pronunciato la seguente

**ORDINANZA**

sul ricorso presentato da:

- a) **Elliott International L.P.**, con sede presso Maples Corporate Services Limited, Cayman Islands, in persona del procuratore speciale Elliot Greenberg, munito dei necessari poteri in forza di delibera del consiglio di amministrazione in data 23.6.2016 di Elliott International Capital Advisors Inc.;
- b) **The Liverpool Limited Partnership**, con sede presso Appleby Services (Bermuda) Ltd., Bermuda, in persona del procuratore speciale Elliot Greenberg, munito dei necessari poteri in forza di delibera del consiglio di amministrazione in data 23.6.2016 di Liverpool Associates, Ltd.;
- c) **Elliott Associates, L.P.**, con sede presso The Corporation Trust Company, Corporation Trust Center, Stati Uniti d'America, in persona del procuratore speciale Elliot Greenberg, munito dei necessari poteri in forza di delibera del consiglio di amministrazione in data 23.6.2016 di Braxton Associates, Inc.;

(di qui in poi i FONDI o ELLIOTT)

tutti rappresentati e difesi, come da procure speciali in atti, dagli Avvocati Sergio Erede, prof. Giovanni Domenichini, prof. Laura Salvaneschi, Gianpiero Succi, prof. Luca Perfetti e Matteo M. Pratelli

nei confronti di

**ANSALDO STS S.p.a.** (di qui in poi ANSALDO),

in persona del suo amministratore delegato e rappresentante legale ing. Andrew Thomas Barr, rappresentata e difesa, anche disgiuntamente, dagli avv. ti Roberto Donnini, Marisa Pappalardo, Daniele Pilla e Paolo Gatto



e di

HITACHI RAIL ITALY INVESTMENTS S.R.L. CON SOCIO UNICO (di qui in poi HITACHI)

con sede in Milano in persona del Presidente del Consiglio di Amministrazione e legale rappresentante dott. Ryoichi Hirayanagi, rappresentata e difesa anche in via tra loro disgiunta dagli Avvocati Francesco Gianni, Alberto Nanni, Antonio Auricchio), Antonio Liroi, Raimondo Premonte, Prof. Guido Ferrarini e Roberto Maria Cisani

INDICE DELLA PRESENTE ORDINANZA

1. Le domande proposte nella causa di merito e nella presente fase cautelare in corso di causa .....	p. 3
2. Ricostruzione storica di alcuni eventi rilevanti .....	p. 7
3. L'atto di citazione dei Fondi Elliott e il ricorso ex art. 2378 cc. ....	p. 16
4. Le difese di ANSALDO .....	p. 20
5. Le difese di HITACHI .....	p. 23
6. Il procedimento cautelare e le ulteriori difese delle parti .....	p. 27
7. L'istanza di nomina di un curatore speciale .....	p. 27

SOSPENSIONE DELL'EFFICACIA DELLE DELIBERE

8. Eccezione di difetto di giurisdizione .....	p. 29
9. Eccezione di inammissibilità .....	p. 29
10. In diritto: la disciplina dell'art. 110 T.U.F. ....	p. 31
a. Premessa: L'O.P.A. totalitaria .....	p. 33
b. Argomenti letterali .....	p. 36
c. Argomenti teleologici .....	p. 46
d. Argomenti sistematici .....	p. 53
e. Conclusioni in diritto .....	p. 59



## 1. LE DOMANDE PROPOSTE NELLA CAUSA DI MERITO

### E NELLA PRESENTE FASE CAUTELARE IN CORSO DI CAUSA

Il presente procedimento cautelare in corso di causa si inserisce in un giudizio pendente dinanzi a questo Tribunale che ha ad oggetto due domande. Con la prima, i Fondi attori chiedono l'annullamento di due delibere adottate dall'assemblea dei soci di ANSALDO STS S.p.a. tenutasi il 13.5.16, che assumono illegittime in quanto decise col voto determinante di HITACHI. Quest'ultima non avrebbe dovuto votare, in quanto avrebbe commesso delle violazioni nell'ambito dell'O.P.A. obbligatoria ANSALDO STS dalle quali sarebbe conseguito il divieto di esercitare il diritto di voto. Con la seconda domanda, ELLIOTT chiede (domanda n.4) l'inibitoria del diritto di voto di HITACHI nelle assemblee ANSALDO, non solo quale corollario dell'annullamento in vista delle successive assemblee di nomina del CDA, ma anche quale domanda autonoma per tutte le future assemblee.

Con atto di citazione in data 13 luglio 2016 i Fondi ELLIOTT hanno, infatti, svolto le seguenti domande nei confronti delle società convenute HITACHI e ANSALDO:

- 1) *"accertare e dichiarare che Hitachi Rail Italy Investment s.r.l. non poteva esercitare il diritto di voto inerente l'intera partecipazione da essa detenuta in Ansaldo STS S.p.a. all'assemblea ordinaria di quest'ultima società svoltasi in data 13.5.2016";*
- 2) *"annullare la delibera di nomina di 9 (nove) amministratori (seguono i nomi dei nove amministratori della lista presentata da Hitachi, n.d.r.) adottata dall'assemblea ordinaria di Ansaldo STS S.p.A. del 13.5.2016 (punto 4.3. all'ordine del giorno) e, per l'effetto":*
  - a) *in via principale, i Fondi chiedono che codesto Illustrissimo Tribunale accerti e dichiari che la lista n.2 dagli stessi Fondi presentata ha ottenuto il maggior numero di voti validamente espressi e, conseguentemente, chiedono di accertare che l'assemblea ordinaria di Ansaldo del 13.5.2016 avrebbe adottato una delibera di nomina del consiglio di amministrazione composto da nove amministratori di cui sei tratti dalla lista presentata dagli stessi Fondi;*
  - b) *in subordine, i Fondi chiedono di accertare e dichiarare l'intervenuta decadenza dell'intero Consiglio di Amministrazione nominato dall'assemblea ordinaria di Ansaldo del 13.5.2016 con ogni conseguenza di legge, anche ai sensi dell'art. 2386, ultimo comma, cc;*
- 3) *annullare la delibera di nomina del Presidente del Consiglio di Amministrazione assunta dall'assemblea ordinaria di Ansaldo in data 13.5.2016;*



4) *“accertare e dichiarare che, fino a quando Hitachi Rail Italy Investment s.r.l. non avrà alienato i titoli eccedenti la percentuale indicata dall’art. 106 T.U.F. ovvero non avrà promosso – dietro provvedimento della CONSOB (ex-fasi aggiunta) – una nuova offerta pubblica di acquisto totalitaria sulla azioni di Ansaldo STS S.p.a., il diritto di voto inerente l’intera partecipazione detenuta da Hitachi Rail Italy Investment s.r.l. in Ansaldo STS S.p.A. non può essere esercitato, ivi incluso nell’assemblea che dovrà essere convocata in caso di accoglimento della domanda di cui al precedente punto 2(b)”*

L’assunto dei Fondi Elliott è che il socio di maggioranza HITACHI non avrebbe dovuto esercitare il diritto di voto nell’assemblea ANSALDO STS del 13.5.2016, con conseguente illegittimità delle delibere di cui ai punti 4.3 e 4.4 dell’o.d.g. Con queste delibere veniva nominato il CDS di ANSALDO STS (composto da nove amministratori di cui sei scelti dalla lista n. 1 proposta da HITACHI e tre eletti dalla lista n.2 proposta dai FONDI ELLIOTT) e designato il Presidente del CDA. gli attori asseriscono che l’acquisto del pacchetto di maggioranza sia avvenuto a seguito di violazione della disciplina dettata dall’art. 106 T.U.F. in materia di O.P.A. obbligatoria, con conseguente divieto ex art. 110 T.U.F. di esercitare il diritto di voto in relazione all’intera partecipazione detenuta da HITACHI. Nel merito, chiedono che, annullate le delibere, venga anche dichiarato un diverso esito della votazione (ossia la vittoria della lista n.2 a cui assegnare 6 membri, mentre soli 3 membri del CDA dovrebbero essere riconosciuti alla lista n.1) o, in subordine, l’inibitoria al voto di HITACHI per le future assemblee previste per la nomina del CDA; domandano, inoltre, l’inibitoria di HITACHI dal voto nelle assemblee ANSALDO in generale, fino a quando non sia intervenuta la vendita della intera partecipazione di HITACHI oppure sia intervenuta un’eventuale O.P.A. riparatrice imposta da CONSOB ai sensi dell’art. 110 comma 1 bis T.U.F..

Le delibere adottate nell’assemblea del 13.5.2016 con il voto determinante di Hitachi sono le seguenti:

- (a) punto 4.3 all’ordine del giorno: nomina - mediante voto di lista - di un consiglio di amministrazione composto da 9 membri, nelle persone dei signori Alistair John Dormer, Katherine Jane Mingay, Andrew Thomas Barr, Alberto de Benedictis, Mario Garraffo, Katharine Rosalind Painter, Giuseppe Bivona, Rosa Cipriotti e Fabio Labruna (v. verbale dell’assemblea, p. 64-65, prod. 3 ELLIOTT);
- (b) punto 4.4 all’ordine del giorno: nomina del sig. Alistair John Dormer a Presidente del consiglio di amministrazione v. verbale dell’assemblea, p. 65-67, prod. 3).

Anche la delibera di nomina del presidente del consiglio di amministrazione nella persona dell’ing. Dormer sarebbe stata assunta con il voto determinante di Hitachi, avendo ottenuto 113.840.406 voti favorevoli, di cui 101.544.702 voti espressi da Hitachi, 47.135.195 voti contrari, tra cui quelli dei Fondi Elliott, e 24.800 astensioni (v. verbale, p. 67, prod. 3).



Con ricorso cautelare in corso di causa depositato il 13.7.16, gli attori propongono le seguenti richieste:

*"1. sospendere ex art. 2378, comma 4, c.c. gli effetti della delibera di nomina di 9 (nove) amministratori (Alistair Dormer, Katherine Jane Mingay, Andrew Thomas Barr, Giuseppe Bivona, Rosa Cipriotti, Alberto de Benedictis, Mario Garraffo, Fabio Labruna, Katharine Rosalind Painter) adottata dall'assemblea ordinaria di Ansaldo STS S.p.A. del 13.5.2016 (punto 4.3 all'ordine del giorno) e, per l'effetto:*

*(a) in via principale:*

*(i) accertare e dichiarare che la lista n. 2 (presentata da Elliott International L.P., The Liverpool Limited Partnership ed Elliott Associates, L.P.) ha ottenuto il maggior numero di voti validamente espressi e che la lista n. 1 (presentata da Hitachi Rail Italy Investments s.r.l.) ha ottenuto il secondo maggior numero di voti validamente espressi;*

*(ii) conseguentemente, accertare e dichiarare che l'assemblea ordinaria di Ansaldo STS S.p.A. del 13.5.2016 ha adottato una delibera di nomina di un consiglio di amministrazione composto da 9 (nove) amministratori nelle persone dei signori: Giuseppe Bivona (tratto dalla lista n. 2);*

*- Rosa Cipriotti (tratto dalla lista n. 2);*

*- Fabio Labruna (tratto dalla lista n. 2);*

*- Michele Crisostomo (tratto dalla lista n. 2);*

*- Alessandra Gavirati (tratto dalla lista n. 2);*

*- Marco Taricco (tratto dalla lista n. 2);*

*- Katharine Rosalind Painter (tratto dalla lista n. 1);*

*- Alistair John Dormer (tratto dalla lista n. 1);*

*- Andrew Thomas Barr (tratto dalla lista n. 1).*

*(b) in subordine,*

*(i) accertare e dichiarare l'intervenuta decadenza dell'intero consiglio di amministrazione nominato dall'assemblea ordinaria di Ansaldo STS S.p.A. in data 13.5.2016, con ogni conseguenza di legge, anche ai sensi dell'art. 2386, ultimo comma, c.c.*

*(ii) disporre, anche ex art. 700 c.p.c., ogni più opportuna misura cautelare ovvero concedere qualsiasi altro provvedimento ritenuto necessario ed opportuno, affinché il collegio sindacale di Ansaldo STS S.p.A. convochi d'urgenza l'assemblea dei soci per la nomina del consiglio di amministrazione.*



*(iii) inibire a Hitachi Rail Italy Investments s.r.l. di esercitare il diritto di voto inerente l'intera partecipazione detenuta in Ansaldo STS S.p.A. nell'assemblea che sarà convocata per la nomina del consiglio di amministrazione;*

*(iv) ordinare in ogni caso alla società Ansaldo STS S.p.A., e per essa al presidente dell'assemblea che sarà convocata per la nomina del consiglio di amministrazione, di non ammettere al voto il socio Hitachi Rail Italy Investments s.r.l., con riferimento a qualunque delibera venisse posta in votazione, anche a contenuto meramente organizzativo dei lavori assembleari;*

*(v) ordinare in ogni caso alla società Ansaldo STS S.p.A., e per essa al presidente dell'assemblea che sarà convocata per la nomina del consiglio di amministrazione, al segretario della predetta assemblea ed agli eventuali scrutatori ivi nominati, di non computare ai fini delle operazioni di voto i voti che dovessero essere espressi da Hitachi Rail Italy Investments s.r.l., con riferimento a qualunque delibera venisse posta in votazione, anche a contenuto interamente organizzativo dei lavori assembleari;*

*(vi) disporre, anche ai sensi dell'art. 151 c.p.c., che l'ufficiale giudiziario competente si rechi personalmente all'assemblea della società Ansaldo STS S.p.A. che sarà convocata per la nomina del consiglio di amministrazione, per provvedere alla notifica dell'emanando provvedimento ai soggetti che ne sono destinatari;*

*(vii) autorizzare in ogni caso i difensori dei ricorrenti, ai sensi dell'art. 151 c.p.c., a notificare il presente ricorso ed il pedissequo emanando provvedimento a mezzo posta elettronica, fax, e/o mediante altro mezzo ritenuto idoneo, nonché la pubblicazione dell'emanando provvedimento sul sito internet di Ansaldo STS S.p.A.*

*2. sospendere ex art. 2378, comma 4, c.c. gli effetti della delibera di nomina del presidente del consiglio di amministrazione assunta dall'assemblea ordinaria di Ansaldo STS S.p.A. in data 13.5.2016 (punto 4.4. all'ordine del giorno) e, per l'effetto, accertare e dichiarare l'intervenuta decadenza dell'ing. Alistair John Dormer dalla carica di presidente del consiglio di amministrazione".*

I Fondi Elliott, quindi, in via cautelare chiedono la sospensione dell'efficacia delle delibere impugnate ai sensi dell'art 2378 c.c. e, per il caso di accoglimento della richiesta, propongono una conseguente istanza ex art. 700 c.p.c. di nomina di un diverso CDA e di inibitoria dal voto di HITACHI limitatamente ad ogni futura delibera relativa alla nomina del CDA che si rendesse necessaria a seguito dell'accoglimento della sospensiva, come espressamente indicato nella quarta e nella quinta delle richieste cautelari. L'inibitoria dal voto di HITACHI nella domanda di merito è quindi più ampia perché richiesta anche indipendentemente dall'accoglimento dell'annullamento della delibera impugnata, come risulta dalla lettura della domanda di merito n. 4 proposta in via autonoma e non subordinata: "accertare e dichiarare che, fino a quando Hitachi Rail Italy Investment s.r.l. non avrà alienato i titoli eccedenti la percentuale indicata dall'art. 106 T.U.F. ovvero non avrà promosso – dietro provvedimento della



CONSOB— una nuova offerta pubblica di acquisto totalitaria sulla azioni di Ansaldo STS S.p.a., il diritto di voto inerente l'intera partecipazione detenuta da Hitachi Rail Italy Investment s.r.l. in Ansaldo STS S.p.A. non può essere esercitato, ivi incluso nell'assemblea che dovrà essere convocata in caso di accoglimento della domanda di cui al precedente punto 2(b)"; nel procedimento cautelare, invece, il provvedimento di inibitoria richiesto è limitato ad eventuali future assemblee per la nomina di un nuovo CDA a seguito dell'accoglimento della sospensiva della delibera impugnata.

Ansaldo ha sollevato un'eccezione di difetto di strumentalità del cautelare rispetto al merito. Questo esame delle domande induce a ritenere, già *in limine*, infondata questa eccezione: infatti, a parte l'evidenziata minore ampiezza del cautelare rispetto al merito, le istanze cautelari sono per il resto strettamente strumentali ed anticipatorie di quelle di merito.

Questo esame induce anche a precisare – in questa sede – che non ha invece immediata rilevanza un'altra eccezione sollevata dalle convenute/resistenti in relazione alla domanda n. 4 del merito, ossia l'inammissibilità della pronuncia richiesta in quanto sarebbe incongruamente condizionata (risolutivamente) agli eventi previsti in via alternativa della alienazione da parte di Hitachi Rail Italy Investment s.r.l. dei titoli eccedenti la percentuale indicata dall'art. 106 T.U.F. ovvero della proposizione di una nuova offerta di acquisto totalitaria – dietro provvedimento della CONSOB, cd. O.P.A. RIPARATRICE—sulle azioni di Ansaldo STS S.p.a.

Poiché il cautelare ha un ambito più ristretto e la domanda cautelare di inibitoria è stata proposta solo in via subordinata, quest'ultima eccezione potrà venire in rilievo solo nel caso in cui, accolta la domanda cautelare di sospensione dell'efficacia della delibera ex art. 2378 cc, si debba esaminare la richiesta di inibitoria.

L'ordine delle questioni, quindi, impone di esaminare la domanda cautelare di sospensione dell'efficacia delle delibere ex art. 2378 c.c. e solo in caso di accoglimento della sospensiva esaminare la seconda richiesta cautelare. Per affrontare la questione, dopo una breve ricostruzione storica di alcuni eventi che hanno preceduto la presente causa, occorre prima esaminare le difese delle parti.

## 2. RICOSTRUZIONE STORICA DI ALCUNI EVENTI RILEVANTI

E' necessaria una ricostruzione cronologica di alcuni eventi rilevanti, per inserire i procedimenti ed i provvedimenti amministrativi intervenuti e i processi che si sono svolti e si stanno svolgendo - in sede amministrativa e ordinaria - in una cornice significativa.

HITACHI e FINMECCANICA hanno sottoscritto, in data 24.2.2015, le cessioni azionarie di ANSALDOBREDA e ANSALDO STS (doc. 18- P. 14 CONSOB). Le due cessioni, inscindibilmente



collegate per accordo tra le parti venivano comunicate al mercato in pari data. In particolare Finmeccanica e HITACHI comunicavano (doc. 11 ELLIOTT) di *“aver sottoscritto accordi vincolanti per l’acquisto da parte di Hitachi ... dell’attuale business di ANSALDOBREDA, ad esclusione di alcune attività di revamping e di determinati contratti residuali; nonché dell’intera partecipazione detenuta da FINMECCANICA nel capitale sociale di ANSALDO pari a circa il 40% del capitale sociale”*.

Comunicavano che la cessione dell’intera quota detenuta da Finmeccanica in Ansaldo (pari a n. 80.131.081 azioni ordinarie, corrispondenti al 40,07% del capitale) sarebbe avvenuta per un corrispettivo totale di 773 milioni di euro, corrispondente a un prezzo pari a 9,65 Euro, *cum dividendo*, per azione, quanto alla partecipazione Breda, *“il corrispettivo totale netto da corrispondere a Finmeccanica in base all’accordo di acquisto dell’attuale Business di Ansaldo Breda, comprensivo del patrimonio immobiliare, ammonta a 36 milioni di Euro”*. Annunciavano che *“la chiusura simultanea delle due operazioni è prevista nel corso del corrente anno ed è soggetta alle specifiche condizioni tipiche per tale tipo di autorizzazioni regolamentari ed antitrust.”*

Avverate le condizioni sospensive, gli accordi ebbero esecuzione il 2.11.2015. Nella stessa data Hitachi annunciava (doc. 16 ELLIOTT), pertanto, ai sensi dell’art 102 T.U.F. e dell’art. 37 Regolamento Emittenti, che, avendo superato la soglia di cui all’art. 106 T.U.F., era tenuta e disposta a lanciare l’offerta pubblica di acquisto obbligatoria su tutte le azioni di Ansaldo STS al prezzo di € 9,65 per azione (comprensivo di dividendo, pari a € 9,50 netti)

Nel frattempo, prima ancora della comunicazione HITACHI del 2.11, e cioè in data 30.10.2015, veniva presentato un esposto da ELLIOTT ADVISORS (UK) LTD (doc. 25 ELLIOTT) a CONSOB, nel quale nel quale si evidenziava che la cessione dei due *assets* (BREDA e ANSALDO) sarebbe stata lo strumento per acquistare ANSALDO STS ad un prezzo inferiore a quello effettivo (*“then the effective price paid by Hitachi to acquire ANSALDO STS shares is higher than the reported e 9,5 p.s. and needs to be adjusted accordingly”* (p.3 dell’esposto, doc. n.25 ELLIOTT). Si affermava nell’esposto che il valore effettivo di Breda sarebbe stato, in realtà, inferiore al valore considerato dalle parti nella trattativa, nella misura di circa 300/450 milioni (p.5 dell’esposto). Proponevano quindi a CONSOB una rideterminazione del prezzo per un valore finale di circa € 15 per azione (p.9).

Inoltre, tra il 10 e l’11 novembre 2015, due azionisti di minoranza della Società, ossia il Fondo Amber Capital e Bluebell Partners (una società di consulenza finanziaria inglese, consulente degli attuali ricorrenti, che secondo quanto allega ANSALDO sarebbe all’epoca stata titolare di 10 azioni ANSALDO) presentavano esposti in CONSOB, ipotizzando che vi fosse stata una collusione tra Finmeccanica e Hitachi per sopravvalutare il ramo di azienda Ansaldo Breda e sottovalutare il pacchetto di maggioranza di Ansaldo STS, così celando il maggior corrispettivo pagato da Hitachi per





l'acquisto del pacchetto di Ansaldo STS, che secondo Amber sarebbe stato di € 14 e secondo Bluebell di € 15 per azione.

In data 5 dicembre 2015, CONSOB autorizzava l'offerta pubblica di acquisto delle azioni di Ansaldo STS: il periodo di adesione all'O.P.A. aveva inizio il 4 gennaio 2016 e si chiudeva, a seguito di successive proroghe, il 14 marzo 2016.

CONSOB svolgeva il procedimento nei confronti di Hitachi con riferimento alla congruità del prezzo da questa offerto (euro 9,50, 9,68 *cum dividendo*). Con delibera n. 19507 del 3 febbraio 2016 (doc. 6 Ansaldo e doc. 18 Elliott) la Commissione, prima che si concludesse il periodo di adesione all'o.p.a., rettificava il prezzo da offrire agli aderenti, aumentandolo da 9,50 a 9,899. In particolare, evidenziava CONSOB che:

- a) dapprima, nella offerta del 16 gennaio 2015 HITACHI aveva subordinato la propria disponibilità ad offrire un corrispettivo di un euro a fronte di un Enterprise Value di BRED A stimato in euro 320 milioni e di un *Equity Value* negativo di 47 milioni alla condizione che questo valore negativo di 47 milioni fosse coperto da FINMECCANICA.
- b) in seguito, si verificava uno stallo nelle trattative in quanto FINMECCANICA si era dichiarata disponibile a coprire l'*Equity Value* negativo con iniezione di liquidità soltanto nella misura di 15 milioni;
- c) il *gap* negativo, che passava così da 47 a 32 milioni, nella successiva offerta poi approvata il 24.2.2015, veniva "eliminato" aumentando l'*Enterprise Value* da 320 a 352 milioni di euro, con un correlativo *Equity Value* negativo di 15 milioni di euro (compensato e corrispondente alla iniezione di liquidità di FINMECCANICA).

Considerando CONSOB *"che la disponibilità manifestata da Hitachi Ltd a conferire per il Ramo d'Azienda di Breda un valore (euro 1) maggiore di quello riconosciuto all'asset (-32 milioni, i.e. - 47 milioni al netto dei 15 milioni di cash injection), che emerge nella documentazione - nota al Venditore - relativa all'offerta del 16 gennaio 2015 senza specifiche giustificazioni, è - in occasione della successiva offerta prospettata il 5 febbraio 2015, e confermata il 24 febbraio - riconciliata con uno speculare incremento dell'Enterprise Value del Ramo d'Azienda;*

Considerando inoltre *"il breve lasso temporale in cui è avvenuto all'interno del management di Hitachi Ltd l'incremento dell'Enterprise Value di Breda, posto che esso alla data dell'offerta del 16 gennaio 2015 era indicato in euro 320 milioni e già il 5 febbraio 2015 è quantificato in euro 352 milioni (quantificazione confermata il 24 febbraio 2015 in esito al C.d.A. di Hitachi Ltd);*



*CONSIDERATO che le valutazioni giustificatrici dell'incremento di valore di euro 32 milioni riportate nella documentazione di supporto al C.d.A. di Hitachi Ltd del 24 febbraio 2015 e fornite nella risposta alla CONSOB, non sono fondate su dati puntuali ma sull'incremento di circa il 60% delle sinergie che l'Offerente sarebbe stato in grado di realizzare per effetto della combinazione con il proprio business”;*

riteneva che nel caso di specie fosse integrata ai sensi dell'art. 106, terzo comma, lett. d), numero 2) T.U.F. la fattispecie collusiva ipotizzata dagli istanti e prevista dall'art. 47 octies del Regolamento Emittenti nell'ampia nozione condivisa dal TAR Lazio che ha riconosciuto che “la scelta del legislatore di usare la nozione di collusione va nel senso di dare rilievo a una vasta gamma di fenomeni caratterizzati principalmente dall'obiettivo che si mira a realizzare e comprende, pertanto, ogni tipo di accordo che riesca a riconoscere al venditore un corrispettivo per le azioni dal medesimo cedute più alto di quello pagato dall'offerente. [...] [È] chiaramente indicato agli operatori e al mercato che non è consentito attribuire al venditore alcuna utilità ulteriore o vantaggio economicamente apprezzabile che sia funzionalmente collegato alla vendita senza poi farlo rientrare nel prezzo d'offerta [...] L'elemento qualificante della fattispecie, sotto il profilo volitivo, è [...] la consapevolezza, e quindi la volontà di porre in essere un'operazione (o un insieme di operazioni collegate tra loro) che abbia, non necessariamente come oggetto, ma anche soltanto quale effetto, l'elusione delle norme che presidiano la fissazione del prezzo dell'O.p.a. obbligatoria. In sostanza, non è necessario che l'Autorità dimostri che il comportamento delle parti sia volontariamente diretto ad eludere la normativa in materia di O.p.a. ma solo che sia obiettivamente idoneo a conseguire tale effetto, in virtù del riconoscimento al venditore di un corrispettivo maggiore di quello formalmente dichiarato ai fini dell'O.p.a.” (TAR Lazio, sentenze 3009/3011/3012 del 19 marzo 2014);

*RITENUTO, pertanto, che sussistono elementi sufficienti a ritenere accertata una collusione tra Hitachi Ltd e Finmeccanica per il riconoscimento a Finmeccanica di un corrispettivo per la cessione delle azioni da quest'ultima detenute in Ansaldo più elevato di quello di euro 9,65 pagato da Hitachi Rail Italy Investments S.r.l.; RITENUTO che l'aumento del prezzo è da considerare necessario per la tutela degli investitori; RITENUTO, altresì, che il prezzo da riconoscere agli azionisti di Ansaldo è costituito dal “ribaltamento” sulle singole azioni Ansaldo oggetto di trasferimento (n. 80.131.081) della indicata sopravvalutazione di Breda per euro 32 milioni, con il conseguente riconoscimento di un corrispettivo maggiorato di euro 0,399; RITENUTO, dunque, che il prezzo accertato nell'ambito della collusione è pari a euro 9,899; RITENUTO, pertanto, di dover accogliere le istanze di Amber e Bluebell nei termini sopra rappresentati.”*

deliberava - quindi - di rettificare il prezzo dell'offerta pubblica di acquisto in aumento ad euro 9,899 ai sensi dell'art. 106, terzo comma, lett. d), numero 2) T.U.F. e 47 octies Regolamento Emittenti.

Di conseguenza, in data 12 febbraio 2016 Hitachi pubblicava un supplemento al documento d'O.P.A., nel quale dava atto del menzionato Provvedimento CONSOB e del conseguente aumento del corrispettivo dell'offerta a euro 9,899 per azione (*gr.* doc. n. 6B HITACHI).



Per restare ancora agli effetti sul mercato, alla data del 14 marzo 2016 ossia alla chiusura del periodo di adesione all'o.p.a., Hitachi deteneva circa il 46 % del capitale di Ansaldo STS: secondo Elliott lo scarso successo dell'O.P.A. (che non consentì all'offerente - che già deteneva il 40% delle azioni - di raggiungere la maggioranza della società *target*, ma solo di acquistare un ulteriore 6%) sarebbe dipeso dell'incongruo prezzo offerto; secondo HITACHI, invece, sarebbe stato determinato dalle aspettative di rialzo derivate dalle iniziative promosse dai FONDI sul mercato e dinanzi a CONSOB e al giudice amministrativo.

Di seguito, il 23 marzo 2016 Hitachi acquistava 8.581.223 azioni Ansaldo ai blocchi (doc. 10 HITACHI) al prezzo di euro € 10,50 per azione, salendo così oltre il 50% del capitale di Ansaldo STS. In conseguenza, il giorno dopo, ai sensi dell'art 42, 3 comma, Regolamento Emittenti, Hitachi annunciava che il prezzo delle azioni, per coloro che avevano aderito all'o.p.a., veniva adeguato al maggior prezzo pagato per gli acquisti fuori o.p.a., quindi ad euro 10,50 per azione (prezzo maggiore di quello determinato dalla CONSOB con la delibera n. 19507) ed effettuava il relativo pagamento del conguaglio di prezzo in data 29.3.2016 a tutti gli azionisti che avevano aderito all'o.p.a. (nella misura di € 0.82 per ciascuna azione) (p. 20 comparsa di costituzione nel merito di HITACHI).

Nel frattempo, sempre sul mercato, i Fondi Elliott – come evidenziato da ANSALDO (p. 8 memoria cautelare ANSALDO) - avevano acquistato azioni della Società:

- il 26 gennaio 2016 - quando già era pendente il periodo di adesione all'o.p.a. - superavano la soglia del 2% del capitale,
- il 4 febbraio – il giorno dopo il provvedimento con il quale CONSOB rettificava in aumento il prezzo offerto da Hitachi - salivano all'8% circa e il 10 febbraio superavano il 10%;
- il 1 marzo – appena prima della chiusura del periodo di adesione - salivano-al 15,66%;
- infine, il 14 marzo – nel giorno di chiusura del periodo di adesione all'o.p.a., ma prima degli acquisti di Hitachi fuori o.p.a. – salivano al 20,04%;
- al momento del deposito della citazione, i Fondi Elliott detenevano azioni e strumenti derivati (opzioni di acquisto) ANSALDO per una complessiva partecipazione (in posizioni lunghe) nella Società pari al 29,96% del capitale.

Sul fronte giudiziario, la delibera CONSOB n. 19507 veniva impugnata davanti al TAR del Lazio da HITACHI con ricorso depositato in data 17.2.2016 (doc. HITACHI N. 7). Venivano proposte impugnazioni della delibera anche da FINMECCANICA, AMBER e BLUEBELL e, in data 4.4.2016,



anche dai FONDI attori (doc 8 HITACHI). Hitachi e Finmeccanica contestavano la ricorrenza dei presupposti per l'esercizio del potere di rettifica del prezzo, ossia la sussistenza della collusione: essa sarebbe stata ipotizzata da CONSOB sulla base di una lettura illogica degli atti, che avrebbe confuso valore degli *assets* e prezzo negoziato nelle trattative commerciali; il provvedimento sarebbe conseguito ad una istruttoria procedimentale alla quale HITACHI non avrebbe potuto adeguatamente partecipare (con le dovute garanzie che secondo la ricorrente HITACHI avrebbero dovuto essere quelle previste nei procedimenti sanzionatori), non avendo neppure potuto prevedere, durante il procedimento, l'ipotesi di collusione che la CONSOB stava – erroneamente - ricostruendo. Le impugnative di AMBER, Bluebell Partners contestavano la congruità del prezzo fissato dalla Autorità di Vigilanza: in particolare sollevavano considerazioni valutazioni simili a quelle poi contenute nei ricorsi ELLIOTT.

Ancor prima del ricorso dei Fondi, il provvedimento CONSOB di rettifica del prezzo veniva sospeso in via cautelare dal Giudice Amministrativo. Con decreto n. 837 del 18 febbraio 2016, il Presidente della Sez. II Quater del T.A.R. Lazio accoglieva l'istanza cautelare formulata da Hitachi e disponeva la sospensione del Provvedimento CONSOB (*gr.* doc. n. 2A HITACHI), sospensione successivamente confermata con ordinanza n. 1264 del 16 marzo 2016 (*gr.* doc. n. 2B HITACHI).

In data 4.4.16, i Fondi proponevano ricorso dinanzi al G.A., (doc 8 HITACHI) con le seguenti conclusioni: *"Annullare gli atti impugnati e, per l'effetto, disporre la rideterminazione, da parte di CONSOB, della qualificazione del valore delle azioni di Ansaldo STS a fini OPA, alla luce delle motivazioni contenute in sentenza; condannare CONSOB, HITACHI e FINMECCANICA, ciascuna per quanto di ragione, **al risarcimento del danno** ed al rimborso del contributo unificato ed alle spese, diritti ed onorari di lite, secondo la soccombenza."*

Proponevano quali motivi quello della violazione dei criteri di legge nella determinazione del prezzo ed il conseguente travisamento dei fatti. Questi ultimi sarebbe consistiti nell'unitarietà della operazione, nella posizione di HITACHI di unica offerente rimasta in gara e dell'inattendibilità del *business plan*. Chiedevano quindi la condanna di CONSOB, HITACHI e FINMECCANICA al risarcimento del danno, consistito nella mancata possibilità di aderire all'OPA cedendo le azioni detenute a prezzi corretti.

Il giudizio di merito è ancora pendente davanti al Tar, che l'ha trattenuto in decisione all'udienza del 17/7/16; Hitachi e Finmeccanica chiedevano di rimettere alla Corte di Giustizia la questione preliminare, per verificare se la definizione di collusione di cui all'art. 106, 3 comma, d 2) T.U.F. e all'art. 47 *octies* del Regolamento Emittenti CONSOB fosse coerente con la Direttiva 2004/25/CE, in materia di offerte pubbliche di acquisto.



Occorre, infatti, rilevare che il Consiglio di Stato con ordinanza in data 6.4.2016, n. 1380, sulla impugnazione dell'unico precedente caso di provvedimento di rettifica del prezzo per collusione, ossia il caso dell'acquisto delle azioni CAMFIN (cui si riferivano in primo grado le sentenze TAR LAZIO 2014 sopra citate dal provvedimento n. 19507 CONSOB), ha sollevato la questione di compatibilità col diritto dell'Unione europea del "concetto di «collusione», quale adottato dalla normativa nazionale di recepimento della Direttiva 2004/25/CE" che, "per la sua indeterminatezza, si pone in contrasto con il principio di certezza dei presupposti del potere di rettifica del prezzo O.P.A. da parte delle Autorità nazionali, statuito dalla citata Direttiva, essendo siffatta determinatezza/certezza elemento essenziale per consentire il corretto operare del mercato in caso di O.P.A., ed imponendo l'evadenzata esigenza una determinazione dei casi di intervento dell'Autorità in modo circostanziato e valutabile ex ante dagli operatori (v. § 12.3.4 del diritto)". Pertanto ha sottoposto alla Corte di Giustizia la seguente questione pregiudiziale: "Se osti alla corretta applicazione dell'articolo 5, paragrafo 4, comma 2, della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004, concernente le offerte pubbliche di acquisto, in relazione ai principi generali stabiliti dall'art. 3, paragrafo 1, della stessa Direttiva, nonché alla corretta applicazione dei principi generali di diritto europeo della certezza del diritto, di tutela del legittimo affidamento, di proporzionalità, di ragionevolezza, di trasparenza e di non discriminazione, una normativa nazionale, quale quella dell'articolo 106, comma 3, lettera d), numero 2), del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52), e successive modificazioni, e dell'art. 47-octies della deliberazione della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa - CONSOB n. 11971 del 14 maggio 1999 (Regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti), e successive modificazioni, nella parte in cui le citate disposizioni autorizzano la CONSOB ad aumentare l'offerta pubblica di acquisto di cui al citato articolo 106, qualora ricorra la circostanza che "vi sia stata collusione tra l'offerente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo e uno o più venditori", senza individuare le specifiche condotte che integrano tale fattispecie, e dunque senza determinare chiaramente le circostanze e i criteri, in presenza dei quali la CONSOB è autorizzata a rettificare in aumento il prezzo dell'offerta pubblica di acquisto?".

Ancora sul fronte dei processi, ma dinanzi al Giudice Ordinario, davanti a questo Tribunale, in data 6.5.2016 i Fondi Elliott proponevano un ricorso ai sensi dell'art. 700 c.p.c. nei confronti di Hitachi per inibire alla stessa, in applicazione dell'art. 110 T.U.F., di esprimere il proprio voto nell'assemblea del 13.5.2016 (convocata tra l'altro per la nomina del CDA) e per ordinare alla società ANSALDO STS (e per essa al Presidente dell'Assemblea) di non ammettere HITACHI all'esercizio del diritto di voto sull'intera partecipazione detenuta (doc. 4 ELLIOTT).

Assumevano i Fondi Elliott che vi fosse stata un'artificiosa sopravvalutazione del ramo BREDA e una corrispondente sottovalutazione delle azioni ANSALDO acquistate ad un prezzo fittizio (p. 1 e 16 -18



del ricorso), alle quali era seguito un accertamento della collusione da parte di CONSOB con un'insufficiente rettifica del prezzo. Affermavano, infatti, che le parti contrattuali (FINMECCANICA e HITACHI) avrebbero apparentemente fondato le proprie valutazioni su quelle contenute in un piano industriale BREDa recante previsioni ottimistiche ed indimostrate. Espungendo, invece, tale piano dalle valutazioni, e stimando correttamente il valore di BREDa, l'*enterprise value* di Breda sarebbe risultato sopravvalutato dalle parti nella misura di circa 550 milioni di euro. Di conseguenza, la collusione tra HITACHI e FINMECCANICA, pur accertata da CONSOB, non avrebbe dovuto condurre alla modesta rettifica del prezzo nella misura finale di euro 9.899 (basata su una collusione accertata in 32 milioni di euro), ma avrebbe dovuto considerare la complessiva misura della "collusione" in 550 milioni di euro. In ogni caso, trattandosi "di mancato rispetto degli obblighi stabiliti dal T.U.F. in materia di O.P.A. obbligatoria", ne sarebbe conseguita la sanzione del divieto di esercitare il diritto di voto ai sensi dell'art. 110 primo comma T.U.F..

Veniva anche, in questo ricorso, richiamata la nozione di collusione di cui a TAR LAZIO 3009/2014, ed in particolare (p. 22): "36. È appena il caso di osservare che la nozione di "collusione" ai fini della disciplina O.P.A. non richiede la formalizzazione (né, tanto meno, l'esteriorizzazione) di un accordo fra venditore e offerente e dunque "prescinde dalla sussistenza di obbligazioni giuridicamente rilevanti (...), e va ricostruita esclusivamente alla luce della finalità perseguita [dalla legge] di assicurare il rispetto del principio di equità e di tutela degli azionisti di minoranza" (così TAR Lazio, 19.3.2014, n. 3009).

37. Costituisce pertanto "collusione" anche la cooperazione tacita, quando abbia "anche soltanto quale effetto, l'elusione delle norme che presidiano la fissazione del prezzo dell'O.P.A. obbligatoria", ossia quando "il prezzo effettivamente incamerato dal venditore di un pacchetto di controllo in ragione della cessione non corrispond[er]a a quello pagato dall'acquirente di tale partecipazione (che si riverbera sul prezzo dell'O.P.A. offerto alla totalità degli azionisti)" e, di conseguenza, il venditore percepisca "un premio di controllo non «spalmabile» sugli altri azionisti, ad evidente detrimento degli stessi" (TAR Lazio, n. 3009/2014, cit.).

Il Tribunale (con ordinanza - doc. 3 ELLIOTT- resa dal G.D. dott. Braccialini in data 11 maggio 2016) dichiarava inammissibile e comunque infondato il ricorso. Nell'ordinanza venivano respinte le questioni di difetto di giurisdizione sollevate da HITACHI nel resistere al ricorso, il giudice, poi, richiamava gli elementi indicati nel ricorso introduttivo e nella memoria di costituzione della CONSOB dinanzi al TAR Lazio per concludere che, effettivamente, sussistesse il *fumus boni iuris* del fatto che l'acquisto di Breda fosse stato accompagnato da intese collusive intervenute tra Finmeccanica e HITACHI al fine di effettuare un "travaso" di valore. Quanto alla misura di tale collusione, tuttavia, riteneva il Tribunale che nel provvedimento CONSOB 195017/16 fosse contenuta una convincente confutazione delle stime degli azionisti di minoranza e che detto provvedimento costituisse "un punto di chiarezza rilevante



*in termini di gravità indiziaria, provvedimento .. che ha dato conto di una collusione tra le parti quantificando in 32 milioni di euro il premio di maggioranza negato agli azionisti diversi da Finmeccanica”.*

Riteneva il Tribunale che entro tale misura sussistesse il *fumus* di una “collusione” nel significato proprio dell’art. 106 T.U.F.. In diritto, accoglieva la tesi del ricorrente che non solo il caso di omissione di o.p.a. obbligatoria ma anche quello di una O.P.A. preceduta da collusione (la cd. “o.p.a. collusiva”) potesse costituire premessa per l’applicazione delle sanzioni dell’art. 110 T.U.F..

Riteneva che non sussistesse, riguardo alla misura richiesta, la residualità richiesta dall’art. 700 c.p.c., essendo dall’ordinamento apprestata la tutela tipica di cui all’art. 2378 c.c. In altre parole, adeguata tutela i Fondi avrebbero potuto trovare nella fase cautelare della sospensiva instaurata a seguito della proposizione di un’eventuale impugnativa di una delibera. Riteneva peraltro inammissibile il ricorso, per la mancanza dei “presupposti di strumentalità necessaria previsti in relazione al tipo di pregiudizio allegato” (ordinanza, pag. 18) e che comunque, nel merito, il ricorso fosse infondato. In particolare, sottolineava che il rispetto del principio di proporzionalità nell’applicazione delle sanzioni, le regole societarie ed il fondamentale principio di maggioranza comportassero necessariamente che la sanzione del divieto di esercizio del diritto di voto di cui all’art. 110 T.U.F. non potesse proseguire *sine die*, ma dovesse essere contenuta entro limiti temporali funzionali alle decisioni sulle sorti finali delle quote che sarebbero state illegittimamente acquisite. Sorti, per le quali la riforma, introdotta con decreto legislativo numero 229 del 2007, non avrebbe più previsto il solo obbligo di cessione della quota eccedente la percentuale del 30% ma, in alternativa e previa valutazione comparativa degli interessi menzionati nei nuovi commi 1 bis e seguenti, avrebbe contemplato anche l’integrazione imposta dalla CONSOB del prezzo di acquisto delle azioni oggetto dell’o.p.a..

Aggiungeva l’ordinanza che: *“prima che la Pubblica amministrazione abbia conformato il diritto dell’azionista pregiudicato da una scalata collusiva, sciogliendo l’alternativa tra vendita obbligatoria delle quote eccedenti o integrazione del prezzo offerto in sede di O.P.A., vi sia un diritto pieno del socio pregiudicato ad ottenere l’inibitoria per il diritto di voto del “socio scalatore”. Quando però la Pubblica amministrazione abbia operato la valutazione discrezionale degli interessi in gioco tenendo conto di tutte le variabili menzionate dalle norme integrative dell’articolo 110 introdotte con il decreto legislativo 229/2007, e si sia in tal senso determinata non già ad obbligare lo “scalatore collusivo” a cedere le quote eccedenti, ma esclusivamente ad integrare il prezzo dell’O.p.a., in tale momento stesso viene meno il divieto al voto. Infatti, con tali statuizione l’Autorità di controllo manifesta il chiaro intendimento di non toccare l’assetto societario e le nuove proporzioni della compagine sociale e si entra, per il socio danneggiato, in una dimensione esclusivamente patrimoniale, e perciò riparabile, nella quale sarà ben possibile sindacare la stima valutativa dell’Autorità di vigilanza, e non solo presso la giurisdizione amministrativa”.*



Trattandosi di “una situazione di sostanziale equivalenza rispetto all’imbocco dell’alternativa delineata dalla disposizione del T.U.F. citata perché fin dal 3 febbraio scorso la CONSOB ha optato per imporre ad HITACHI esclusivamente una maggiorazione del prezzo di O.p.a.; HITACHI si è di fatto adeguata.”, il ricorso veniva respinto essendo infondato “per intervenuto esaurimento del divieto di voto” (ordinanza, pag. 23). Decisiva, quindi, per il Giudice nel senso del rigetto nel merito era stata la considerazione che HITACHI si fosse adeguata al prezzo rideterminato da CONSOB nel lanciare l’O.P.A.

I Fondi Elliott non proponevano reclamo avverso la predetta ordinanza.

Il 13 maggio 2016 l’assemblea di Ansaldo STS nominava il nuovo consiglio di amministrazione e il Presidente del consiglio di amministrazione (doc.3), con le delibere qui oggetto di impugnazione.

### 3. L’ATTO DI CITAZIONE DEI FONDI ELLIOTT E IL RICORSO EX ART. 2378 C.C.

Secondo gli attori, HITACHI, dopo aver acquistato il 24.2.2015 da FINMECCANICA il 40% delle azioni della società quotata ANSALDO STS, avrebbe nei mesi successivi promosso un’ O.P.A. ad un prezzo notevolmente inferiore a quello previsto dalla legge. A causa di una collusione intervenuta con il venditore FINMECCANICA, una parte del corrispettivo sarebbe stato “travasato” nella concomitante e collegata cessione – intervenuta tra le stesse parti - del 100% della società (non quotata) ANSALDO BRED A. Mentre la CONSOB avrebbe accertato, con la delibera del 3.2. 2015, la collusione nella misura di 32 milioni di euro e rideterminato conseguentemente il prezzo della O.P.A. in 9,89 euro per azione (anziché nei proposti 9.50), l’entità del “travaso” di valore e quindi della collusione sarebbe secondo ELLIOTT compresa in un *range* tra 358 milioni e 539 milioni di euro. Secondo i Fondi sussisterebbe così una violazione della disciplina O.P.A., con la conseguente sanzione civilistica del divieto di esercitare il diritto di voto per l’intero pacchetto azionario di HITACHI e, perciò, l’invalidità delle delibere impuginate.

Nel ricorso per la sospensione dell’efficacia delle delibere impuginate e per la concessione dei provvedimenti urgenti, quanto alla invalidità delle delibere viene fatto integrale rinvio all’atto di citazione, viene anche richiesta – se ritenuta necessaria - un’eventuale consulenza tecnica sull’entità della sopravvalutazione del ramo Breda. Quanto al *periculum*, vengono illustrate le ragioni che imporrebbero la sospensione dell’efficacia delle delibere impuginate, *sub specie* della (1) loro ammissibilità, (2) della necessità di impedire ad HITACHI di giovare di una posizione di controllo che sarebbe stata acquisita illegittimamente, (3) di evitare l’illegittimità di tutte le delibere poste in essere dal CDA illegittimamente nominato; (4) e di porre fine a quella che ELLIOTT considera una gestione che sarebbe stata condotta nell’esclusivo interesse del socio di controllo ed in spregio alle più basilari regole di *governance*, come





dimostrerebbero alcune decisioni già assunte dal CDA; (5) secondo ELLIOTT, Ansaldo, infine, non subirebbe alcun pregiudizio per effetto della sospensione delle delibere impugnate.

Nell'atto di citazione i FONDI ELLIOTT:

1) ripercorrono l'iter e gli esiti del procedimento ex art. 700 c.p.c. già promosso dagli stessi ricorrenti per inibire lo svolgimento dell'assemblea del 13.5.2016;

2) allegano che la natura unitaria dell'operazione di acquisizione del Ramo Breda (non quotata) e di Ansaldo STS da parte di HITACHI sarebbe stata strumentale alla elusione da parte della stessa Hitachi degli obblighi O.P.A., in quanto una significativa parte del prezzo pagato a FINMECCANICA per l'acquisizione del pacchetto del 40% sarebbe stata in realtà fatta figurare quale corrispettivo per l'acquisizione del ramo Breda, artatamente sopravvalutato. Si sarebbe così ottenuto il risultato di lanciare un'O.P.A. sulle restanti azioni ad un prezzo vile e non attrattivo per il mercato, anche attraverso la veicolazione al mercato di informazioni decettive;

3) sottolineano che CONSOB, pur accertando la collusione tra Finmeccanica e Hitachi, avrebbe rettificato il prezzo dell'O.P.A. in misura insufficiente e che la ricostruzione dei Fondi sarebbe stata comunque condivisa anche dalla ordinanza del Tribunale di Genova pronunciata in sede di procedimento ex art. 700 c.p.c. dell'11.5.2016.

4) evidenziano:

- che avrebbe avuto carattere unitario l'operazione di acquisto dei due pacchetti, pur avendo le società formalmente distinto le cessioni delle due partecipazioni, definite in sequenza; in ogni caso si sarebbe trattato di due cessioni di partecipazioni reciprocamente condizionate all'esecuzione l'una dell'altra;

- che tale carattere unitario non sarebbe stato evidenziato nel comunicato stampa 24.2.2015, nel quale si sarebbe riferito di un corrispettivo per il pacchetto Breda di 36 milioni di Euro (in realtà corrisposto ad altra società del gruppo per la cessione di immobili) invece dell'effettivo prezzo, stabilito in € 1,00;

5) a dimostrazione dell'artificiosa sopravvalutazione del piano Breda, ELLIOTT evidenzia che BRED A costituisce un pesante fardello per Finmeccanica, tale da aver "bruciato cassa" per quasi un miliardo di Euro costringendo la stessa *holding* pubblica a ripetute ricapitalizzazioni, per cui ogni prospettiva di recupero fosse ormai impossibile. Nonostante ciò, Finmeccanica avrebbe predisposto un nuovo piano industriale di Breda (business plan) per il periodo 2015-2019 dai contenuti "per usare un esfemismo vistosamente ottimistici" ed esso sarebbe stato messo "a disposizione degli offerenti nell'ambito della due diligence svolta su Breda già nel novembre 2014".



Ciononostante, evidenzia ELLIOTT, proprio le ottimistiche previsioni del piano sarebbero state poste alla base della trattativa tra FINMECCANICA e HITACHI, ed avrebbero condotto all'attribuzione di un ENTERPRISE VALUE da parte di FINMECCANICA positivo agli assets BREDA. Invece, secondo ELLIOTT, le stime effettuate dagli analisti secondo il metodo dei redditi attesi (*Sum of the Parts – SOTP*), effettuate senza tenere conto del piano avrebbero condotto ad un Enterprise Value negativo.

*“Ugualmente positiva – ed ancor più incomprensibile - sarebbe stata la valutazione positiva dell’ENTERPRISE VALUE effettuata da HITACHI, che”* nella propria offerta in data 17.11.2014 ed in quella del 16.1.2015 avrebbe indicato un *Enterprise Value* del Ramo Breda di Euro 320 milioni; successivamente, Hitachi avrebbe anche incrementato la propria valutazione dell'*Enterprise Value* del Ramo Breda portandolo a Euro 352 milioni.

Acquirente e venditore avrebbero infatti cooperato - (Finmeccanica con il nuovo *business plan* di Breda e Hitachi con le propria offerta) - per attribuire al Ramo Breda un valore del tutto irrealistico ed enormemente “gonfiato”, in un *range* che, secondo un’analisi tecnica di parte prodotta dai Fondi Elliott, si potrebbe stimare fra un minimo di Euro 358 milioni e un massimo di Euro 539 milioni.

Di tale misura sarebbe la sottovalutazione del prezzo del pacchetto del 40% delle azioni ANSALDO STS.

Sarebbe quindi erroneo il provvedimento CONSOB che avrebbe rideterminato il prezzo collocando la collusione solo nella fase finale delle trattative e stimandone l’effetto in (soli) 32 milioni di euro, senza aver sottoposto a vaglio critico l’ENTERPRISE VALUE di 320 milioni, valore che sarebbe stato invece irragionevole e inattendibile, in quanto costruito sulla base del PIANO BREDA delle cui prospettive (sfidanti e sostanzialmente poco realistiche) CONSOB stessa avrebbe dimostrato- nello stesso provvedimento- di dubitare.

Secondo ELLIOTT, questo (erroneo) provvedimento, già oggetto di impugnazione in sede amministrativa, non sarebbe vincolante ed in ogni caso dovrebbe essere disapplicato dal giudice, che dovrebbe considerare accertata una collusione tra le parti di entità molto superiore a quella assunta nel provvedimento CONSOB.

Assume ELLIOTT che il comportamento collusivo integri una violazione degli obblighi in materia di O.P.A. obbligatoria e comporti la sanzione prevista dall’art. 110 T.U.F., ossia che il diritto di voto inerente all’intera partecipazione non possa essere esercitato, con la conseguente invalidità delle delibere impugnate, prevista espressamente dall’art. 14 c. 6 T.U.F.

Contesta ELLIOTT la rilevanza data dall’ordinanza cautelare dell’11.5.16 all’adeguamento di HITACHI al provvedimento di rideterminazione del prezzo. Erroneamente il Tribunale avrebbe ritenuto che la rideterminazione del prezzo potesse comportare l’esaurimento del divieto di esercizio del diritto di voto, poiché sarebbero inapplicabili per il caso concreto le norme sull’o.p.a. riparatrice (essendo



CONSOB intervenuta in un'O.P.A. non conclusa, e quindi sulla base dell'art. 106 T.U.F. e non sulla base dell'art. 110 T.U.F.). Trattandosi anzi di diritti soggettivi, spetterebbe al g.o., secondo ELLIOTT, prescindendo dal provvedimento CONSOB, accertare la reale dimensione della collusione e dichiarare che HITACHI, incorsa nella violazione delle norme in materia di o.p.a., non avrebbe potuto esercitare il diritto di voto nell'assemblea del 13.5.16. In ogni caso, tale provvedimento CONSOB potrebbe essere disapplicato dal Giudice.

Come detto, oltre all'annullamento delle delibere impugnate, per evitare quello che gli attori definiscono un circolo vizioso, nel caso di annullamento gli stessi chiedono che venga accertato il diverso risultato della votazione, nominando un CDA in diversa composizione (e quindi sei membri della lista 2 e tre membri della lista 1) oppure comunque inibito ad HITACHI di esercitare il proprio diritto di voto nella convocanda assemblea. Quest'ultima richiesta sarebbe espressamente finalizzata ad *"eliminare il diritto di voto di HITACHI"* (p. 58 atto di citazione), dovrebbe avere effetto temporaneo e durare fino a che non fosse ripristinata una situazione di legalità ossia (p.61) fino a che HITACHI alternativamente *"abbia alienato la partecipazione eccedente la soglia O.P.A. ovvero abbia promosso un'O.P.A. riparatrice disposta dalla CONSOB ai sensi del comma 1-bis del art. 119 T.U.F."*.

Quanto al *periculum in mora*, evidenzia ELLIOTT che non debba essere consentito ad HITACHI di giovare di una posizione di controllo acquisita illegittimamente ed in danno degli azionisti di minoranza per evitare che la convenuta possa *"godere i frutti di simile condotta, illegittima e predatoria"*. Afferma che l'illegittimità della nomina del CDA renderebbe invalidi tutti gli atti da esso compiuti e che la maggioranza consiliare espressa da Hitachi avrebbe già dato prova di gestire Ansaldo STS nell'interesse esclusivo del socio di controllo e in spregio delle più basilari regole di *governance*, come nel caso della nomina dell'Ad. ing. Andrew Barr, o dei membri e del Presidente del Comitato Nomine o del Comitato rischi e parti correlate, ugualmente non sarebbe stato approvato alcun presidio di *governance* teso a regolare i delicati rapporti tra HITACHI e ANSALDO. Invece, Ansaldo non subirebbe alcun pregiudizio per effetto della sospensione delle delibere, in quanto verrebbe nominato un diverso CDA. Quando agli aspetti legati al finanziamento e alle garanzie offerte da HITACHI, un suo paventato disimpegno dagli impegni industriali, finanziari o di garanzia assunti sarebbe frutto di una scelta volontaria di HITACHI e sarebbe tecnicamente irrealistico.

Ravvisando un conflitto di interesse tra la società ANSALDO STS e le persone destinate a rappresentarla (nominati con la delibera impugnata e che costituirebbero, a tutti gli effetti, *longa manus* di HITACHI), chiedevano la nomina di un curatore speciale.



Contestualmente, in data 13 luglio 2016 i Fondi Elliott avevano depositato un'istanza al Presidente della Sezione Specializzata ai sensi dell'art. 78, c. 2 c.p.c. per ottenere la nomina di un curatore speciale di Ansaldo STS. La nomina di un curatore speciale veniva prima concessa *inaudita altera parte* con provvedimento del 13 luglio 2016 che veniva revocato dallo stesso Presidente per un difetto nella procura del ricorrente; veniva nuovamente concessa con decreto dell'11 agosto 2016 dal Tribunale (doc.4 ANSALDO). Infine, su reclamo di ANSALDO, la nomina veniva annullata e la richiesta respinta con provvedimento del 6 settembre 2016 dalla Corte d'appello di Genova (doc.5), che escludeva l'esistenza di interessi confliggenti tra i rappresentanti legali e la Società.

#### 4. LE DIFESE DI ANSALDO

La società convenuta si costituiva in data 15.9.2016 ai soli fini della procedura cautelare in corso di causa, dopo che sulla richiesta di nomina del curatore erano intervenute diverse pronunce.

Nel costituirsi, ANSALDO evidenzia che i Fondi Elliott avrebbero in realtà instaurato contestualmente due cause diverse: una che avrebbe come legittimata passiva la Società, riguardando l'impugnazione per invalidità di due delibere assembleari, l'altra che vedrebbe come legittimata passiva Hitachi, riguardando l'assunta illegittimità dell'acquisto del pacchetto di maggioranza in Ansaldo STS. In tale seconda causa, la Società sarebbe litisconsorte necessaria (perché subisce gli effetti della decisione), ma avrebbe, per così dire, una posizione neutra, in quanto società bersaglio dell'O.P.A.

Evidenzia ANSALDO che i Fondi Elliott avrebbero proposto una misura cautelare tipica - nell'ambito della causa di impugnazione delle delibere - non tanto per anticipare gli effetti dell'annullamento delle delibere impugnate, ma per ottenere, in realtà, un effetto ulteriore, che riguarderebbe, invece, la causa che gli stessi hanno proposto nei confronti di Hitachi. In particolare hanno richiesto, oltre alla sospensione dell'efficacia delle delibere, anche "*adeguati provvedimenti (anche ex art. 700 c.p.c.) affinché tale sospensione raggiunga l'effetto utile cui la stessa è funzionale*" (ricorso, pag. 3),

Eccepisce quindi Ansaldo STS in primo luogo l'inammissibilità del ricorso dei Fondi Elliott. Ne afferma peraltro l'infondatezza ed evidenzia il gravissimo danno che la Società subirebbe dal suo eventuale accoglimento.

Ripercorre ANSALDO le tappe dell'O.P.A. Ansaldo STS, dalla dichiarazione di HITACHI di aver superato la soglia ex art. 106 T.U.F. e di essere disponibile a lanciare l'o.p.a. obbligatoria (in data 2.11.2015), alla autorizzazione CONSOB del 5.12.2015 con periodo di adesione esteso dal 4.1.2016 al 14.3.2016. Rammenta l'iniziativa dei fondi Amber e Bluebell e l'esito del procedimento sulla congruità dell'offerta, sfociato nella delibera n. 19507 CONSOB di accertamento della collusione e di rettifica del prezzo con aumento ad € 9.899.



Rammenta, infine, di aver partecipato al procedimento cautelare che era stato instaurato prima dell'assemblea del 13.5.16 e si era concluso con il rigetto da parte del Tribunale del ricorso ELLIOTT, sottolineando come tale pronuncia, oltre ad evidenziare l'inammissibilità della tutela richiesta, avesse anche rigettato nel merito il ricorso, ritenendolo infondato per intervenuto esaurimento del diritto di voto. A tale impostazione si sarebbe attenuta la società che non avrebbe, in ogni caso, potuto vietare a HITACHI il diritto di voto.

Richiamato il parere del prof. Vaccarella, afferma ANSALDO che:

- *l'affermazione che "l'O.P.A. sia "collusiva" è frutto di una valutazione che la legge demanda alla CONSOB e, in sede di sindacato dell'operato della CONSOB, al giudice amministrativo; l'accertamento della natura "collusiva" dell'O.P.A. non può essere compiuto incidentalmente tantum dal giudice civile ai fini della impugnazione ed annullamento della deliberazione adottata in (asserita) violazione dell'(asserito) divieto di esercizio del diritto di voto, se la CONSOB non è stata investita della questione e, a fortiori, se ne è stata investita ed ha provveduto in proposito (sia escludendo la "collusione", sia accertandola e modificando il prezzo da offrire agli azionisti)" (pag.5);*

- *"l'impugnazione di una deliberazione societaria è inammissibile se a fondamento di essa è dedotta, quale «violazione degli obblighi» relativi all'O.P.A., una condotta sulla quale si è pronunciata la CONSOB con un provvedimento che l'impugnante ritiene viziato: [...] oggetto principale dell'impugnazione è, in realtà, il provvedimento della CONSOB sulla cui legittimità solo il giudice amministrativo ha il potere di giudicare" (pag.6), perché;*

- *"come sostengono i Fondi Elliott - l'art. 110 T.U.F. ha «carattere generale», quando è investita della questione della rispondenza di un'O.P.A. ai requisiti di legge la CONSOB ha pienezza di poteri: e quindi, anche se la questione è posta ex art. 106 T.U.F., essa ha il potere non soltanto di modificare il prezzo dell'O.P.A., ma anche quello di disporre che «i titoli eccedenti le percentuali indicate dagli artt. 106 e 108» siano alienati entro dodici mesi (non essendo - quello previsto dall'art. 110 T.U.F. - altro che un potere interdittivo «in generale» riconosciuto alla CONSOB dall'art. 102, 6° comma, T.U.F.)" (pag.6);*

- *"il giudice ordinario che annullasse la deliberazione societaria dichiarando che l'offerente non poteva esercitare il diritto di voto non si limiterebbe a "disapplicare" il provvedimento della CONSOB, ma si sostituirebbe alla CONSOB esercitando quei poteri interdittivi che la Commissione poteva esercitare, ma ha deliberato di non esercitare" (pag.7).*

Afferma che l'inibitoria del diritto di voto di HITACHI non possa essere un effetto della sospensione della delibera di nomina del CDA, ma che semmai al contrario, se a HITACHI fosse stato inibito l'esercizio del diritto di voto, i fondi ELLIOTT avrebbero potuto chiedere la sospensione della delibera. La misura sarebbe priva della necessaria strumentalità rispetto alla impugnazione della delibera.



Censura ANSALDO che HITACHI chieda al Tribunale, tramite la sospensione della delibera, di sostituirsi di fatto alla CONSOB o al TAR nell'esercizio di poteri interdittivi. Contesta l'ammissibilità delle ulteriori richieste cautelari, che comporterebbero una modifica del risultato del procedimento deliberativo assembleare. Eccepisce la carenza di legittimazione attiva dei ricorrenti ad impugnare la delibera del CDA, avendo gli stessi votato a favore della lista n. 2 ed avendo quindi votato a favore delle delibere che impugnano; afferma la mancanza di *fumus boni iuris*, poiché *"l'esistenza di una decisione della CONSOB, ai sensi dell'art. 106 T.U.F., e l'adempimento da parte di Hitachi agli obblighi imposti dalla Autorità di controllo – fatti entrambi pacifici e incontestati –"* avrebbero fatto venire *"meno ogni diritto dei Fondi Elliot di promuovere legittimamente l'azione davanti al Giudice ordinario per ottenere (i) l'applicazione dei rimedi di cui all'art. 110 T.U.F. nei confronti di Hitachi e quindi (ii) l'annullamento delle delibere della Società. Non vi"* sarebbe *"alcun diritto che i Fondi Elliott possano fare valere in sede cautelare per ottenere l'annullamento delle delibere impugnate, perché l'assunto diritto che evocano non sarebbe nei confronti della Società, ma nei confronti di Hitachi e quel diritto sarebbe sub iudice, essendo pendente il processo davanti al Tar del Lazio"*.

Si sofferma, inoltre, ANSALDO sul *periculum in mora*, evidenziando come sia il Giudice nel precedente procedimento cautelare, sia la Corte di Appello di Genova rigettando la richiesta del curatore speciale, abbiano evidenziato i danni che deriverebbero ad ANSALDO STS dalla sospensiva. In particolare, si legge nell'ordinanza 13.5.2016: *"In un contesto di mercato globale, non si può fare a meno di interrogarsi sulle poco serene prospettive di prosecuzione dell'attività aziendale con le sole forze di STS, senza più alle spalle la solidità della holding della Partecipazioni statali [Finmeccanica], dovendo Ansaldo competere con gruppi economici 100 volte più grandi e ramificati, come la stessa Hitachi"* (ordinanza, pag. 21). Nel provvedimento della Corte di Appello si sottolineava come la Società *"ha sicuramente interesse a salvaguardare la funzionalità e stabilità dell'organizzazione societaria, esigenza che viene compromessa dall'annullamento delle delibere assunte"*.

La sospensione della delibera, secondo ANSALDO, avrebbe effetti devastanti, perché *"paralizzerebbe tutta la vita sociale della Società, che cadrebbe in uno stato di incertezza e instabilità organizzativa (anche per la temporaneità della misura e l'incertezza dei tempi e del risultato finale del giudizio di merito) con imprevedibili effetti sulla quotazione del titolo in borsa e quindi danneggiando tutti i soci, per assurdo anche gli stessi ricorrenti. Gli effetti di una sospensione della delibera potrebbero compromettere la stessa partecipazione a gare già indette cui la società intende partecipare anche grazie all'integrazione e alle sinergie industriali con Hitachi e le altre società del gruppo (a partire dalla azienda Ansaldo Breda, oggi passata a Hitachi) e modificare in modo rilevante gli impegni assunti con i diversi clienti, che richiedono alla Società e ai soci requisiti e garanzie che solo con l'appartenenza ad un solido gruppo industriale possono essere soddisfatti. In particolare, Ansaldo STS, può trarre importanti vantaggi dalla sinergia con Hitachi nei sistemi di trasporto pubblico di massa, che adottano la tecnologia della monorotaia, settore questo nel quale il gruppo Hitachi è leader in tutta l'area dell'estremo Oriente e ha, nel mondo, pochi concorrenti"*.



Da un lato, l'interazione con HITACHI permetterebbe ad ANSALDO di partecipare ad importanti gare, dall'altro, senza il supporto di HITACHI la Società non potrebbe beneficiare delle *Parent Company Guarantees* richieste dai bandi di gara, mentre i FONDI ELLIOTT non sarebbero disponibili a fornire alcun finanziamento. Evidenzia che nessun *periculum* di danno, invece, evidenzerebbero i FONDI in relazione alla mancata sospensione.

## 5. LE DIFESE DI HITACHI

Nel costituirsi, sia nel merito sia nella fase cautelare, Hitachi evidenzia l'inammissibilità e l'infondatezza delle domande dei Fondi in quanto:

- (i) ai sensi dell'art. 2377, 3 e 4 comma, cod. civ., i Fondi sarebbero privi di legittimazione attiva ad impugnare la Delibera Ansaldo avendo votato a favore di tale delibera;
- (ii) il caso di specie non sarebbe un caso di mancato lancio dell'O.P.A. ai sensi dell'art. 106 T.U.F. che l'art. 110 T.U.F. sanziona con la sospensione del diritto di voto (cfr. infra sub par. 6);
- (iii) né si tratterebbe di un caso di asserita intesa collusiva che la legge (il T.U.F.) avrebbe regolato in modo diverso da quello del mancato lancio dell'O.P.A., attribuendo alla sola CONSOB specifici poteri rimediali; che nel caso di specie sarebbero stati esercitati con l'emissione del Provvedimento CONSOB impugnato anche dai Fondi con ricorso al TAR Lazio in data 4 aprile 2016 (cfr. infra sub par. 6 e 8);
- (iv) ai sensi e nel rispetto del disposto di cui all'art. 14 delle disposizioni sulla legge in generale (c.d. preleggi), la sanzione della sospensione del diritto di voto prevista dall'art. 110 T.U.F. potrebbe applicarsi soltanto ai casi di violazione degli specifici obblighi previsti da tale legge (il T.U.F.), tra i quali non sarebbe compresa la fattispecie dell'intesa collusiva espressamente rimessa dalla stessa legge al potere rimediale e regolamentare della CONSOB (cfr. infra sub par. 6);
- (v) con l'impugnativa delle Delibera Ansaldo i Fondi chiederebbero, in realtà, al Tribunale di sostituirsi alla CONSOB nell'esercizio del potere di rettifica in aumento del prezzo dell'O.p.a. che il T.U.F. riserverebbe, invece, in via esclusiva alla medesima CONSOB e ciò renderebbe inammissibile l'azione dei Fondi anche per difetto di giurisdizione;
- (vi) il caso di specie non sarebbe neppure un caso di intesa collusiva poiché allo stato nessun provvedimento avrebbe riconosciuto l'esistenza di una collusione tra Hitachi e Finmeccanica attesa la sospensione del Provvedimento CONSOB con provvedimenti in data 18 febbraio 2016 e 16 marzo 2016 del TAR Lazio (cfr. doc. n. 2);



(vii) il caso di specie potrebbe rientrare nella giurisdizione del Giudice Ordinario soltanto per una eventuale tutela risarcitoria del diritto soggettivo dei Fondi di poter beneficiare dell'asserito effettivo premio di maggioranza relativo all'acquisto da parte di Hitachi della partecipazione della Ansaldo; ma tale diritto sarebbe già stato fatto valere dai Fondi avanti il TAR Lazio con l'impugnativa del Provvedimento CONSOB con ricorso in data 4 aprile 2016.

Sottolinea inoltre HITACHI che *“l’iniziativa dei Fondi assume una evidente natura strumentale, temeraria e speculativa, anche palesemente contraria ad un ovvio principio di proporzionalità tra pretesa violazione di un diritto di natura meramente economica ed una sanzione di così rilevante gravità (sia sul piano del diritto soggettivo di Hitachi di poter esercitare pienamente i diritti correlati al possesso delle azioni Ansaldo acquistate, sia su quello delle conseguenze per Ansaldo), quale è la sospensione del diritto di voto richiesta ex adverso”* Evidenzia la resistente gli *“effetti divampanti sulla Ansaldo e sulla sua attività che avrebbe l'accoglimento delle inammissibili domande svolte dalle attrici ed in particolare della domanda cautelare di sospensione della Delibera Ansaldo in una situazione in cui Hitachi, tra i primi gruppi industriali al mondo, ha già significativamente contribuito al sostegno e allo sviluppo dell'attività di Ansaldo avendo rilasciato, ad esempio, una corporate guarantee del valore di quasi Euro 2 miliardi che sostituisce quelle rilasciate in precedenza da Finmeccanica a favore di soggetti terzi che hanno stipulato rilevanti commesse con Ansaldo (cfr. doc. n. 4).*

Ancora, l'iniziativa processuale dei FONDI si porrebbe *“in radicale contrasto con l'inammissibile domanda svolta dagli stessi Fondi nel presente giudizio posto che la decisione che verrà assunta dal TAR Lazio sul ricorso presentato dai Fondi è di per sé idonea a definire la questione del prezzo delle azioni di Ansaldo”*.

Sottolinea HITACHI di essersi adeguata al prezzo dell'O.P.A. stabilito dal provvedimento CONSOB, nega di essere incorsa in alcuna violazione degli obblighi O.P.A. e stigmatizza lo spirito ostruzionistico e strumentale che i FONDI avrebbero sempre manifestato quale *“hedge fund,”* noto per le aggressive campagne di disturbo in relazione alle società partecipate. Richiama HITACHI quale esempio il caso TELECOM- ITALIA, in occasione della proposta fusione tra Telecom Italia e Olivetti (all'epoca azionista di maggioranza – con il 55% del capitale sociale – di Telecom Italia), nel quale Elliott avrebbe chiesto – con un ricorso poi respinto- di ottenere la sospensione dei diritti di voto di Olivetti in seno all'assemblea degli azionisti di Telecom Italia convocata per l'approvazione della fusione.

Illustra HITACHI i motivi di diritto sopra riassunti, con considerazioni che saranno esaminate in seguito. Afferma l'inapplicabilità dell'art. 110 T.U.F., sottolineando come la sanzione di cui all'art. 110 T.U.F. non sia posta a tutela del diritto economico di beneficiare del premio di maggioranza e come il provvedimento CONSOB abbia comunque esaurito i poteri rimediali o sanzionatori da parte di tale autorità.





In fatto, HITACHI evidenzia l'inesistenza di un'intesa collusiva con FINMECCANICA richiamando quanto già illustrato nelle memorie dinanzi al TAR. Evidenzia in merito HITACHI l'illegittimità del Provvedimento CONSOB, in quanto sia la fattispecie della collusione, sia la sua interpretazione applicativa abbracciata dalla CONSOB sulla scia delle citate sentenze del TAR (nn. 3009-3012), si porrebbe in contrasto con i principi di tassatività che la Direttiva 2004/25/CE prescrive ai fini dell'esercizio del potere di aumentare il prezzo dell'O.P.A. e in conformità ai quali deve essere adottata e interpretata l'indicata normativa (v. pagg. 19-25 del ricorso), sollecitando HITACHI dinanzi al TAR il rinvio pregiudiziale alla Corte di Giustizia in merito alla questione relativa al contrasto della disciplina nazionale di riferimento con l'art. 5, § 4, c. 2, della Direttiva 2004/25/CE.

Evidenzia, inoltre, HITACHI che non sussisterebbe alcuna collusione in quanto:

1. in primo luogo non sussisterebbe alcun travaso di valore, in quanto, come riconosciuto dalla stessa CONSOB (v. pag. 16 doc. FONDI n. 18), non ci sarebbe stata alcuna sovrapposizione nelle trattative sui due cespiti;
2. un valore puramente negoziale/illustrativo (quale sarebbe l'*equity value* negativo rappresentato da Hitachi a Finmeccanica) non potrebbe assurgere a parametro di riferimento per la verifica di un trasferimento reale di valore da un *asset* all'altro, dal quale desumere la sussistenza di un prezzo aggiuntivo corrisposto per travaso;
3. la posizione negoziale di Hitachi sarebbe sempre stata quella di mantenere fermo il prezzo simbolico di 1 Euro, pur a fronte di un valore negativo per spostare la negoziazione interamente sul piano delle altre condizioni, quali garanzie, iniezioni di liquidità e rinuncia a crediti da parte di Finmeccanica ;
4. come accertato dalla CONSOB (cfr. pag. 21 doc. FONDI n. 18), il prezzo offerto da Hitachi per l'acquisto della Partecipazione avrebbe avuto sempre un andamento in costante aumento (da 9,40 Euro della prima offerta a 9,65 Euro dell'offerta finale) e sarebbe risultato fin dall'inizio il più alto fra quelli proposti dai partecipanti alla procedura competitiva di vendita della Partecipazione nonché superiore sia alle quotazioni di mercato del titolo per qualsiasi riferimento temporale, sia al valore medio del *target price* delle ricerche pubblicate durante l'ultima fase delle trattative (gennaio-febbraio 2015) (v. pagg. 35-36, doc. n. 7A);
5. la CONSOB avrebbe commesso un errore concettuale nell'identificare l'aumento dell'*enterprise value* del Ramo d'Azienda pari a Euro 32 milioni con il prezzo del Ramo d'Azienda corrisposto a Finmeccanica e nell'identificare in tale valore il "travaso" di prezzo della Partecipazione (v. pagg. 41-42, doc. n. 7A);
6. l'aumento finale dell'*enterprise value* - unico indizio di presunta irragionevolezza nel corso delle



trattative riscontrato dalla CONSOB -, lungi dal non essere altrimenti giustificabile se non con il travaso di valore, sarebbe in linea con un approccio prudentiale (collocandosi sempre cautamente al di sotto della stima effettuata dagli *advisor* di Hitachi) e rifletterebe l'andamento delle trattative negoziali e i vantaggiosi risultati ottenuti da Hitachi in termini di tutele, garanzie e *cash injection*. Del resto, anche sul versante dell'*enterprise value*, così come per l'*equity value*, l'approccio di fondo di Hitachi sarebbe sempre stato ragionevole e coerente con la scelta di offrire un prezzo sempre fisso a condizione che Finmeccanica compensasse il valore negativo dell'*asset*. Tanto è vero che l'aumento dell'*enterprise value* del Ramo d'Azienda sarebbe avvenuto soltanto alla fine delle trattative e ciò rispecchierebbe esclusivamente la positiva variazione di elementi contrattuali e il conseguimento degli insindacabili obiettivi negoziali che Hitachi si sarebbe prefissata. Risulterebbe confermato che le oscillazioni di valore riscontrate sono sempre state giustificate da corrispondenti variazioni positive delle condizioni contrattuali, frutto di reciproche concessioni delle parti e non di elementi economici di anomalia nelle negoziazioni.

7. la CONSOB avrebbe valutato in modo erroneo i dati quantitativi forniti da Hitachi, posto che l'equivalente monetario dei meccanismi di compensazione contrattuale concessi, in varia forma, da Finmeccanica a Hitachi, avrebbe un valore finale nettamente superiore ai 32 milioni di Euro sui quali si è appuntata l'attenzione della CONSOB. La trattativa si sarebbe definita in modo sempre più oneroso per Finmeccanica, avendo la stessa ha attribuito, nella cessione di BREDA, garanzie contrattuali per valore tra Euro 100 e 150 milioni, come pacificamente riconosciuto anche dalla CONSOB (v. pagg. 45-52, doc. n. 7A).

Ancora, in sede di memoria nel procedimento cautelare, richiamate puntualmente le difese della citazione, la resistente sottolinea l'inesistenza del *periculum in mora*, non avendo i ricorrenti neppure allegato alcun potenziale pregiudizio che potrebbe loro derivare dall'esecuzione delle delibere nelle more della definizione del giudizio di merito, a fronte "*dell'enorme pericolo e pregiudizio in termini di stabilità organizzativa, di rapporti societari e commerciali, di credibilità ed affidabilità nei confronti dei terzi, cui Ansaldo sarebbe esposta ove l'esecuzione delle delibere impugnate dovesse essere sospesa. Si tratterebbe di un vero e proprio "terremoto" oggettivamente idoneo a provocare un grave disorientamento per il mercato e per tutti i cd. stakeholder di Ansaldo (dipendenti, clienti, committenti pubblici e privati, fornitori etc.) e, quindi, inevitabilmente per la stessa attività di Ansaldo*". Secondo HITACHI, sarebbe "*di immediata percezione per chiunque lo sconcerto ed i gravi pregiudizi che creerebbe una situazione nella quale il controllo di un gruppo industriale dell'importanza di Ansaldo*" fosse "*affidata a Fondi speculativi che in questa vicenda hanno palesato che l'unico loro interesse è quello di vendere al prezzo a loro gradito le azioni Ansaldo*". Contesta specificamente HITACHI quanto asserito da ELLIOTT sia in relazione alla *Queen Guarantee*, sia in relazione agli atti di gestione cui ha fatto riferimento il ricorrente. Infine,



eccepisce HITACHI l'inammissibilità della tutela cautelare atipica proposta in via subordinata da ELLIOTT.

#### 6. IL PROCEDIMENTO E LE ULTERIORI DIFESE DELLE PARTI

I ricorrenti FONDI ELLIOTT hanno depositato copia dell'atto di citazione e il ricorso cautelare in data 13.7.16. La prima udienza, già fissata in data 30.8.16, è stata rinviata per attendere l'esito del procedimento di nomina del curatore speciale, che si è concluso in data 6/9/2016 con il provvedimento della Corte di Appello.

HITACHI ha depositato comparsa di costituzione per la causa di merito in data 15.9.2016 e contestualmente la memoria difensiva nel procedimento ex art. 2378 c.c. e ex art. 700 c.p.c.

ANSALDO ha depositato memoria difensiva nel procedimento ex art. 2378 c.c. e ex art. 700 c.p.c. in data 15.9.2016.

Alla prima udienza, tenutasi il 22 settembre 2016, si è svolta ampia discussione sul *fumus boni iuris* e sul *periculum in mora*: a seguito della stessa, sia per poter riassumere i propri interventi, sia per poter proporre reciproche repliche, sia per chiarire alcuni aspetti richiesti dal giudice, le parti sono state autorizzate al deposito di memorie autorizzate, poi avvenuto in data 10.10.2016. Le parti hanno inoltre effettuato delle produzioni di documenti in data 2.8, 2.8, 5.8, 21.9 e 12.10.

Tra le "produzioni" delle parti, sono stati depositati alcuni pareri *pro veritate* di insigni studiosi (doc. 49 ELLIOTT, doc. 24 ELLIOTT, doc. 9 ANSALDO, doc. 11 HITACHI e doc. 3 di cui alla produzione HITACHI del 10.10.16).

Alla successiva udienza del 14.10.2016, sentiti il Presidente del CDA, alcuni consiglieri nominati nella lista n.2 e il Presidente del Collegio Sindacale, si è svolta nuova approfondita discussione tra le parti, all'esito della quale questo giudice si è riservato la presente decisione.

#### 7. L'ISTANZA DI NOMINA DI UN CURATORE SPECIALE

L'istanza di nomina di un curatore speciale è stata respinta dall'ordinanza depositata dalla Corte d'Appello di Genova in data 6.9.16, che ha ritenuto l'insussistenza di un conflitto di interessi, neppure potenziale, tra Ansaldo STS e i suoi rappresentanti.

In particolare, ha affermato la Corte che *"se è ben vero che la società ha interesse ad organizzarsi sulla base di atti legalmente e statutariamente corretti, è peraltro vero che ha sicuramente interesse a salvaguardare la funzionalità e stabilità dell'organizzazione societaria, esigenza che viene compromessa dall'annullamento delle delibere assunte, che può avere un effetto anche molto destabilizzante sulla vita sociale"* e che *"le delibere, in quanto assunte dall'assemblea godono di una presunzione di conformità allo statuto e alla legge"*.



Argomenta la Corte che la tipizzazione del *periculum* rilevante ai fini della sospensione ex art. 2378 c.c. postuli proprio il normale interesse della società alla conservazione della propria delibera: per questo il pregiudizio che potrebbe subire la società dalla sospensiva (e non dalla mancata sospensiva) è il primo parametro da soppesare nel bilanciamento richiesto.

Il ragionamento della Corte appare condivisibile e, per quanto concerne questa sede, si può aggiungere che, ancor prima e da un punto di vista logico, il contraddittore naturale e l'unico legittimato passivo per la domanda di annullamento è proprio la società, che è la persona (giuridica) interessata alla difesa della delibera, che è atto della società. Inoltre, si deve intendere per società quella concreta società, con l'attuale assetto proprietario esistente. Il socio di maggioranza, invece, non è parte necessaria e dovrebbe intervenire solo volontariamente ed eventualmente.

D'altra parte e più in generale, va ricordato che il diritto di difesa ha rilievo costituzionale, e quindi può trovare compressione solo in limitate ipotesi: la difesa affidata ad un curatore speciale, estraneo alla società e quindi per definizione poco informato sulle vicende passate e sulle attuali prospettive societarie, meno qualificato per la ricerca di documentazione ed informazioni interne rispetto agli organi societari può portare con sé, almeno in fatto, una limitazione dell'efficacia nell'esercizio del diritto di difesa per la persona giuridica, rispetto a quella effettuata direttamente dai propri organi.

Nel caso concreto, poi, appare evidente che, anche indipendentemente da qualunque ragionamento sulla fondatezza della domanda ELLIOTT, l'interesse di ANSALDO STS durante la causa non possa che essere quello di difendere la stabilità del proprio assetto organizzativo. Non pare ipotizzabile che la società quotata, qualora oggi fosse rappresentata da un curatore, possa avere interesse all'accoglimento della impugnativa della nomina del proprio CDA e questo per gli effetti destabilizzanti e di incertezza radicale sul futuro che ne conseguirebbero, sia di fronte ai mercati finanziari, sia per i propri clienti e per le gare internazionali cui ANSALDO STS partecipa. Ragionando in termini economici concreti, non è ipotizzabile attualmente un interesse della società che non sia diretto alla conservazione della delibera di nomina del CDA.

Vi è anche da precisare che tutti gli eventi attinenti alle intese collusive fuoriescono dalla sfera di conoscenza degli attuali organi societari (trattandosi di fatti preesistenti alla loro nomina ai quali ANSALDO non ha partecipato) e che la causa proposta è certamente complessa. Quindi non potrebbe mai considerarsi il presente come un caso di un'invalidità della nomina del CDA talmente evidente (come accade nel caso di vizi formali) da rendere preferibile per la società di non resistere in giudizio. Peraltro, neppure in quest'ultimo caso, vi sarebbe conflitto con gli amministratori, ugualmente interessati al rinnovo della nomina emendata da vizi formali.



Pertanto appare più convincente nel caso concreto ritenere la convergenza dell'interesse della società e di quello degli amministratori nel senso della conservazione della delibera e la conseguente insussistenza di alcun conflitto.

#### SOSPENSIONE DELL'ESECUZIONE DELLE DELIBERE

Ritiene questo Giudice necessario esaminare in diritto la richiesta di sospensione della esecuzione (e quindi dell'efficacia) delle delibere.

#### 8. ECCEZIONE DI DIFETTO DI GIURISDIZIONE

Si deve evidenziare che la domanda cautelare che qui è stata esaminata è quella della sospensione di efficacia delle delibere ANSALDO impugnate. Riguardo alla correlativa domanda di merito (ossia l'annullamento delle delibere) non è fondata l'eccezione di difetto di giurisdizione del G.O.

Difatti non può dubitarsi che la domanda di annullamento di una delibera societaria non possa che proporsi nei confronti della società e dinanzi al G.O. (sul punto, concorda lo stesso parere prof. Travi prodotto da HITACHI, pp. 10-11 ed il parere del prof. Vaccarella prodotto da ANSALDO, p. 4-5): si tratta infatti di vertenza sulla legittimità del voto assembleare di nomina dei nuovi amministratori, concernente diritti soggettivi.

9. La diversa questione di difetto di giurisdizione posta in relazione alle ulteriori domande di merito di inibitoria al voto preceduta dall'accertamento con valore di giudicato dell'esistenza della collusione (e quindi –secondo i resistenti- la vertenza che riguarderebbe la legittimità del provvedimento CONSOB e troverebbe il proprio *petitum* sostanziale nell'interesse legittimo dei soci di minoranza) qui non è rilevante, perché atterrebbe alle richieste di inibitoria che –peraltro solo parzialmente- sono a quelle domande di merito strumentali. Queste richieste cautelari sono le richieste proposte in via subordinata e per il solo caso di accoglimento della sospensione della efficacia. Quindi in questa sede di esame della sospensione ai sensi dell'art. 2378 cc le ulteriori eccezioni non sono rilevanti.

#### 9. ECCEZIONE DI INAMMISSIBILITÀ

Le resistenti hanno sollevato eccezione di inammissibilità della domanda di annullamento della prima delibera, quella di nomina del CDA, perché i Fondi Elliott non rivestirebbero la qualità di soci "dissenzienti".

Con riferimento alla delibera di nomina del consiglio di amministrazione si deve precisare che:

(a) Part. 16.3 dello statuto di Ansaldo STS (v. prod. ELLIOTT 44) prevede - secondo quanto disposto dalla legge per le società quotate - un meccanismo c.d. di voto di lista, in base al quale i due terzi degli amministratori da eleggere sono tratti dalla lista che abbia conseguito il maggior numero di



voti, mentre i restanti amministratori sono tratti dalle altre liste (in base al numero di voti dalle stesse ottenuto);

- (b) in vista dell'assemblea in questione, sono state formate due liste di candidati:
- (i) la lista n. 1, presentata da Hitachi (v. prod. ELLIOTT 45), i cui candidati erano i seguenti:
- Katharine Rosalind Painter;
  - Alistair John Dormer;
  - Andrew Thomas Barr;
  - Katherine Jane Mingay;
  - Mario Garraffo;
  - Alberto De Benedictis;
  - Laura Donnini;
- (ii) la lista n. 2, presentata dai Fondi Elliott (v. prod. ELLIOTT 46), con i seguenti candidati:
- Giuseppe Bivona;
  - Rosa Cipriotti;
  - Fabio Labruna;
  - Michele Crisostomo;
  - Alessandra Gavirati;
  - Marco Taricco;
- (c) nell'assemblea del 13.5.2016:
- (i) la lista n. 1 (quella presentata da Hitachi), grazie al voto determinante di Hitachi, ha ottenuto il maggior numero di voti e in particolare n. 101.556.361 voti (di cui 101.544.702 voti espressi da Hitachi e 11.659 voti espressi da altri soci: v. verbale dell'assemblea, p. 64, prod. ELLIOTT 3);
- (ii) la lista n. 2 (quella presentata dai Fondi Elliott) è risultata la seconda lista più votata, avendo ricevuto complessivamente 59.330.179 voti (di cui 41.174.122 voti espressi dai Fondi Elliott: v. verbale dell'assemblea, p. 64, prod. ELLIOTT 3);
- (d) conseguentemente, i due terzi degli amministratori nominati dall'assemblea (ossia sei amministratori su nove) sono stati tratti dalla lista presentata da Hitachi, mentre i restanti 3 amministratori sono stati tratti dalla lista presentata dai Fondi Elliott, e in particolare:
- (i) Katharine Rosalind Painter (lista n. 1 - Hitachi)
  - (ii) Alistair John Dormer (lista n. 1 - Hitachi);
  - (iii) Andrew Thomas Barr (lista n. 1 - Hitachi);
  - (iv) Katherine Jane Mingay (lista n. 1 - Hitachi);
  - (v) Mario Garraffo (lista n. 1 - Hitachi);



- (vi) Alberto De Benedictis (lista n. 1 - Hitachi);
- (vii) Giuseppe Bivona (lista n. 2 - Fondi Elliott);
- (viii) Rosa Cipriotti (lista n. 2 - Fondi Elliott);
- (ix) Fabio Labruna (lista n. 2 - Fondi Elliott).

L'eccezione è proposta in modo assai suggestivo, atteso che le resistenti rammentano la modalità di voto elettronico che prevedeva che i soci avessero a disposizione alcune scelte concretizzate da alcuni pulsanti, ossia votare la lista 1, oppure la lista 2, oppure votare contro la nomina oppure astenersi: se avessero voluto opporsi alla nomina del CDA i fondi avrebbero dovuto votare contro e non per una delle liste che all'esito vi concorsero.

Ritiene questo Giudice che il requisito di essere "socio dissenziente" si atteggi in modo peculiare nel caso concreto perché il sistema di voto per liste è una deroga al sistema maggioritario. In assenza delle speciali disposizioni (di legge e statutarie) sul voto per lista previste per le società quotate, si applicherebbe il sistema maggioritario che è la regola in campo societario. In altre parole, la lista che ottiene più voti imporrebbe tutti i propri candidati. Il temperamento apportato a questo sistema dal sistema di voto a liste, invece, deroga all'applicazione del maggioritario: dalla lista che ottiene più voti vengono eletti soltanto i sei candidati più votati, mentre tre vengono presi da quella che, dopo la prima, ha ottenuto più voti. In altre parole, le liste sono in concorrenza tra loro e pertanto i FONDI, nel votare la lista 2, hanno dissentito dalla vittoria della lista 1, votata invece da HITACHI. Come ha osservato la Corte d'appello ciò "costituisce la manifestazione di un dissenso rispetto al voto assunto dal socio di maggioranza, e relativo alla lista 1) proposta e votata da HITACHI". Il fatto che i divergenti voti per le diverse liste vengano poi coordinati dalla legge (e dal sistema elettorale) in un unitario CDA, di cui fanno parte consiglieri eletti nella lista 1 ed altri eletti nella lista n. 2, costituisce invece solo un effetto del sistema elettorale per liste.

Di conseguenza, e a pieno titolo, ELLIOTT si deve considerare dissenziente rispetto alla nomina di quel consiglio di amministrazione, in cui sei membri sono presi dalla lista 1 e solo tre dalla lista n. 2. L'eccezione è quindi infondata.

#### 10. IN DIRITTO – LA DISCIPLINA DELL'ART. 110 T.U.F.

Il nodo centrale della controversia, come unanimemente riconosciuto dalle parti, è il seguente: l'art. 110 T.U.F. commina la sanzione civilistica del divieto di voto per il caso di "violazione degli obblighi previsti dalla presente sezione" ossia dalla Sezione II (intitolata "Offerte pubbliche di acquisto Obbligatorie") del Capo II (intitolato "Offerte pubbliche di acquisto o di scambio") del Titolo II ("Appello al pubblico risparmio") della Parte IV ("Disciplina degli emittenti") del T.U.F.



Sostengono i ricorrenti, e negano i resistenti, che tra le fattispecie sanzionate dal divieto di esercitare il diritto di voto debba ricomprendersi anche la quella della cd. O.P.A. “collusiva”, ossia il caso in cui il prezzo dell’O.P.A. (lanciata nell’ipotesi di cui all’art. 106 T.U.F.) sia stato il frutto di una collusione tra la società obbligata all’o.p.a. ed altri soggetti: tale violazione ricorrerebbe – secondo ELLIOTT - nel caso concreto.

Efficacemente gli attori sintetizzano così la propria posizione (p. 54 atto di citazione): *“Riassumendo: spetta a codesto Ill.mo Tribunale accertare la reale portata della collusione, senza limiti o condizionamenti derivanti dal Provvedimento CONSOB, e, una volta compiuto tale accertamento, rilevare la violazione da parte di Hitachi dell’art. 110 T.U.F. (ossia l’esercizio illegittimo del diritto di voto all’assemblea di Ansaldo STS del 13.5.2016) e conseguentemente annullare le delibere oggetto di impugnazione”.*

La difesa di HITACHI (comparsa di costituzione nella causa di merito, p.27) ha invece evidenziato che il caso della collusione rappresenti solo uno dei tre casi previsti dall’art. 106 (comma 3 lett. d) T.U.F. come i presupposti per l’applicazione di uno specifico potere, rimediabile e non sanzionatorio, ossia quello di modificare in aumento il prezzo dell’offerta da parte di CONSOB. Il legislatore non avrebbe previsto la collusione quale illecito, né esso rilevarebbe per l’applicazione dell’art. 110 T.U.F., ma l’avrebbe considerata solo come presupposto per l’applicazione di un diverso potere, quello rimediabile della CONSOB di rettifica del prezzo dell’O.P.A., che comporterebbe gli effetti di cui all’art. 106 e non quelli di cui all’art. 110 TUF. Di conseguenza, il caso di OPA preceduta da intese collusive non comporterebbe la sanzione della sterilizzazione del diritto di voto.

A fronte di tali difese, ELLIOTT ha replicato con un argomento che ha trattato nella discussione del 22.9 e poi sviluppato nella memoria depositata il 10.1.16 (in particolare p.4-5): il potere di rideterminazione CONSOB ha un preciso ambito temporale, essendo limitato al periodo in cui l’O.P.A. è ancora in corso, come previsto nell’art. 47 sexies c. 6 reg. T.U.F., che prevede che CONSOB deliberi “entro la chiusura dell’offerta”. Ne desume ELLIOTT che, in tutti i casi in cui il potere di “rettifica del prezzo dell’o.p.a. non possa trovare applicazione e ciò nonostante l’o.p.a. sia stata lanciata ad un prezzo non conforme a quello previsto dalla legge, pur non potendo più intervenire la CONSOB, sussisterebbe una violazione degli obblighi O.P.A., da sanzionarsi ai sensi dell’art. 110 T.U.F.. In particolare, si tratterebbe dei casi in cui si scoprono acquisti effettuati ad un prezzo superiore dell’O.P.A., oppure venga scoperta una collusione intervenuta precedentemente o anche (e questo sarebbe il nostro caso) la collusione sarebbe stata individuata ma ne sarebbe stata travisata da CONSOB la portata economica. In tutti questi casi la collusione potrebbe essere accertata in sede civilistica e applicata la sanzione del divieto di voto, ad esempio ai fini dell’annullamento della delibera. Tale (rispetto all’ultima ipotesi) sarebbe la situazione in cui si verserebbe in oggi rispetto al caso in esame.





Poiché l'applicabilità delle sanzioni dell'art 110 T.U.F. all'ipotesi della O.P.A. preceduta da intese collusive non è stata, prima del presente caso, mai stata analizzata *ex professo* né dalla giurisprudenza, né –si può dire– dalla dottrina, conviene partire da alcuni punti fermi cui è giunta unanimemente l'interpretazione in materia di offerta di acquisto totalitaria, per poi cercare la soluzione alla questione qui rilevante, attraverso un'analisi letterale della fattispecie e un esame degli argomenti teleologici e sistematici ritenuti rilevanti.

## 10.A PREMessa: L'OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO TOTALITARIA

L'offerta pubblica di acquisto obbligatoria e totalitaria di cui all'art 106 T.U.F. trova la propria disciplina nella prima e nella seconda sezione del Capo II ("offerte pubbliche di acquisto o di scambio"). Nella prima sezione, sono dettate le disposizioni generali che riguardano ogni offerta pubblica di acquisto o di scambio, sia essa obbligatoria o meno. In questa parte il legislatore detta gli obblighi di tempestività e di contenuto della comunicazione da parte dell'offerente che abbia deciso di promuovere un'O.P.A. (in caso di o.p.a./o.p.a.s volontarie) o che sia obbligato a farlo, quando si tratti di O.P.A. obbligatoria. L'art 102 infatti pone il seguente obbligo: *"La decisione ovvero il sorgere dell'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto o di scambio sono senza indugio comunicati alla CONSOB e contestualmente resi pubblici. La CONSOB stabilisce con regolamento i contenuti e le modalità di pubblicazione della comunicazione"*.

Questa norma disciplina i contenuti e le modalità di pubblicazione della comunicazione anche nel caso in cui l'offerta pubblica sia obbligatoria, imponendo i relativi obblighi agli offerenti. In capo alla CONSOB è posto il potere (normalmente entro quindici giorni dalla presentazione) di approvazione del documento d'offerta, *"se esso è idoneo a consentire ai destinatari di pervenire ad un fondato giudizio sull'offerta"*. Altri poteri attribuiti alla CONSOB sono quello di indicare all'offerente informazioni integrative da fornire, specifiche modalità di pubblicazione del documento d'offerta nonché particolari garanzie da prestare e, nei casi più gravi, quello di sospendere l'offerta o di dichiarare l'offerente decaduto (art. 102). Ancora, e di nuovo in relazione ad ogni offerta (volontaria o obbligatoria), il contenuto ed le caratteristiche del comunicato dell'emittente sono disciplinati dall'art 103, mentre gli artt. 104, 104 bis e 104 ter si occupano del problema delle reazioni difensive della società bersaglio, della regola di neutralizzazione e della clausola di reciprocità.

La seconda sezione è specificamente dedicata alle offerte obbligatorie, con un ambito applicativo limitato alle società italiane con azioni ordinarie quotate in mercati regolamentati italiani. In questa sezione, gli obblighi che il legislatore ha previsto nella seconda sezione "Offerte pubbliche di acquisto obbligatorie" sono:



- nell'art 106, comma 1: l'obbligo di promuovere l'offerta totalitaria al raggiungimento della soglia del 30%;
- nell'art. 106, comma 3, lett a): l'obbligo di promuovere l'offerta nel caso in cui il superamento della soglia del 30% avvenga per acquisto indiretto di azioni di altra società quotata che costituisca il principale elemento patrimoniale della controllante (o.p.a. a cascata);
- nell'art. 106, comma 3, lett. b): l'obbligo di promuovere l'offerta per acquisti superiori al 5% o alla maggiorazione dei diritti di voto in misura superiore al 5% (o.p.a. di consolidamento);
- nell'art. 106, comma 3 bis: l'obbligo di promuovere l'offerta, previo provvedimento CONSOB, in caso di detenzione congiunta di strumenti finanziari con diritto di voto che permetta ai detentori un potere analogo al superamento della soglia;
- nell'art. 108, comma 1: l'obbligo di acquisto delle partecipazioni rimanenti al raggiungimento della soglia del 95% a seguito di una offerta pubblica totalitaria;
- nell'art. 109, gli "obblighi previsti dagli art. 106 e 108", estesi in via solidale, a tutti i soggetti che agiscono di concerto.

Sono previste due fattispecie di offerta obbligatorie all'art. 106 (offerta pubblica di acquisto totalitaria) e all'art. 108 (offerta pubblica di acquisto residuale): mentre nel secondo caso una detenzione del 90% del capitale impone l'obbligo di promuovere un'o.p.a. sulla totalità delle azioni con diritto di voto al prezzo fissato dalla CONSOB (se non si intende invece entro quattro mesi ripristinare un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni), l'art. 106 disciplina l'O.P.A. totalitaria imponendo l'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto avente ad oggetto la totalità delle restanti azioni della medesima società, rivolta a tutti i possessori di titoli sulla totalità dei titoli ammessi alla negoziazione, sempre che si verifichi (a seguito di acquisti o di maggiorazione del diritto di voto) il superamento della soglia di partecipazione (con diritto di voto) del 30% del capitale o della minor soglia determinata dalla legge in alcuni casi.

Il comma 2 prescrive che l'offerta sia promossa entro il termine di venti giorni e che la stessa avvenga al prezzo non inferiore a quello più elevato pagato dall'offerente o da persone che agiscono di concerto con il medesimo, nei dodici mesi anteriori alla comunicazione di cui all'art. 102 c. 1, per acquisto di titoli della medesima categoria.

Quanto al prezzo, la regola della *best price rule* imposta dalla direttiva 2004/25/CE è stata dettagliata dal legislatore nazionale nel senso che l'O.P.A. debba essere promossa al prezzo più elevato pagato



dall'offerente e da chi agisce di concerto con lo stesso nei dodici mesi precedenti. Nella disciplina previgente, invece, il prezzo dell'O.P.A. doveva essere non inferiore alla media aritmetica tra il prezzo medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi e quello più elevato pattuito nello stesso periodo dall'offerente per acquisti di azioni ordinarie.

Se gli acquisti non sono avvenuti a titolo oneroso (o se il superamento della soglia consegue alla maggiorazione dei diritti di voto), e quindi nei casi in cui non vi sia un prezzo di acquisto delle azioni al quale fare riferimento, il prezzo non deve essere inferiore a quello medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi.

Vengono disciplinate dal testo unico e dal regolamento CONSOB l'acquisto di concerto, l'O.P.A. a cascata o l'O.P.A. da consolidamento, nonché le esenzioni previste, ad esempio, in caso di acquisto nell'ambito di operazioni di salvataggio di società in crisi o di trasferimenti intra-gruppo. La CONSOB, inoltre, può rideterminare il prezzo dell'O.P.A. mediante provvedimenti motivati, stabilendo, nei casi previsti dal T.U.F. e dal Regolamento Emittenti, che l'offerta debba essere promossa ad un prezzo inferiore o superiore a quello pagato per l'acquisto.

La giurisprudenza della Suprema Corte si è pronunciata in diversi casi (legati alla vicenda SAI Fondiaria) in cui l'obbligo di lanciare l'O.P.A. non era stato adempiuto, giungendo a definire alcuni principi che possono darsi per acquisiti almeno a partire da Cass. 14392/2012 del 22.5.12, e che sono stati ribaditi da Cass 26/9/13 n. 22099, Cass. 13.10.2015 n. 20560 fino alla recente Cass. Sez. I, 4 aprile 2016, n. 6504:

- la *ratio* dell'OPA è quella di consentire a tutti i soci, nel caso di monetizzazione dei benefici inerenti ad una partecipazione che normalmente consente di detenere il controllo sulla società, di beneficiare del plusvalore così realizzato dal socio o dai soci alienanti: si viene a riconoscere alla minoranza, tramite un diritto di *fair exit*, un'equa distribuzione del premio di controllo corrisposto all'azionista di controllo;
- dal superamento della soglia deriva non un semplice onere, ma un vero e proprio obbligo in capo allo "scalatore" di lanciare l'O.p.a.: lo dimostra l'esistenza di sanzioni, quali la sterilizzazione del voto e l'obbligo di rivendita dei titoli contemplati dall'art 110 T.U.F.;
- questo obbligo sorge nei confronti di coloro i quali siano titolari di azioni emesse dalla società quotata del cui capitale l'obbligato ha acquistato la partecipazione rilevante: in capo agli stessi si deve riconoscere una posizione di diritto soggettivo, in qualche modo paragonabile al diritto di recesso del socio previsto dall'art 2497-quater lett. c) c.c.;



- l'obbligo non ha come contenuto quello di corrispondere ai soci minoritari il prezzo delle azioni determinato secondo la previsione legale, ma di formulare l'offerta pubblica di acquisto nei termini e con le modalità prescritte dalla legge;
- si tratta di un obbligo a contrarre, da cui deriva per il caso in cui non sia promossa l'offerta pubblica, una responsabilità di tipo contrattuale: pur non sorgendo da un contratto, sussiste infatti una preesistente obbligazione *ex lege* che la legge fa scaturire da un comportamento volontario (l'acquisto di azioni di società quotata che porta a detenere una partecipazione superiore alla soglia prevista dalle legge) con cui taluno entra in contatto con una cerchia ben definita di soggetti (gli azionisti di minoranza) nell'interesse specifico dei quali la prestazione rimasta inadempita (consistente nel promuovere l'offerta) era dovuta (così anche Cass. Sez. I, 4 aprile 2016, n. 6504);
- qualora sia inadempito l'obbligo di offerta pubblica di acquisto totalitaria, ai sensi dell'art. 106 del d.lgs. n. 58 del 1998, gravante - come obbligo a contrarre - a carico dell'acquirente del pacchetto azionario che superi la soglia del 30 per cento, compete agli azionisti, ai quali l'offerta avrebbe dovuto essere rivolta, il diritto soggettivo al risarcimento del danno patrimoniale a titolo contrattuale;
- la lesione subita, in questi casi, consiste nell'aver perso una possibilità che l'O.P.A. avrebbe dovuto assicurare e che invece non è venuta ad esistenza.

Come si è detto, in tutti i casi fino ad ora analizzati dalla giurisprudenza civile, l'offerta pubblica di acquisto non era stata lanciata affatto.

## 10 B. ARGOMENTI LETTERALI

Recita l'art 110 T.U.F.: *"in caso di violazione degli obblighi previsti dalla presente sezione, il diritto di voto inerente all'intera partecipazione detenuta non può essere esercitato e i titoli eccedenti le percentuali indicate negli art. 106 e 108 devono essere alienati entro dodici mesi. Nel caso in cui il voto venga esercitato, si applica l'articolo 14 comma 5. L'impugnazione può essere proposta anche dalla CONSOB entro il termine indicato nell'art. 14, comma 4.*

*1. bis. Fermo restando quanto stabilito dall'art. 192 comma 1 la CONSOB, in alternativa all'alienazione di cui al comma 1, con provvedimento motivato, avuto riguardo tra l'altro alle ragioni del mancato adempimento, agli effetti che conseguirebbero all'alienazione e alle modifiche intervenute nella compagine azionaria, può imporre la promozione dell'offerta totalitaria al prezzo da essa stabilito, anche tenendo conto del prezzo di mercato dei titoli.*

*1 ter. L'alienazione prevista dal comma 1 o la promozione dell'offerta prevista dal comma 1 bis fanno venire meno la sospensione del diritto di voto di cui al comma 1."*



Occorre chiedersi se nel caso di O.P.A. preceduta da una collusione si configuri la “*violazione degli obblighi previsti dalla presente sezione*” ossia dalla sezione II intitolata “*le offerte pubbliche di acquisto obbligatorie*” alla quale la norma fa espresso riferimento.

La ricerca non va condotta però, come suggerisce ELLIOTT (vd. pag. 7 memoria 10.10.16), partendo dal presupposto che la *violazione degli obblighi previsti dalla presente sezione* debba intendersi come qualsiasi violazione delle disposizioni anche implicitamente desumibili dalla disciplina O.P.A.. Il legislatore indica espressamente gli “obblighi” e quindi di una particolare categoria di posizioni giuridiche soggettive, di “obblighi previsti” e quindi rinvia ad esplicite e non ad implicite disposizioni. Ancora, la norma limita l’applicabilità delle gravose sanzioni di cui all’art. 110 T.U.F. ai soli “obblighi previsti” che siano dettati “dalla seconda sezione” e quindi non dalla sezione prima, che disciplina ad esempio le caratteristiche della comunicazione o.p.a. (sia essa obbligatoria e non) dettate dall’art. 102 T.U.F. e sopra esaminate, come quelle relative al corretto contenuto della comunicazione ed alla sua idoneità a consentire di pervenire ad un fondato giudizio sull’offerta. Né rilevano le numerosissime disposizioni previste nel T.U.F. che impongono agli operatori di effettuare comunicazioni veritiere alla CONSOB, perché non sono poste dalla seconda sezione, né sono ivi richiamate: si deve trattare di un obbligo previsto espressamente dalla seconda sezione.

Così, rientrano certamente nella previsione dell’art. 110 TUF gli obblighi di OPA totalitaria dettati dall’art. 106 c. 1, c. 3 e c. 3 bis cui sopra si è fatto cenno, come anche l’obbligo previsto nell’art. 108 (per l’acquisto delle partecipazioni rimanenti), come anche gli obblighi posti a carico dei soggetti che agiscono di concerto dall’art. 109.

La disposizione che fa riferimento alla collusione è dettata nella seconda sezione, ma non in termini di obblighi. Recita l’art. 6 comma 3:

*“3. La Consob disciplina con regolamento le ipotesi in cui:*

- a) la partecipazione indicata nei commi 1, 1-bis e 1-ter è acquisita mediante l’acquisto di partecipazioni o la maggioranza dei diritti di voto, in società il cui patrimonio è prevalentemente costituito da titoli emessi da altra società di cui all’articolo 105, comma 1;*
- b) l’obbligo di offerta consegue ad acquisti superiori al 5% o alla maggioranza dei diritti di voto in misura superiore al cinque per cento dei medesimi, da parte di coloro che già detengono la partecipazione indicata nei commi 1 e 1-ter senza detenere la maggioranza dei diritti di voto nell’assemblea ordinaria;*
- c) l’offerta, previo provvedimento motivato della Consob, è promossa ad un prezzo inferiore a quello più elevato pagato, fissando i criteri per determinare tale prezzo e purché ricorra una delle seguenti circostanze:*



*1) i prezzi di mercato siano stati influenzati da eventi eccezionali o vi sia il fondato sospetto che siano stati oggetto di manipolazione;*

*2) il prezzo più elevato pagato dall'offerente o dalle persone che agiscono di concerto con il medesimo nel periodo di cui al comma 2 sia il prezzo di operazioni di compravendita sui titoli oggetto dell'offerta effettuate a condizioni di mercato e nell'ambito della gestione ordinaria della propria attività caratteristica ovvero sia il prezzo di operazioni di compravendita che avrebbero beneficiato di una delle esenzioni di cui al comma 5 [611];*

*d) l'offerta, previo provvedimento motivato della Consob, è promossa ad un prezzo superiore a quello più elevato pagato purché ciò sia necessario per la tutela degli investitori e ricorra almeno una delle seguenti circostanze:*

*1) l'offerente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo abbiano pattuito l'acquisto di titoli ad un prezzo più elevato di quello pagato per l'acquisto di titoli della medesima categoria;*

*2) vi sia stata collusione tra l'offerente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo e uno o più venditori;*

*3) ... omissis (Numero abrogato dall'art. 2 del d.lgs. n. 146 del 25.9.2009);*

*4) vi sia il fondato sospetto che i prezzi di mercato siano stati oggetto di manipolazione."*

Il primo elemento che emerge dalla mera lettura della norma è che essa non è strutturata come norma impositiva di obblighi (tanto meno espressi obblighi) a carico dello "scalatore". Nella stessa si indicano le materie in cui CONSOB è delegata ad emettere regolamenti e in particolare include tra queste, alla lettera C e alla lettera D, i casi in cui CONSOB può rideterminare il prezzo dell'O.P.A.. Mentre la lettera C conferisce a CONSOB il potere di ridurre il prezzo dell'o.p.a., la lettera D conferisce alla CONSOB quello di rideterminarlo in aumento, previo provvedimento motivato, da emettersi *"purché ciò sia necessario per la tutela degli investitori"*.

Il parallelismo tra la determinazione del prezzo al ribasso e al rialzo è evidente: per il caso di ribasso, oltre a particolari casi nei quali, sostanzialmente, si sarebbero potute far valere situazioni di esenzione, il presupposto principale per la richiesta di riduzione del prezzo è che *"i prezzi di mercato siano stati influenzati da eventi eccezionali oppure vi sia il fondato sospetto che siano stati oggetto di manipolazione"*. In questo caso la rideterminazione al ribasso si attua con un provvedimento motivato che conclude un procedimento ad istanza di parte, a cura dell'offerente (o delle persone che agiscono di concerto con lo stesso).

A ciascuno dei casi di riduzione del prezzo previsto dall'articolo 106, comma 3, lettera c), numero 1), prima parte, del T.U.F., corrispondono norme di dettaglio del Regolamento Emittenti (art. 47 *ter*, *quater* e *quinquies*) nelle quali è precisato espressamente che *"il prezzo dell'offerta è rettificato in diminuzione dalla CONSOB"*, si dettagliano i presupposti di questo potere e i parametri che CONSOB deve applicare.



Quanto alle ipotesi di rialzo del prezzo dell'offerta pubblica obbligatoria, il regolamento disciplina all'art 47 *sexies* il procedimento per l'aumento del prezzo, prevedendo che esso possa essere avviato d'ufficio dalla CONSOB o su istanza di chi vi abbia interesse, entro i dieci giorni successivi alla comunicazione di cui all'art 102 comma 1 T.U.F. e quindi entro dieci giorni dalla comunicazione del soggetto che ha dichiarato il proprio obbligo di O.P.A. All'esito del procedimento, di cui viene data comunicazione di avvio all'offerente, la CONSOB delibera con provvedimento motivato *"entro la chiusura dell'offerta"*: correlativamente è previsto che nel caso istruttoria renda necessario richiedere informazioni integrative, il termine possa essere sospeso e comunque la CONSOB possa, nel corso del periodo di adesione, sospendere l'offerta qualora sia necessario effettuare accertamenti.

Tre sono le ipotesi di aumento: la prima ricorre se l'offerente abbia pattuito l'acquisto di titoli ad un prezzo più elevato di quello pagato per l'acquisto di titoli della medesima categoria: in questo caso il prezzo dell'offerta è quello pattuito per i titoli (art. 47 *septies*); il terzo caso (di cui all'art. 47 *novies*) si ha quando sorge il fondato sospetto di una manipolazione che abbia comportato la temporanea riduzione del prezzo di mercato: in questo caso CONSOB determinerà il prezzo più elevato pagato dall'offerente sulla base del prezzo medio ponderato di mercato corrispondente ai quindici giorni *pre e post* condotta manipolativa.

La seconda ipotesi di rialzo di cui all'art. 106 comma 3 lett d, disciplinata dall'art 47 *octies*, è quella che riguarda il nostro caso, e si ha qualora dalla collusione accertata tra l'offerente (o le persone che agiscono di concerto con il medesimo) ed uno o più venditori emerga il riconoscimento di un corrispettivo più elevato di quello dichiarato dall'offerente.

In tal caso *"il prezzo dell'offerta è pari a quello accertato"*. Ciò comporta che il potere esercitato da CONSOB (sia per il caso di rialzo sia per quello di ribasso) sia un potere conformativo, poiché il prezzo della offerta in virtù dell'esercizio di tali poteri è rideterminato. Il T.U.F. e il regolamento, come visto, continuano a ripetere che in questi casi *"il prezzo è"* quello risultante dal provvedimento CONSOB. In tutti questi casi, quindi, il potere conformativo dà nuovo contenuto all'obbligo di O.P.A. e conseguentemente al diritto soggettivo dei soci di minoranza. L'offerente avrà l'obbligo di promuovere un'O.P.A. non più al prezzo corrisposto al venditore, ma al maggiore o minore prezzo rideterminato da CONSOB.

Si tratta di un potere assai penetrante, da esercitarsi in tempi piuttosto ristretti. Proprio per tutelare, da un lato, l'interesse pubblicistico alla correttezza dell'O.P.A. e dall'altro la libertà negoziale dell'offerente da ingiustificate intromissioni nella propria sfera negoziale, viene previsto che la CONSOB possa operare la rideterminazione solo in conformità con i criteri di cui al regolamento CONSOB ed in presenza delle circostanze previste. Questi limiti ricorrono sia per la rideterminazione al ribasso, sia per quella al rialzo. Per converso, la tutela dell'interesse pubblicistico sotteso alla rideterminazione del



prezzo viene attuata mediante l'indicazione di presupposti di applicazione piuttosto ampi, che talvolta hanno contenuto di veri e propri giudizi come ad esempio il "fondato sospetto di manipolazione".

Essendo il potere conformativo "al rialzo" certamente più delicato, poiché ne deriva un aumento del prezzo dell'O.P.A. obbligatoria, aggiunge il legislatore che l'intervento della CONSOB è possibile "purché ciò sia necessario per la tutela degli investitori". Quindi in tutte le ipotesi di rideterminazione del prezzo al rialzo viene anche richiesto che la CONSOB, una volta accertato attraverso la propria discrezionalità tecnica la sussistenza di una delle ipotesi di legge che fondano il potere conformativo al rialzo, effettui una valutazione comparativa discrezionale tra l'interesse pubblico ad un riequilibrio e la necessità di tutelare gli investitori.

Quindi, per il caso di rialzo, il potere conformativo della CONSOB gode di discrezionalità non solo tecnica, ma anche amministrativa. La giurisprudenza amministrativa che si è occupata dell'(unico) precedente caso di rideterminazione del prezzo ad opera di accertamento di un accordo collusivo nel caso delle azioni CAMFIN (TAR Lazio 2014 sez II), con la decisione del 19.3.2014, n. 3009 ha adottato la medesima qualificazione discrezionale del potere della CONSOB, come si può leggere al punto 3.1 della motivazione (pag 17): "l'art. 106 comma 3 lett d T.U.F. rimette infatti al prudente apprezzamento della CONSOB di valutare se, ricorrendo una delle ipotesi elencate, l'aumento del prezzo dell'O.P.A. sia effettivamente necessario "alla tutela degli investitori". In sostanza, la rettifica del prezzo non è una conseguenza vincolata dell'accertamento dell'esistenza di un accordo "collusivo, bensì scaturisce da una valutazione discrezionale della Commissione".

Dalla disanima testuale si evince quindi che la collusione sia prevista dall'art. 106 T.U.F. come uno dei presupposti per la rideterminazione del prezzo. Essa non è l'oggetto di un divieto né parametro per quantificare gli obblighi dell'offerente: quindi non rientra nelle violazioni dell'obbligo o.p.a. di cui alla seconda sezione. Difatti, il prezzo a cui deve essere lanciata l'o.p.a. è il prezzo corrisposto al venditore: esso può essere modificato da CONSOB (ad esempio nel caso di collusione) a seguito dell'esercizio dei suoi poteri di rideterminazione del prezzo ed in questi casi il prezzo sarà quello modificato (in ipotesi al rialzo). L'esercizio di questo potere conformativo determina delle rilevanti modifiche ai correlativi diritti soggettivi dell'offerente-scalatore e dei soci di minoranza in relazione al prezzo dell'O.P.A. Sia l'offerente, sia i soci di minoranza, sia eventuali interessati (si pensi al venditore, qui Finmeccanica) potranno impugnare il provvedimento di rideterminazione del prezzo al rialzo, sostenendo, come qui hanno fatto Finmeccanica e Hitachi l'insussistenza dei presupposti applicativi (ossia la collusione) oppure, come hanno fatto i Fondi e altri azionisti di minoranza, il cattivo uso dei poteri discrezionali e tecnici di CONSOB, nel senso che sarebbe stato corretto un maggiore aumento. Potranno anche





ottenere il conseguente risarcimento dei danni (come ha chiesto ELLIOTT dinanzi a G. A. nei confronti sia di Consob sia di HITACHI e FINMECCANICA).

Di questa interpretazione del potere CONSOB come un potere costitutivo (oltre che discrezionale) si ritrova anche conferma nel fatto che neppure il GA in sede di giurisdizione esclusiva possa rideterminare il prezzo dell'OPA a seguito dell'accoglimento di un'impugnativa del provvedimento CONSOB. Anche Elliott, nel ricorso proposto dinanzi al Tar Lazio (doc. 8 HITACHI) contro la delibera CONSOB, non ha chiesto la rideterminazione del prezzo da parte del TAR, l'annullamento della delibera CONSOB, con fissazione dei principi ai quali la Commissione dovrebbe adeguarsi per una nuova rideterminazione.

Si possono ancora aggiungere due osservazioni, che costituiscono acquisizioni della giurisprudenza amministrativa, la prima circa la valenza oggettiva del concetto di collusione, la seconda circa la funzione non sanzionatoria del provvedimento di rideterminazione del prezzo:

- 1) la collusione è un concetto oggettivo, nel senso che non presuppone l'accertamento della volontà delle parti di eludere la disciplina OPA e nemmeno consiste in una simulazione. Ciò rileva in quanto ELLIOTT ha varie volte argomentato nel senso che l'obbligo di o.p.a. faccia riferimento al prezzo "effettivamente pagato al venditore" e che l'intesa collusiva avrebbe avuto per oggetto il travaso di valore di parte del prezzo di ANSALDO STS su quello di Ansaldo Breda. La collusione come definita dal TAR Lazio e nell'accezione seguita da CONSOB non permette tale equiparazione (tra il prezzo "realmente" pagato ed il prezzo "senza travaso") perché a questo fine sarebbe necessario che venisse dimostrata una vera e propria simulazione, ossia l'esistenza di accordi negoziali vincolanti tra le parti (dotate di poteri di firma), diretti a concludere un negozio apparente a prezzo inferiore che nasconde un accordo dissimulato a prezzo superiore. Ma neppure è allegata da ELLIOTT una vera e propria simulazione, né vi è prova di questo tipo di meccanismo negoziale. Tutto questo è peraltro consequenziale alla definizione che di collusione ha dato il TAR LAZIO nel 2014 ed alla quale CONSOB si è adeguato. Come già riportato, secondo TAR Lazio, *"la scelta del legislatore di usare la nozione di collusione va nel senso di dare rilievo a una vasta gamma di fenomeni caratterizzati principalmente dall'obiettivo che si mira a realizzare e comprende, pertanto, ogni tipo di accordo che riesca a riconoscere al venditore un corrispettivo per le azioni dal medesimo cedute più alto di quello pagato dall'offerente. [...] [È] chiaramente indicato agli operatori e al mercato che non è consentito attribuire al venditore alcuna utilità ulteriore o vantaggio economicamente apprezzabile che sia funzionalmente collegato alla vendita senza poi farlo rientrare nel prezzo d'offerta [...] L'elemento qualificante della fattispecie, sotto il profilo volitivo, è [...] la consapevolezza, e quindi la volontà di porre in essere un'operazione (o un insieme di operazioni collegate tra loro) che abbia, non*



necessariamente come oggetto, ma anche soltanto quale effetto, l'elusione delle norme che presidiano la fissazione del prezzo dell'O.p.a. obbligatoria. In sostanza, non è necessario che l'Autorità dimostri che il comportamento delle parti sia volontariamente diretto ad eludere la normativa in materia di O.p.a. ma solo che sia obiettivamente idoneo a conseguire tale effetto, in virtù del riconoscimento al venditore di un corrispettivo maggiore di quello formalmente dichiarato ai fini dell'O.p.a." (TAR Lazio, sentenze 3009/3011/3012 del 19 marzo 2014). Anche il CONSIGLIO DI STATO, nel rimettere la questione alla CORTE trattandosi di rinvio obbligatorio, ha peraltro osservato: "Occorre, tuttavia, rimarcare la specificità del settore ordinamentale in cui si inserisce la previsione di cui agli artt. 106, comma 3, lett. d), d.lgs. n. 158 del 1998 e 47-*octies* del Regolamento Emittenti, e la natura regolatoria e non sanzionatoria del potere di rettifica attribuito alla Consob, funzionalmente diretto alla tutela dei detentori di quote di minoranza ma, al contempo, da esercitare nel rispetto delle esigenze del mercato, evitando l'introduzione di ostacoli sproporzionati alla circolazione delle partecipazioni di controllo nelle società quotate (v. sopra sub § 12.1.). Gli evidenziati elementi (la specificità del settore e la natura del potere in esame) sembrano ostacoli ad una trasposizione, tale e quale, nel contesto normativo che qui viene in rilievo, del medesimo significato che la nozione di "collusione" assume negli altri settori ordinamentali. Infatti, nel diritto della concorrenza e di connessa regolazione dei mercati, il concetto di accordo (anche collusivo) vietato per ragioni di tutela del mercato non necessariamente assume il significato di accordo espresso avente ad oggetto immediato e diretto il contenuto vietato dalla legge, ma la sussistenza di un accordo vietato può essere desunta anche da condotte apparentemente autonome degli operatori, da cui su un piano oggettivo scaturisca l'effetto vietato dalla legge. È questo l'approccio interpretativo seguito dal Tribunale regionale di giustizia amministrativa, confermativo dell'impugnato provvedimento della Consob (e del relativo atto di accertamento), secondo cui, ai fini dell'accertamento della collusione, non sarebbe necessario che l'Autorità dimostri che il comportamento delle parti sia diretto ad eludere la normativa in materia di OPA, ma solo che questo sia obiettivamente idoneo a conseguire tale effetto, in virtù del riconoscimento al venditore di un corrispettivo maggiore di quello formalmente dichiarato ai fini dell'OPA, e ciò persino nel caso (quale quello in esame), in cui l'effetto sia il frutto del comportamento di soggetti terzi ignari di tale effetto (nella specie, di Fonsair Allianz autori della vendita delle azioni Pirelli a MCI)".

La collusione quindi, come peraltro allegata da ELLIOTT e come intesa da CONSOB, è un concetto oggettivo e non è una simulazione del prezzo: essa è circostanza al ricorrere della quale si giustifica l'esercizio del potere di rideterminazione del prezzo in aumento, e questa circostanza non richiede che CONSOB accerti una frode o una simulazione, e neppure un accordo vincolante per le parti che abbia **ad oggetto** il riconoscimento di un prezzo maggiore.

Sostanzialmente, la collusione consiste in tutti quegli oggettivi comportamenti di "ventrarsi incontro" di compratore e venditore accertati da CONSOB, quei fatti di convenire "in unum" non giustificati economicamente né commercialmente, ma oggettivamente tali da attribuire al venditore un vantaggio aggiuntivo, che il termine "collusione" vuole indicare.

Si deve anche aggiungere che la collusione non può essere intesa come operazione volta ad eludere l'obbligo di offerta pubblica di acquisto, perché questo era il contenuto dell'ipotesi il n. 3 della lett. d del comma 3 dell'art. 106 T.U.F. che prevedeva proprio un potere di rettifica del prezzo per il caso in cui "l'offerente o le persone che agiscono di concerto con lui abbiano posto in essere



*operazioni volte ad eludere l'obbligo di o.p.a.* Tale ipotesi è stata abrogata dal d. lvo n. 146/2009, perché non prevista dalla direttiva UE, e quindi il suo contenuto non può rientrare nel nostro ordinamento attraverso l'interpretazione di altra disposizione. La collusione quindi non può neppure essere intesa come accordo volto ad eludere la disciplina sul prezzo dell'Op.

Poiché la collusione è in questo senso concetto oggettivo, che non richiede l'accertamento di un accordo che abbia ad oggetto la simulazione di un diverso prezzo e neppure che sia volontariamente diretta ad eludere la normativa o.p.a., è evidente che non possa equipararsi il prezzo che si sarebbe raggiunto senza collusione al prezzo "vero o effettivo o equo" che dir si voglia, se non è intervenuta una conformazione da parte della CONSOB.

- 2) Nella pronuncia del TAR Lazio sopra richiamata, confermata su questo punto dalla ordinanza del Consiglio di Stato (ordinanza sez. VI, del 06/04/2016 n.1380), viene negato che il potere di rideterminazione del prezzo al rialzo sia un potere sanzionatorio. In proposito il TAR esamina le censure dei ricorrenti che si fondavano sull'assunto per cui il procedimento di rettifica dell'o.p.a. avrebbe avuto natura affittiva e perseguito lo scopo di sanzionare l'illecito plurisoggettivo rappresentato da un accordo collusivo finalizzato a deprimere il prezzo dell'o.p.a.. Si trattava di censure tese ad affermare che dovessero essere date alle parti le garanzie procedurali previste dai procedimenti sanzionatori (come la contestazione di un eventuale illecito). Analoghe censure ha riproposto anche HITACHI nel ricorso al TAR Lazio, lamentandosi di non avere avuto sufficiente "contestazione degli addebiti" e di non essersi potuta neppure difendere sull'ipotesi collusiva poi valorizzata da CONSOB.

Ebbene, queste censure, come la costruzione dell'opa collusiva proposta da ELLIOTT, presupponevano e presuppongono che la collusione fosse un illecito ed il potere della Commissione fosse di tipo sanzionatorio. Tale costruzione della collusione come illecito è stata rigettata nel caso CAMFIN, da TAR LAZIO 2014 *"Il Collegio reputa invece che (...) l'intervento della autorità sia un provvedimento di natura rimediabile con cui la Commissione con cui la Commissione interviene in via autoritativa a modificare la volontà negoziale espressa nel documento di offerta dai soggetti promotori dell'O.P.A., nella misura necessaria a tutelare gli azionisti di minoranza, nei casi in cui, a tanto, non sia sufficiente la regola del "prezzo più alto pagato", così come declinata nelle ipotesi tipizzate dalla direttiva 2004/25/CE e dal T.U.F.*

*Né ovviamente il carattere affittivo può essere fatto coincidere con la semplice imposizione coattiva del prezzo, essendo l'esecutorietà e autoritatività caratteristiche naturali di tutti i provvedimenti amministrativi e non soltanto di quelli sanzionatori. Se, infatti, lo scopo della norma fosse quello di "punire" gli autori di un illecito, non si capirebbe perché alcuna misura punitiva, o, comunque, previsione "affittiva" sia stabilita nei confronti dell'altro necessario partecipe dell'accordo collusivo, ovvero del venditore.*



*(...) Nel caso in esame, invece, l'accertamento dell'esistenza di un accordo collusivo (sulla cui esatta definizione, ci si soffermerà più oltre) è il presupposto di fatto per l'esercizio del potere di rettifica del prezzo, la cui finalità è esclusivamente quella di ristabilire una situazione di equità a tutela degli azionisti di minoranza, facendo ad essi conseguire lo stesso vantaggio spuntato dal possessore di una partecipazione rilevante o di controllo.*

Le considerazioni di cui sopra sono state condivise anche dal Consiglio di Stato che ha espressamente affermato (ordinanza sez. VI, del 06/04/2016 n.1380, nell'appello del caso CAMFIN): *“Natura diversamente assunta al riguardo la ricostruzione della natura dell'impugnato provvedimento di rettifica in aumento del prezzo dell'OPA, quale operata dal Tribunale amministrativo regionale, nel senso che non si tratta di provvedimento sanzionatorio-afflittivo - da non confondere con l'idoneità del provvedimento ad incidere in via autoritativa nella sfera giuridica dell'Offerente, costituendo l'autoritatività una caratteristica propria di tutti i provvedimenti amministrativi, e non soltanto di quelli sanzionatori -, bensì di provvedimento con funzione regolatoria-ripristinatoria a tutela degli azionisti di minoranza della società quotata nelle ipotesi di mutamento dell'assetto di controllo e gestione dell'impresa sociale in conseguenza dell'acquisto, a titolo oneroso, di una partecipazione qualificata ai sensi dell'art. 106, comma 1, d.lgs. n. 58 del 1998, con tutte le conseguenze che ne ha tratto il Tribunale di primo grado sul piano dell'inapplicabilità dei principi regolatori del settore del diritto sanzionatorio non da ultimo con richiamo ai criteri che presidono al riparto di giurisdizione”.*

Non solo, ma lo stesso legislatore, nella Relazione illustrativa ([http://documenti.camera.it/apps/nuovosito/attigoverno/Schedalavori/getTesto.aspx?file=0100\\_F001.pdf&deg=XVI](http://documenti.camera.it/apps/nuovosito/attigoverno/Schedalavori/getTesto.aspx?file=0100_F001.pdf&deg=XVI)) al Decreto Legislativo n. 146/2009 già citato, volto all'abrogazione dell'ipotesi di rialzo del prezzo per elusione delle norme OPA, conferma che non di potere sanzionatorio ma di rimedio si tratta: proprio per questo motivo è stato abrogato il n. 3 della lett. d del comma 3 dell'art. 106 T.U.F. che prevedeva un potere di rideterminazione al rialzo *“quando i soggetti abbiano posto in essere operazioni volte ad eludere l'obbligo di opa”.* In questi casi nella relazione illustrativa predisposta dal Governo si legge che si trattava di ipotesi incongruente con la *“finalità di ristoro del detentore dei titoli oggetto dell'offerta e non ai fini sanzionatori”* e non *“coordinata con l'art. 110 T.U.F. che già disciplina le conseguenze della violazione dell'obbligo di offerta”.*

Anche queste due osservazioni (circa l'oggettività del concetto di collusione e il carattere rimediabile dell'istituto) inducono questo Giudice a ritenere che, a seguito dell'esercizio di questo potere conformativo, che si esercita oggettivamente e senza che sia avvenuto alcun illecito, non previsto dalla legge, il prezzo a cui l'offerente-scalatore deve obbligatoriamente acquistare l'intera partecipazione è conformato da CONSOB. Sussiste quindi, e perdura dopo la rideterminazione, l'obbligo di acquisto che è peraltro correlato al diritto soggettivo dei soci di minoranza ad essere destinatari di un'o.p.a. ad un prezzo più elevato: si tratta del diritto soggettivo ad essere destinatario di un'o.p.a. ad un prezzo più



elevato che costituisce la *causa petendi* delle pretese di ELLIOTT. All'accertamento di una collusione non consegue alcun obbligo di vendere ex art. 110 T.U.F., né la sterilizzazione del diritto di voto, ma consegue la conformazione autoritativa dell'obbligo di acquisto ai sensi dell'art. 106 T.U.F. tramite il provvedimento di rialzo. Come ha evidenziato HITACHI, mentre al mancato lancio dell'O.P.A. consegue oltre al divieto di voto l'obbligo di alienazione ex art. 110 T.U.F., all'accertamento di una collusione non consegue –secondo l'art. 106 T.U.F. – l'obbligo di vendere, perché ne consegue invece l'obbligo di acquistare, al maggior prezzo accertato da CONSOB. I poteri rimediali previsti dall'art. 106 si pongono in ottica diversa da quella sanzionatoria dell'art. 110 che prevede la sterilizzazione del diritto di voto e l'obbligo di alienazione. Il provvedimento di rideterminazione del prezzo, infatti, non comporta alcun obbligo di alienazione, ma un obbligo di acquisto al prezzo determinato da CONSOB.

Ugualmente, non appare revocabile in dubbio che se venga accertata una collusione da CONSOB nei suoi corretti termini e l'offerente si adegui alla rideterminazione del prezzo, non sussista alcuna "o.p.a. collusiva" che possa comportare sterilizzazione del voto.

Si tratta, in realtà, di due discipline diverse, previste per fattispecie diverse. Quella dell'art. 110 TUF è la disciplina sanzionatoria per il caso di violazione dell'obbligo di lanciare l'o.p.a. nei termini di legge, al prezzo corrisposto al venditore (che in alcuni casi può essere rideterminato da CONSOB): sono previste le sanzioni della sterilizzazione del diritto di voto e dell'obbligo di vendere la partecipazione nella misura necessaria a scendere sotto la soglia.

Invece, la disciplina dell'art. 106 reagisce con la funzione di riequilibrare il prezzo al ricorrere di un'intesa collusiva che abbia comportato, di fatto, il riconoscimento di un prezzo superiore a quello pattuito: l'obbligo *ex lege* di acquisto della intera partecipazione societaria viene conformato nel *quantum* dal provvedimento rimediabile della CONSOB.

Pertanto, il prezzo rideterminato a seguito di collusione entra nella fattispecie dell'obbligo della O.P.A. solo se CONSOB esercita tale potere: il provvedimento della Commissione ha natura costitutiva.

Sussiste infine un ultimo argomento letterale: se la rideterminazione del prezzo fosse un potere che CONSOB esercita in relazione ad illeciti commessi dall'offerente e se il terzo comma lettera D del 106 T.U.F. fosse da intendersi come una tecnica legislativa un po' criptica per porre ulteriori ed impliciti obblighi a carico dell'offerente, lo stesso ragionamento si dovrebbe seguire anche per ciascuna delle altre circostanze - anche indipendenti dal comportamento dell'offerente (la manipolazione dei prezzi...) che per legge possono comportare un rialzo del prezzo. Anche per tutti questi casi sussisterebbe un obbligo che non è previsto dalla norma e dovrebbe essere applicata uguale sanzione.



Se poi si dovesse sostenere che l'obbligo tutelato è quello della correttezza e completezza delle informazioni pubblicate dall'offerente che è previsto nell'art. 102, come si è visto sopra, non si tratterebbe di disposizioni di cui alla seconda sezione ma alla prima, e quindi non richiamate dall'art. 110 T.U.F. (che si riferisce alla prima).

In realtà appare piuttosto che le generiche nozioni di collusione, manipolazione dei prezzi, elementi di disturbo dei prezzi, siano circostanze indicate in modo piuttosto ampio dal legislatore per consentire alla CONSOB di esercitare con tempestività i propri poteri di regolamentazione e vigilanza sul mercato. Non è necessario, in altre parole, che CONSOB accerti una simulazione o una frode alla legge, con i correlativi aspetti psicologici e vincolanti per le parti, né che i comportamenti di manipolazione dei prezzi sul mercato siano posti in essere dall'offerente, come non è necessario che della collusione siano consapevoli tutti i soggetti che abbiano agito di concerto (Così la S.C. nel caso Sai Fondiaria): è sufficiente che all'esame della stessa emergano indici oggettivi della sussistenza dei casi di cui al comma 3 perché la stessa possa esercitare i propri penetranti poteri di rettifica del prezzo. In questa prospettiva CONSOB ed i giudici amministrativi (Tar 2014) hanno inteso il potere rimediabile, chiarendo che non si tratta di accertare un illecito e di applicare delle sanzioni, ma di un potere conformativo affidato ad una autorità indipendente dotata di competenza tecnica specifica, che lo esercita adottando valutazioni tecniche assai complesse e con un potere discrezionale di bilanciamento degli interessi coinvolti (dell'offerente, dei soci di minoranza e del mercato).

## 10 C. ARGOMENTI TELEOLOGICI

A favore della ricomprensione nell'ambito di applicazione della sanzione di sterilizzazione del voto anche della cd. O.P.A. preceduta da collusioni, si è usato un argomento teleologico. Sarebbe - secondo ELLIOTT - necessario sanzionare questo caso con la stessa severità e con una sanzione civilistica direttamente applicabile dal giudice (anche in assenza dell'intervento CONSOB o in presenza di un intervento CONSOB quantitativamente insufficiente), *"in quanto si tratterebbe di situazione anche più pericolosa per il mercato rispetto a quella dell'omissione dell'O.P.A. tout court"*. Si tratta di argomento che era stato considerato decisivo anche dall'ordinanza cautelare 13.5.2016 di questo Tribunale, che sottolineava la pericolosità di eventuali *callide* manovre poste in essere dalle parti.

Se l'esigenza in astratto sussiste, occorre tuttavia verificare le modalità con cui la stessa venga concretamente perseguita dal legislatore nazionale: tali modalità non possono che essere desunte dalla direttiva europea.

E' certamente doverosa per il diritto comunitario la tutela degli azionisti di minoranza quando un soggetto acquisisce il controllo di una società (art. 3 comma 1 lett. a della direttiva): la direttiva



2004/25/CE, al considerando n. 9, espressamente prevede: *“È opportuno che gli Stati membri adottino le misure necessarie per tutelare i possessori di titoli, in particolare quelli con partecipazioni di minoranza, quando è stato acquisito il controllo delle loro società. Gli Stati membri dovrebbero assicurare tale tutela obbligando chiunque acquisisca il controllo di una società a promuovere un'offerta rivolta a tutti i possessori di titoli di tale società, proponendo loro di acquisire la totalità dei loro titoli ad un prezzo equo definito in comune”*. È anche previsto, nel considerando 27) della direttiva, che *“ Gli stati membri prevedano sanzioni per qualsiasi infrazione alle disposizioni nazionali di attuazione della presente direttiva”*.

La tutela del mercato contro le collusioni e contro ogni meccanismo che, in caso di o.p.a., possa portare a pericolosi effetti distortivi sul prezzo può, tuttavia, ottenersi in diversi modi. Quella della ri-determinazione *ex post* da parte del giudice del prezzo (lo si chiami equo, o effettivo) nel caso di o.p.a. “collusiva”, con conseguente sterilizzazione del diritto di voto, è solo una delle modalità possibili. Essa comporterebbe – nel caso della collusione – diversi svantaggi così schematizzabili:

- 1) in primo luogo, la nozione di “collusione”, come si è visto, è oggettivamente piuttosto incerta (se non volutamente sfumata dal legislatore), e questo ha indotto il C.D.S. con l'ordinanza di aprile 2016 a sollevare la questione pregiudiziale per verificarne la compatibilità con il diritto della Unione Europea. Orbene, indipendentemente da questa questione che qui non è rilevante, è comunque evidente che se si volesse collegare ad una nozione di questo tipo un potere di accertamento del Giudice in aggiunta rispetto al potere conformativo dell'autorità di vigilanza e con durata perdurante anche dopo la chiusura dell'o.p.a., si verrebbe – comunque – ad una notevole incertezza per l'offerente, che si troverebbe soggetto ad una postuma sterilizzazione del diritto di voto sulla base di un presupposto piuttosto incerto: *ex post* si potrebbe, a causa di una diversa valutazione degli *assets* ceduti, presumere una collusione, che abbia avuto se non l'oggetto, almeno l'effetto di riconoscere al cedente un prezzo superiore a quello pattuito e vanificare tutta l'operazione (atteso che la sterilizzazione del voto impedirebbe allo scalatore di raggiungere il suo obiettivo). Invece, il Terzo considerando della direttiva 2004/25/CE del 21.4.2004 concernente le offerte pubbliche di acquisto prevede: *“È necessario creare un contesto chiaro e trasparente a livello comunitario per quanto riguarda i problemi giuridici da risolvere nel caso di offerte pubbliche di acquisto e prevenire distorsioni nei processi di ristrutturazione societaria a livello comunitario causate da diversità arbitrarie nelle culture di regolamentazione e di gestione”*.

Nell'interpretazione sopra proposta, invece, nonostante il presupposto sia piuttosto elastico, l'intervento rimediabile dell'autorità di vigilanza avviene in tempi certi e comunque prima della chiusura dell'O.P.A. (come previsto espressamente dal regolamento CONSOB) e l'operatore economico viene a conoscere senza incertezze la regola del proprio agire prima della conclusione dell'O.P.A. Anche la stessa ampiezza e la notevole quota di incertezza che si



debbono certamente riconoscere sul piano semantico al termine collusione non destano difficoltà eccessive se si tratta di presupposto di un potere rimediabile preventivo, mentre solleverebbero dubbi di compatibilità coi principi generali, se la collusione fosse un illecito cui applicare le gravi sanzioni dell'art. 110 TUF.

Nella prospettiva interpretativa ritenuta preferibile, invece, *“le disposizioni relative alla determinazione del prezzo dell’OPA obbligatoria mirano a contemperare opposte esigenze, quali, d’un lato, l’interesse degli azionisti di minoranza, che non nutrono fiducia nel nuovo gruppo di controllo, di uscire dalla società a condizioni soddisfacenti, e, d’altro lato, l’interesse a non aumentare eccessivamente il costo e i tempi dell’acquisizione del controllo di società quotate, affinché sia possibile il sollecito ricambio del controllo quando una società non sia gestita in modo efficiente: in sostanza (...) una regola sul prezzo che, pur essendo premiante per gli investitori che aderiscano all’OPA, non disincentiva troppo gli operatori interessati all’acquisizione del controllo”* (Consiglio di Stato, ordinanza 06/04/2016, n. 1380).

- 2) Inoltre, ne deriverebbe un’incertezza notevole delle regole del mercato italiano, notevolmente punitive per gli investimenti effettuati in Italia e meno vantaggiose rispetto agli altri paesi europei, che tale ingerenza e valutazione postuma non conoscono. Si riscontrano invece, sistemi di diritto amministrativo simili al nostro, come in Francia ove l’applicazione delle regole in materia è sottoposta alla *Autorité des marchés financiers*, i cui provvedimenti sono soggetti alla giurisdizione esclusiva della Corte d’appello di Parigi; mentre, nei sistemi di *common law* ed in particolare nel Regno Unito, la supervisione sulle o.p.a. è attribuita al *City Panel*, espressione di autodisciplina e ad un organo di appello incluso nello stesso *Panel*, ossia il *Takeover Appeal Board*. Non si riscontra, invece, in alcun paese europeo, un potere postumo così penetrante.
- 3) In terzo luogo, sembrerebbe frustrato così quel processo di oggettivazione del prezzo dell’O.P.A. che ha condotto il legislatore italiano a passare per la determinazione del prezzo dell’offerta obbligatoria da quello (già) fissato nella media matematica tra il prezzo medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi e quello più elevato pattuito nello stesso periodo dall’offerente per acquisti di azioni ordinarie, ad una decisa scelta per il valore negoziato. Attraverso il concetto di “collusione” in senso oggettivo rientrerebbero dalla finestra quelle valutazioni economiche postume che il legislatore, col riferimento al prezzo “negoziato,” ha voluto far uscire dalla porta. Applicando, infatti, questo concetto di collusione oggettiva, ELLIOTT argomenta l’esistenza della collusione dal valore effettivo del ramo BREDA (negativo per centinaia di milioni) rispetto al prezzo negoziato di un euro. Invece la direttiva O.P.A. ha imposto che l’O.P.A. sia lanciata ad un prezzo equo, inteso come *“il prezzo massimo pagato per gli stessi titoli dall’offerente, o da persone che agiscono di concerto con lui, in un periodo, che spetta agli*





*Stati membri determinare, di non meno di sei e non più di dodici mesi antecedenti all'offerta". Il riferimento quindi è al prezzo negoziato e non al valore effettivo degli assets trasferiti.*

- 4) Appare piuttosto strano che, in un contesto giuridico nel quale l'autonomia negoziale è legge tra le parti e quindi, ex art 1372 cc, anche per il giudice (che ha poteri costitutivi/modificativi rispetto al contratto nei soli casi previsti dalla legge), e nel quale –specialmente in materia societaria- l'affermazione della *Business Judgement Rule* pone al diritto (e al giudice) un confine da rispettare rispetto alle esigenze gestionali degli organi amministrativi, in questo campo, invece, i poteri di intervento del giudice sarebbero assai incisivi rispetto all'autonomia negoziale delle parti e si potrebbero parificare ad uno potere conformativo espressamente previsto in capo ad una autorità amministrativa (e non al giudice). Anzi, i poteri del giudice sarebbero superiori perché mentre CONSOB rideterminando il prezzo modifica il contenuto dell'OPA, il giudice vanificherebbe ex post un'opa già effettuata, magari al prezzo rideterminato da CONSOB, stabilendo che in realtà il prezzo "giusto" sarebbe stato un altro da quello applicato dallo scalatore che dovrebbe essere sanzionato con la perdita del diritto di voto e l'obbligo di alienazione. Si tratterebbe di un potere eccezionale rispetto alla regola dell'autonomia negoziale, atteso che il giudice potrebbe riconoscere la ricorrenza di una collusione, sulla base di mere valutazioni economiche postume diverse da quelle oggetto di negoziato tra le parti, in assenza di un provvedimento CONSOB ri-determinativo del prezzo, con le gravi conseguenze di cui all'art. 110 TUF.

Ancora sul piano teleologico, si porrebbero altri gravi inconvenienti.

In primo luogo, appare condivisibile la considerazione di HITACHI che in più di un caso verrebbe compromesso il principio di proporzionalità affermato dall'art. 5 del Trattato sull'Unione Europea e, nella Direttiva O.P.A., dall'art. 17 che prescrive che *"le sanzioni siano efficaci, proporzionate e dissuasive"*: una sanzione che dipenda da una valutazione economica postuma, magari anche a seguito di uno scostamento minimo o con effetti minimi, non sarebbe proporzionata. Si pensi ad esempio al caso concreto: la cd. O.P.A. "collusiva" ha condotto in sostanza all'acquisto di un 6% delle azioni ANSALDO STS. A queste considerazioni si può aggiungere che, in ogni caso, una sanzione che dipenda da una valutazione economica successiva neppure sarebbe efficace e dissuasiva, perché la sua imprevedibilità non ne consente neppure una funzione preventiva.

Sarebbe, inoltre, evidente l'effetto negativo sull'esigenza – assai sentita nel mercato- di stabilità delle deliberazioni assembleari. A questo si può aggiungere che poiché la sanzione del diritto di voto, di per sé, non ha termine (salvo il caso di *o.p.a. riparativa*), la società bersaglio di cui abbia acquisito il controllo uno scalatore "collusivo" (ci si perdoni il termine, usato solo ai fini di sintesi), continuandovi ad



esercitare il diritto di voto e senza adempiere all'obbligo di alienazione di cui all'art. 110 T.U.F., sarebbe soggetta *sine die* alla impugnazione delle proprie delibere, da parte di diversi soggetti e in diversi tempi. Questo comporterebbe un evidente ostacolo alla società emittente, in violazione del principio dettato dall'art. 3 comma 1 lettera F della direttiva, che impone agli Stati membri il principio per cui *"la società emittente non deve essere ostacolata nelle sue attività oltre un ragionevole lasso di tempo, per effetto di un'offerta sui suoi titoli"*.

Affidare il controllo di tutti gli eventi che possono incidere sul prezzo al potere rimediabile della Autorità di vigilanza, invece, ha il vantaggio che, dopo un limitato periodo di incertezza e prima della conclusione dell'O.P.A., si fissa il prezzo in misura chiara.

In secondo luogo, nella contraria tesi della valutazione giudiziaria della collusione, trattandosi di complesse valutazioni di carattere economico, ben sarebbe possibile pervenire nelle varie cause instaurate dai diversi soci di minoranza a soluzioni finali difformi (in alcuni casi negando la sussistenza di una collusione o riconoscendola nella misura già accertata da CONSOB e quindi non applicando le sanzioni dell'art. 110 TUF, in altri ancora valutandola in misura maggiore e quindi applicando la sterilizzazione del diritto di voto). Su queste cause ben potrebbero innestarsi azioni risarcitorie dei soci (per ottenere quanto avrebbero avuto diritto in caso di o.p.a. non collusiva), giungendosi ad esiti rispettivamente diversi e quindi a violare proprio quel principio del trattamento equivalente (art. 3 c. 1 lett. a *"tutti i possessori di titoli di una società emittente della stessa categoria devono beneficiare di un trattamento equivalente"*), che sta alla base dello stesso obbligo dell'O.P.A. totalitaria. Per non parlare del conflitto di giudicati tra cause di annullamento di diverse delibere (magari instaurate ad opera di altri soci di minoranza) che accertassero l'esistenza di una collusione (e quindi inibissero il voto allo scalatore riconosciuto come collusivo) e altre cause che la negassero (e quindi ordinassero alla società di lasciare votare lo stesso soggetto). Il giudicato del giudice civile, per sua natura, non ha valore che tra le parti, mentre il provvedimento amministrativo (inoppugnabile, al più alla fine di un'unica impugnazione) ha valore autoritativo verso tutti i soggetti interessati, poiché tutti i soci di minoranza e l'offerente ne subiscono direttamente gli effetti.

Quindi, da un punto di vista teleologico, appare più utile al raggiungimento degli obiettivi sopra indicati una differente modalità, coerente con la normativa UE, ossia che gli Stati membri, in adempimento dell'art. 4 della direttiva, incarichino delle Autorità di vigilanza, che siano scelte tra "P.A., associazioni, organismi privati o.p.a. espressamente preposte e informino la Commissione di tali designazioni e precisino ogni eventuale ripartizione delle funzioni. Tali autorità *"dispongono di tutti i poteri necessari per l'esercizio delle loro funzioni, tra cui l'obbligo di assicurarsi che le parti dell'offerta rispettino le norme adottate in applicazione della presente direttiva"*.



Questa modalità coincide con quella imposta dalla direttiva, che, anche in questo campo, impone le finalità che gli Stati debbono perseguire e, in parte, le modalità per raggiungerle.

In particolare, riguardo al prezzo della O.P.A., l'art 5 prevede che, una volta che un soggetto venga a superare la percentuale di diritti di voto sufficiente a conferire il controllo (determinata dagli Stati membri), lo stesso sia tenuto a promuovere un'offerta per tutelare gli azionisti di minoranza.

E' altresì stabilito che *“È considerato prezzo equo il prezzo massimo pagato per gli stessi titoli dall'offerente, o da persone che agiscono di concerto con lui, in un periodo, che spetta agli Stati membri determinare, di non meno di sei e non più di dodici mesi antecedenti all'offerta”*. In merito a tale prezzo equo, la direttiva autorizza gli Stati a conferire all'autorità di vigilanza come sopra designata il potere di modificarne l'importo. La terminologia usata è la seguente (secondo comma del paragrafo 4 dell'art 5): *“Nel rispetto dei principi generali contenuti nell'articolo 3, paragrafo 1, gli Stati membri possono autorizzare le autorità di vigilanza a modificare il prezzo di cui al comma precedente in circostanze e secondo criteri chiaramente determinati. A tale scopo, possono redigere un elenco di circostanze nelle quali il prezzo massimo può essere modificato, verso l'alto o verso il basso, come ad esempio se il prezzo massimo è stato concordato tra l'acquirente ed un venditore, se i prezzi di mercato dei titoli in oggetto sono stati manipolati, se i prezzi di mercato in generale o in particolare sono stati influenzati da eventi eccezionali, o per permettere il salvataggio di un'impresa in difficoltà. Possono altresì definire i criteri da utilizzare in questi casi, come ad esempio il valore medio di mercato su un certo periodo, il valore di liquidazione della società o altri criteri oggettivi di valutazione generalmente utilizzati nell'analisi finanziaria. Qualsiasi decisione delle autorità di vigilanza che modifica il prezzo equo deve essere motivata e resa pubblica.”*

Pertanto, dal punto di vista teleologico, il diritto dell'Unione Europea ha scelto una modalità precisa per la modifica del prezzo indicato dallo scalatore nell'o.p.a., affidando il compito di ristabilire l'equità affidato ad un'autorità di vigilanza, in circostanze e secondo criteri determinati con una decisione motivata e resa pubblica. La soluzione europea appare quindi quella consentire agli Stati di affidare ad autorità garanti il compito di intervenire per la modifica del prezzo dell'o.p.a., ricorrendo circostanze che debbono essere determinate dagli Stati stessi. L'affidamento di questo compito ad autorità garanti (da noi alla CONSOB) consente di superare i profili negativi sopra evidenziati, rispetto al diretto controllo giudiziale, trattandosi di esercizio preventivo, con indicazioni chiare all'operatore economico. Inoltre, poiché i principi cui le autorità dovrebbero uniformarsi sono dettati in modo uniforme dal diritto europeo e poiché tali principi escludono il ricorso al valore di mercato per privilegiare il prezzo negoziale (art. 5 par. 4), è limitato il *range* di valutazione delle autorità garanti. Così si ottiene il risultato di riconoscere a tutti i soci omogeneo trattamento per l'*exit* dalla società bersaglio.



Si ottiene anche il risultato di consentire alla società bersaglio la possibilità effettiva di applicare la sterilizzazione del diritto di voto all'unico caso che è dalla stessa conoscibile, ossia la violazione dell'obbligo di lanciare l'o.p.a. al ricorrere del superamento della soglia, oppure al mancato adeguamento al prezzo rideterminato da CONSOB.

Questa soluzione non priva i soci di minoranza della tutela dei propri diritti: in alcuni stati, come quello inglese, esclusivamente sul piano risarcitorio, in altri ordinamenti a diritto amministrativo, essi trovano piena tutela prima attraverso la partecipazione al procedimento (da noi un vero e proprio procedimento amministrativo nel quale essi hanno anche potere di iniziativa) di rideterminazione del prezzo dell'o.p.a. e, in seguito, con la impugnazione in sede di giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo delle delibere dell'autorità garante.

Due notazioni ancora sul piano degli argomenti teleologici possono essere aggiunte. Come ha affermato ELLIOTT nell'ultima memoria, nello WINTER REPORT (e cioè nello studio preliminare affidato ad un *pool* di esperti dalla Comunità durante la preparazione della direttiva), si accennava al problema della collusione. Leggendo integralmente il punto citato dal ricorrente, tuttavia, anche in questo studio, pur accennandosi al problema delle intese collusive (mentre non ne parla la direttiva CE), si propugnava una soluzione affidata alle autorità regolamentatrici del mercato. Questo è evidente dalla mera lettura del *Winter Report* sul punto (p. 50, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf)), che si riporta con qualche sottolineatura in grassetto:

*The Group, nonetheless, considers that the highest price paid rule may not, in particular circumstances, achieve an equivalent treatment of holders of securities. Such circumstances include, but are not limited to, the following situations: - the highest price paid was set by collusion (i.e. an agreement with the vendor aimed at evading the highest price paid rule); - market prices in general have been affected by highly exceptional events; - market prices for the relevant securities have been manipulated; - a lower price may be a necessary condition to make it possible for companies in distress to be rescued from bankruptcy. The highest price paid may not, in particular circumstances, achieve an equivalent treatment of holders of securities. Based on these observations, the Group holds the view that the Directive should: - on the one hand, contain a rule whereby the highest price paid, as defined above, by the offeror is assumed to be an equitable price in a mandatory bid in normal circumstances; - on the other hand, explicitly state that Member States are permitted to define both the situations in which this presumption may be displaced and the criteria which may be applied by supervisory authorities in their decision to retain a price higher or lower than the highest price paid.*



Quindi anche la soluzione proposta dall'analisi degli esperti di diritto societario incaricati dalla Commissione Europea non era nel senso di un controllo diffuso.

Infine, se poi i casi di intervento della autorità incaricata vengono definiti (e possono esserlo non trattandosi di un potere sanzionatorio) attraverso l'uso di clausole elastiche, che non richiedano alla autorità di vigilanza un accertamento dell'elemento psicologico di elusione e che restino ancorate ad un concetto "oggettivo", l'accertamento e la rettifica della autorità di vigilanza può essere piuttosto incisiva e consentire il raggiungimento dello scopo di eliminare gli effetti distorsivi di eventuali intese.

## 10.D ARGOMENTI SISTEMATICI

Gli argomenti letterali e teleologici già consentono di raggiungere una soluzione meditata al quesito posto. Perciò ci si può limitare ad elencare brevemente alcune considerazioni che evidenziano la debolezza sul piano sistematico dell'interpretazione proposta dalla parte attrice, talvolta in rotta di collisione con altri istituti e principi generali dell'ordinamento (tra i quali quello di un ragionevole trattamento equivalente di situazioni simili):

- 1) Se aver promosso O.P.A. previa intese collusive fosse un illecito, sarebbe sanzionato almeno in via amministrativa: invece la collusione non è prevista come illecito amministrativo, mentre è punito *"chiunque viola l'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto"* (sanzionata dall'art. 192 c.1), come lo è (192 comma 1 T.U.F.) chi *"effettui un'offerta pubblica di acquisto o di scambio in violazione dell'art. 102 comma 1, 3 e 6"* (contenuto nella sezione prima e non nella seconda), come lo è l'esercizio del diritto di voto in violazione delle disposizioni dell'art. 110 (192 comma 2 lett.B) oppure l'obbligo di promuovere l'o.p.a. riparatrice disposta da CONSOB (192 comma 2 lett. b bis). Nessuno tra i comportamenti (anche ulteriori) richiamati dall'art. 192 T.U.F. può essere inteso nel senso proposto dalla memoria ELLIOTT 10.10.2016 (p. 14) ossia che *"la violazione sanzionata al primo comma - ossia la condotta di chi "viola l'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto o di scambio" - va intesa come violazione dell'obbligo di lanciare un'O.P.A. conforme ai requisiti di legge, primo fra tutti quello relativo al prezzo*. Tale interpretazione estensiva risulta – *in modo evidente*- contraria alla lettera della legge e alla tecnica assai analitica adottata dalla disposizione in esame.
- 2) Se aver lanciato un'O.P.A. preceduta da una collusione fosse una *"violazione degli obblighi di cui alla sezione II"*, ciò comporterebbe *ex lege* anche l'obbligo di alienazione in capo allo *scalatore*, previsto dall'art. 110 T.U.F.. Tuttavia, la violazione dell'obbligo di alienazione da parte degli amministratori è configurata dall'art. 173 T.U.F. come delitto: appare inconciliabile col principio costituzionale di legalità della norma penale, e quindi della sua tassatività e determinatezza,



ritenere che il presupposto dell'obbligo di alienazione possa essere costituito dal fatto che si sia verificata una collusione ai sensi dell'art. 47 octies reg. emittenti e ciò abbia inciso sul prezzo dell'O.P.A., perché entrambi i presupposti del reato sarebbero opinabili e non dettati in termini precisi. Si pensi che nel caso concreto gli stessi periti di ELLIOTT stimano l'effetto della collusione in un *range* che varia quasi di duecento milioni di euro, attraverso una ricostruzione *ex post*, in ultima analisi frutto di valutazioni.

- 3) Se l'o.p.a. preceduta da intesa collusiva comportasse le conseguenze di cui all'art. 110 T.U.F., e quindi in ultima analisi l'obbligo di vendere, non si comprenderebbe per quale motivo a CONSOB che accertasse un'intesa collusiva durante lo svolgimento dell'o.p.a. sia imposto di rimodulare il prezzo dell'obbligo di acquistare. Né si può, come ELLIOTT fa, affermare che la disciplina del 106 sia applicabile durante l'O.P.A., mentre per le intese scoperte successivamente (o non scoperte del tutto) varrebbe l'art. 110: le conseguenze di un uguale illecito sarebbero diverse a seconda che esso venga svelato prima della conclusione dell'o.p.a. (ed in questo caso porterebbe all'obbligo di acquisto al prezzo maggiorato da CONSOB e non comporterebbe la sterilizzazione del voto) oppure che siano scoperte dopo (ed in questo caso comporterebbe l'obbligo di vendere e la sterilizzazione del voto).
- 4) Analogamente, non si comprenderebbe perché, come invece sostiene ELLIOTT (si veda pagg. 4-6 della memoria del 10.10.16), la disciplina dell'art. 106 dovrebbe applicarsi solo se CONSOB interviene ad accertare la collusione e lo faccia *"correttamente; invece, qualora l'O.P.A. sia conclusa e CONSOB non sia intervenuta, oppure sia intervenuta ma erroneamente, la disciplina di legge applicabile non dovrebbe più l'art. 106 ma l'art. 110"*. Il discrimine tra l'obbligo di acquisto dell'art. 106 e l'obbligo di vendita dell'art. 110 sarebbe (sostanzialmente) l'erroneo esercizio dei poteri CONSOB. Oltre ad essere irragionevole, è evidente che l'ipotesi in cui si assuma che CONSOB abbia accertato la collusione *"travisandone i contenuti"* altro non è che un caso in cui, rilevando un eccesso di potere per travisamento dei fatti o comunque per il cattivo uso del potere autoritativo di CONSOB, rilevarebbe il sindacato esclusivo del GA.
- 5) Come evidenzia ANSALDO (vd. Parere prof. Vaccarella, p. 6-7): *"Quando è investita, in pendenza dell'OPA, della questione della sua legittimità e provvede modificando il prezzo, la CONSOB implicitamente decide di non avvalersi dei poteri interdittivi attribuiti dall'art. 102 c. 6 T.U.F... nell'esercizio della funzione di vigilanza (...), ma di quelli "correttivi". (...) Il giudice ordinario che annullasse la deliberazione societaria dichiarando che l'offerente non poteva esercitare il diritto di voto non si limiterebbe a disapplicare il provvedimento della Consob, ma si sostituirebbe alla Consob esercitando quei poteri interdittivi (...); lo annullerebbe con effetti ancora più "troncanti" di quelli che provocherebbe l'annullamento da parte del Giudice amministrativo."*



6) Una notazione processuale va aggiunta. E' condivisibile quanto afferma ELLIOTT (p. 11 e 12 della MEMORIA 10.10): le sanzioni civilistiche del 110 T.U.F. della sterilizzazione del diritto di voto e dell'obbligo di alienazione operano *ipso iure* e non è necessario – anche se in genere interviene - un provvedimento della CONSOB che accerti che si siano verificati i presupposti per l'applicazione delle sanzioni civilistiche ivi previste. Anche secondo questo Giudice il provvedimento di CONSOB che eventualmente accerti che si sono verificati i presupposti per applicare le sanzioni dell'art. 110 T.U.F. ha portata dichiarativa e non costitutiva: lo si desume chiaramente (a) dal richiamo dell'art. 14 c. 5 di cui al 110 comma 1, che riconduce l'operatività sul piano civilistico della impugnazione della delibera, (b) la stessa previsione dell'art. 110 c. 1 *ter* pare sottintendere un'operatività *ex lege* della sospensione del diritto di voto, non condizionata al provvedimento CONSOB che eventualmente accerti la violazione e se del caso disponga l'o.p.a. riparatrice.

Tutto ciò premesso, questa operatività *ex lege* della sanzione derivante dalla “violazione degli obblighi o.p.a. previsti dalla presente sezione” non deve confondersi, tuttavia, con la presunta accertabilità da parte del giudice ordinario della sussistenza di una collusione e l'operatività *ex lege* del meccanismo ri-determinativo del prezzo che la legge invece, come detto sopra, affida al provvedimento conformativo CONSOB. Quest'ultimo provvedimento, previsto dall'art. 106 e non dall'art. 110, ha invece portata **costitutiva** e quindi gli stessi effetti non possono essere raggiunti con una sentenza **dichiarativa** (di accertamento) da parte del g.o. I casi di sentenze costitutive sono tuttavia espressamente previsti dalla legge.

7) Come osserva correttamente ANSALDO, in tutte le altre fattispecie che il legislatore ha sanzionato con la grave sanzione del divieto di voto, il fatto presupposto è certo e dotato di carattere di evidenza. Così:

- a. ai fini dell'art. 2344, comma 4, cod. civ., rileva il mancato pagamento delle quote da parte del socio;
- b. ai fini dell'art. 2359 bis, comma 5, è sanzionata la detenzione da parte della società controllata di azioni della controllante;
- c. ai fini dell'art. 15, commi 5 T.U.F., il divieto consegue alla mancanza dei requisiti in capo ai partecipanti al capitale di intermediari finanziari;
- d. ai fini dell'art. 16 T.U.F. è punita (i) la violazione dell'obbligo di comunicazione del superamento della soglia, (ii) o la mancata autorizzazione di Banca d'Italia all'acquisto di partecipazioni rilevanti;
- e. ai fini dell'art. 61, comma 7, T.U.F. rileva la mancanza di requisiti dei partecipanti al capitale o della comunicazione alla CONSOB;



- f. ai fini dell'art. 20, comma 2, TUB viene sanzionata la mancata comunicazione della stipula di un accordo che abbia ad oggetto l'esercizio del voto.
- 8) Se si ha riguardo alla prospettiva del riparto di giurisdizione, seguendo la tesi del ricorrente, si verterebbe ad un'evidente doppia tutela: il socio di minoranza, come qui ha fatto, potrebbe sia impugnare la delibera CONSOB di rideterminazione del prezzo dinanzi al GA, sia adire il GO per l'annullamento della delibera. HITACHI ha chiaramente evidenziato il *loop* (Hitachi parlava di incompatibilità logica e meccanica) cui si perviene seguendo tale tesi. Infatti, se in ipotesi il Tribunale ordinario ritenesse la sussistenza di una collusione con maggiori effetti circa il prezzo dell'O.P.A., e di conseguenza la sterilizzazione del voto e il conseguente obbligo di vendita ed invece il TAR rigettasse il ricorso dei FONDI, si creerebbe un evidente corto circuito.
- 9) L'argomento della DISAPPLICAZIONE e della DISAPPLICAZIONE PARZIALE. Sostiene ELLIOTT che in ogni caso, se anche si dovesse riconoscere al provvedimento CONSOB effetti costitutivi, esso si potrebbe nel caso di specie disapplicare, in tutto o in parte. Occorre subito chiarire che non si può parlare di disapplicazione parziale: la rettifica del prezzo CONSOB è un unitario provvedimento che non è consentito prendere solo in parte. Elliot sostiene che si potrebbe "prendere" la parte in cui CONSOB accerta una intervenuta collusione, salvo poi valutare in modo diverso gli effetti quantitativi di tale collusione, che ELLIOTT moltiplica di almeno dieci volte. In realtà questa operazione non è consentita in questo caso, a tacer d'altro, per ragioni logiche: la collusione accertata da CONSOB è una collusione che sarebbe intervenuta nelle ultime settimane prima del lancio dell'o.p.a. ed avrebbe avuto ad oggetto l'aumento dell'*Enterprise Value* di Breda di 32 milioni di Euro; la collusione allegata da ELLIOTT sarebbe intervenuta mesi prima ed avrebbe avuto ad oggetto lo stesso Piano industriale adottato da BREDA, che rientrerebbe in qualche modo in un comportamento bilaterale e collusivo, quindi neppure "in parte" è accertata da CONSOB. Quindi non si può parlare di disapplicazione parziale. Ma neppure di DISAPPLICAZIONE *tout court* perché lo impedisce la stessa fattispecie che consentirebbe secondo ELLIOTT l'applicazione della sanzione civilistica del divieto di voto. Se infatti, come abbiamo detto, l'obbligo è quello di lanciare l'o.p.a. al valore negoziato con la controparte FINMECCANICA oppure a quello rideterminato in aumento da CONSOB, se non è stato esercitato il potere conformativo di CONSOB non sussiste neppure l'obbligo di lanciare l'o.p.a. ad un prezzo diverso da quello negoziato con il cedente. CONSOB infatti ha approvato l'O.P.A., non l'ha sospesa o vietata, ex art. 102, né ha rideterminato il prezzo. Non sussiste quindi alcuna violazione dell'obbligo di lanciare l'o.p.a. al prezzo negoziato (€ 9.50 euro) o a quello rideterminato (€ 9.89).





La disapplicazione del provvedimento CONSOB, inoltre, non porterebbe all'accertamento della violazione da parte del GO: disapplicare la rideterminazione del prezzo O.P.A. porta ad un effetto del tutto diverso perché "disapplicando" la conformativa al rialzo si tornerebbe all'o.p.a. autorizzata con provvedimento del dicembre 2015, ossia quella col prezzo di euro 9,50 ossia al prezzo indicato all'origine nel documento o.p.a.

Invece, con il termine disapplicazione, in realtà ELLIOTT fa riferimento ad un meccanismo diverso e più penetrante che si può scindere in tre fasi: il GO non dovrebbe solo disapplicare il provvedimento conformativo del prezzo al rialzo (poniamo al prezzo  $x$ ), ma dovrebbe dopo averlo (1) disapplicato, (2) sostituirlo con una propria determinazione conformativa del prezzo al rialzo (poniamo al prezzo "10 volte  $x$ ") ed infine (3) dedurre che a causa della erroneità del primo provvedimento (che ha autorizzato l'O.P.A. al prezzo rialzato a  $x$ ) l'offerente, adeguandosi al prezzo indicato da CONSOB, non si sia in realtà adeguato al prezzo "corretto" di "10 volte  $x$ ". Le analogie con le discutibili ipotesi di disapplicazione in *malam partem* di penalistica memoria sono piuttosto evidenti.

Considerando, infatti, che qui rileva un potere conformativo, sarebbe come sanzionare per l'illecito di non essersi conformato ad una prescrizione conformativa della PA disapplicando la prescrizione cui l'agente si è adeguato, perché ritenuta illegittima, e sostituendo la stessa *ex post* con una prescrizione più sfavorevole per il destinatario.

Quest'ultimo argomento appare logicamente assai convincente.

Sarebbe, ancora, come sanzionare per mancanza di autorizzazione un soggetto che l'autorizzazione (in questo caso a lanciare l'OPA) aveva ottenuto, affermando che l'autorizzazione avrebbe dovuto prescrivere un comportamento più oneroso (in ipotesi un prezzo più alto).

Ancora, si può osservare che il GO può disapplicare l'atto amministrativo in quanto illegittimo (art. 5 della legge n. 2248 del 1865 All. E. "*le autorità giudiziarie applicheranno gli atti amministrativi ed i regolamenti generali e locali in quanto siano conformi a legge*"): tale sindacato di legittimità e non di merito si esprime, nel caso di valutazioni ed apprezzamenti che presentano un oggettivo margine di opinabilità tecnica, unicamente nel controllo di ragionevolezza, logicità e coerenza della motivazione del provvedimento. Qui si richiederebbe al G.O. di sostituire nel merito il proprio apprezzamento a quello della Autorità, sia pure al solo fine di accertare l'illecito. Si tratterebbe di un'operazione che non sarebbe consentita neppure al TAR in sede di giurisdizione esclusiva, e, difatti, in quella sede non è stata richiesta (ma solo l'annullamento del provvedimento CONSOB e la fissazione dei principi ai quali, una volta annullato il primo



provvedimento CONSOB dovrà adeguarsi ed emettere una nuova rideterminazione del prezzo).

Infine, appare necessario evidenziare che la disapplicazione riguarda i casi in cui il provvedimento amministrativo produce effetti indiretti sulle posizioni giuridiche soggettive dedotte in giudizio: in questo caso, invece, l'effetto del provvedimento è proprio diretto ed incisivo sulle posizioni giuridiche delle parti, perché conformativo dell'obbligo di acquisto e del diritto dei soci di minoranza ad ottenere una offerta adeguata alle previsioni di legge.

- 10) L'interpretazione qui adottata non contrasta con le osservazioni svolte da ELLIOTT (attraverso il parere del prof. Morbidelli) relativamente a quanto accade nel settore *antitrust*, ove è acquisito che, poiché il *public* ed il *private enforcement* svolgono funzioni e compiti paralleli (seppure finalizzati al raggiungimento di obiettivi comuni), non è precluso al G.O. di valutare autonomamente, rispetto alla valutazione delle Autorità Antitrust, la ricorrenza di un illecito civilistico (si pensi alle intese o all'abuso di posizione dominante) con conseguente applicazione delle sanzioni civilistiche (nel caso la nullità e/o il risarcimento del danno). Afferma ELLIOTT che anche in questo campo sussisterebbe identica autonomia tra le valutazioni CONSOB e le valutazioni del giudice civile.

Ha eccepito HITACHI che il ragionamento, che parte da principi noti in campo *antitrust*, non sarebbe qui applicabile perché la CONSOB non svolge rispetto ai mercati finanziari il ruolo di autorità garante della concorrenza. L'eccezione coglie solo in parte nel segno: se anche CONSOB non è precipuamente preposta alla regolazione della concorrenza del mercato finanziario, il principio di autonomia nella verifica di illeciti di diversa natura giuridica, sovrapposti solo fattualmente, è valido quale principio generale dell'ordinamento. Si pensi al caso in cui ad un promotore finanziario non siano state applicate o siano state annullate le sanzioni amministrative applicate dalla CONSOB (relative all'iscrizione nell'albo), ma una banca o un cliente intenda comunque far valere la sua responsabilità dinanzi al giudice civile per le modalità con cui è stato gestito il rapporto di consulenza e per i danni subiti.

Ciò che qui rende il sillogismo disfunzionante è la premessa minore: in questo caso infatti l'intervento di CONSOB non ha effetti su un piano diverso, meramente amministrativo, ma ha effetti diretti sul piano privatistico perché si tratta di un potere pubblico, autoritativo, che comporta una conformazione dell'autonomia negoziale delle parti e dei diritti sia dell'offerente, sia dei soci di minoranza. Se CONSOB ridetermina il prezzo, il suo potere rimediabile opera sul piano civilistico, perché viene modificata l'obbligazione *ex lege* che sorge dalla situazione dell'acquisto oltre soglia. L'obbligo dell'offerente viene rimodulato e così pure il diritto dei soci di minoranza. Perciò non sussistono due piani autonomi e paralleli, per l'effetto diretto che il



potere conformativo CONSOB ha sull'autonomia negoziale delle parti e sulle loro posizioni soggettive.

Peraltro ed in questa prospettiva, anche in Tar LAZIO 2014 si legge, proprio a proposito della differenza dei poteri CONSOB coi provvedimenti *antitrust*. *“Al fine di comprendere la reale differenza esistente tra i due tipi di provvedimento, può portarsi ad esempio quanto avviene in materia di tutela della concorrenza, in cui l’Autorità Garante non ha (a differenza delle Autorità di settore), il potere di intervenire a correggere le distorsioni del mercato indotte da illeciti concorrenziali, bensì soltanto quello di emettere ordini inibitori ed, eventualmente, di applicare sanzioni amministrativa pecuniarie. In tale ambito, perciò, la tutela del mercato è affidata alla repressione degli accordi (ovvero delle pratiche concordate) che abbiano per oggetto o anche solo per effetto l’impedire, il restringere o il falsare in maniera consistente il gioco della concorrenza all’interno del mercato nazionale o in una sua parte rilevante, e al valore deterrente delle sanzioni amministrative pecuniarie, di importo, spesso, assai elevato (cfr., ex plurimis, Cons. St., sez. VI, 9.2.2011, n. 896). Tar Lazio pag. 11 punto 2.1.1”.*

11) Alla stessa valorizzazione del potere conformativo della Consob, sia pure con un percorso in diritto diverso, giungeva la precedente ordinanza del Tribunale il quale, proprio in virtù del potere conformativo di CONSOB nella rideterminazione del prezzo, pur affermando che in astratto sussistesse un illecito, riteneva comunque che il divieto di voto si fosse esaurito essendosi HITACHI adeguata alle determinazioni CONSOB.

12) Infine, ogni altro caso di rimodulazione del prezzo anche diversa dalla collusione e non solo al rialzo (lett d), ma anche al ribasso (lett c) dovrebbe poter essere oggetto di successiva valutazione da parte del G.O., perché in tutti questi casi sarebbe intervenuto un evento perturbatore del processo di formazione dell’O.P.A., al pari della collusione. Questo peraltro vale anche nel senso che altrimenti l’offerente, una volta scoperta un’altrui manipolazione dei prezzi che abbia comportato un prezzo negoziato più alto e quindi un eccessivo prezzo dell’OPA, potrebbe pretendere una rimodulazione del prezzo dell’O.P.A. in sede giurisdizionale contro i soci di minoranza.

## 10 E. CONCLUSIONI IN DIRITTO

La questione di diritto sulla base delle considerazioni di cui sopra pare quindi doversi risolvere nei seguenti termini: nello svolgimento delle offerte pubbliche di acquisto, CONSOB è deputata alla autorizzazione della offerta. Su questo potere autorizzatorio si innesta uno specifico potere conformativo, che incide direttamente sull’autonomia negoziale delle parti (offerente e soci di minoranza) nei casi previsti dalla legge, per la rideterminazione del prezzo al rialzo o al ribasso. La collusione è uno dei presupposti alla ricorrenza del quale a CONSOB viene attribuito il potere



conformativo autoritativo di modificare (in questo caso al rialzo) il prezzo dell'O.P.A. Esso non comporta l'accertamento di un illecito, né consiste in una sanzione, ma consiste in un potere di carattere rimediabile e costitutivo, finalizzato a ristabilire l'equità a favore dei soci di minoranza, quando emerga una collusione che abbia comportato effetti sul prezzo. Nell'ambito di questo potere, CONSOB è dotata di discrezionalità tecnica ed amministrativa. L'offerente ed i soci di minoranza godono di tutela contro il cattivo uso del potere conformativo di CONSOB in sede di giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo. I giudizi di impugnazione eventualmente proposti potranno avere ad oggetto la sussistenza o meno dei presupposti del potere conformativo (sub specie di sussistenza della collusione) e anche la misura della rideterminazione del prezzo. Conclusa l'O.P.A., e al di fuori dell'esito dei giudizi di impugnazione dei provvedimenti di CONSOB, nessun potere conformativo ulteriore può essere esercitato né da CONSOB, né da altri.

All'accertamento della collusione di cui all'art. 106 comma 3 lett. d T.U.F. non consegue l'applicazione delle sanzioni di cui all'art. 110 T.U.F. (ossia la sterilizzazione del voto e l'obbligo di vendita, salvo l'o.p.a. riparatrice): e questo né se la collusione venga scoperta durante la fase della pendenza dell'o.p.a., né se la stessa venga scoperta in seguito: essa è presupposto (solo) per l'applicazione del potere rimediabile di rettifica del prezzo, durante la pendenza dell'O.P.A. ed è dalla legge ricollegata al permanente obbligo di acquisto.

Nel caso in esame, l'O.P.A. è stata oggetto di rideterminazione del prezzo da parte di CONSOB al quale HITACHI si è adeguata. Se anche fosse accertata una collusione di portata diversa e superiore da quella accertata da CONSOB con il provvedimento ora sospeso dal giudice amministrativo, non sarebbe comunque attribuito al giudice il potere di conformare il prezzo *ex post* e non si tratterebbe – per quanto sopra argomentato – di una violazione di un obbligo previsto nella sezione che tratta delle O.P.A., e quindi non ne conseguirebbero le sanzioni di cui all'art. 110 T.U.F..

Non sussiste quindi, secondo l'interpretazione di diritto che qui si adotta, il *fumus boni iuris* della pretesa di ELLIOTT perché, se anche fosse vero quanto affermato in fatto, in merito alla enorme collusione allegata, non ne conseguirebbe il divieto di voto e quindi non ne conseguirebbe l'invalidità delle delibere, che quindi non debbono essere sospese.

La domanda di sospensiva deve essere quindi respinta in quanto difetta – in diritto – il *fumus boni iuris*. Le considerazioni di cui sopra assorbono ogni altra questione ed impongono il rigetto della richiesta di sospensione della esecuzione della delibera impugnata.

P.Q.M.



Respinge la richiesta di sospensione dell'efficacia delle delibere impugnate.

Si comunichi

Genova, 8.11.2016

IL GIUDICE

Ada Lucca

Firmato Da: LUCCA ADA Emesso Da: Postecom CA3 Serial#: ca29f



Converti documenti