

Delibera n. 19507(*)

Offerta pubblica di acquisto obbligatoria promossa, ai sensi degli articoli, 102 e 106, comma 1-bis, del D.Lgs. n. 58/1998, da Hitachi Rail Investments S.r.l. su azioni ordinarie emesse da Ansaldo STS S.p.A. – Aumento del prezzo dell’offerta ai sensi dell’articolo 106, terzo comma, lettera d), n. 2, del D.Lgs. n. 58/1998

() Con decreto n. 837 del 18 febbraio 2016 il Presidente della competente Sezione II-quater del Tribunale Amministrativo Regionale del Lazio, in sede monocratica, su domanda del ricorrente Hitachi, ha disposto in sede cautelare la sospensione della presente Delibera n. 19507 del 3 febbraio 2016 di rettifica del prezzo dell’Offerta, ai sensi dell’art. 56 del c.p.a, sino alla data dell’udienza collegiale cautelare fissata per il 15 marzo 2016*

LA COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

VISTA la Legge 7 giugno 1974, n. 216 e le successive modificazioni e integrazioni;

VISTO il Decreto Legislativo n. 58 del 24 febbraio 1998 e le successive modificazioni e integrazioni (“Tuf”);

VISTI, in particolare, gli articoli 101-bis e ss. del Tuf;

VISTO l’art. 106, secondo comma, del Tuf, ai sensi del quale l’offerta pubblica di acquisto obbligatoria è promossa “*ad un prezzo non inferiore a quello più elevato pagato dall’offerente e da persone che agiscono di concerto con il medesimo*”;

VISTO l’art. 106, comma terzo, lettera d), n. 2, del Tuf, ai sensi del quale “*l’offerta, previo provvedimento motivato della Consob, è promossa ad un prezzo superiore a quello più elevato pagato purché ciò sia necessario alla tutela degli investitori e ricorra almeno una delle seguenti circostanze: [...] 2) vi sia stata collusione tra l’offerente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo e uno o più venditori*”;

VISTO il Regolamento adottato con propria delibera n. 11971 del 14 maggio 1999, come successivamente modificato e integrato, concernente la disciplina degli emittenti (“Regolamento Emittenti”);

VISTO l’articolo 47-sexies, sesto comma, del Regolamento Emittenti, ai sensi del quale la “*Consob delibera con provvedimento motivato entro la chiusura dell’offerta*”;

VISTO l’articolo 47-octies del Regolamento Emittenti, ai sensi del quale “[i]l prezzo dell’offerta è rettificato in aumento dalla Consob, ai sensi dell’articolo 106, comma 3, lettera d), numero 2), del Testo unico, qualora dalla collusione accertata tra l’offerente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo e 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”;

VISTO l’art. 101-bis, comma 4-bis lett. b) e c) del Tuf;

VISTI gli accordi vincolanti sottoscritti il 24 febbraio 2015 aventi ad oggetto:

- i) la cessione a Hitachi Ltd., o a soggetto da essa designato, da parte di Finmeccanica S.p.A. (“Finmeccanica” o il “Venditore”) dell’intera partecipazione da quest’ultima detenuta in Ansaldo STS S.p.A. (“Ansaldo ” o l’“Emittente”), pari al 40,07% del capitale sociale della stessa (la “Partecipazione di Maggioranza”), ad un prezzo pari a 9,65 euro per azione (*cum dividend*);
- ii) la cessione a Hitachi Rail Italy S.p.A. - società indirettamente ed interamente controllata da Hitachi Ltd. - da parte di Finmeccanica e di AnsaldoBreda S.p.A. (“Breda”) dell’ *“attuale business di AnsaldoBreda S.p.A., ad esclusione di alcune attività di revamping e di determinati contratti residuali”* (il “Ramo di Azienda”), ad un prezzo pari a 1 euro;

VISTO il comunicato diffuso da Hitachi (di seguito per “Hitachi” si intendono Hitachi Ltd. e anche le società da essa controllate coinvolte nell’operazione) e Finmeccanica il 6 marzo 2015, con il quale è stata resa nota la diminuzione del prezzo di acquisto della Partecipazione di Maggioranza da euro 9,65 a euro 9,50 a fronte della distribuzione agli azionisti di Ansaldo del dividendo di euro 0,15;

VISTA la comunicazione diffusa in data 2 novembre 2015, ai sensi dell’articolo 102, primo comma, del Tuf e dell’articolo 37 del Regolamento Emittenti, con la quale Hitachi Rail Italy Investments S.r.l. (società veicolo interamente e indirettamente controllata da Hitachi Ltd. E soggetto da essa designato per l’acquisto, di seguito l’“Offerente”) ha reso noto il sorgere – a seguito dell’esecuzione del predetto accordo vincolante del 24 febbraio 2015 di cessione della Partecipazione di Maggioranza – dell’obbligo di promuovere ai sensi dell’art. 106, comma 1-*bis*, del Tuf un’offerta pubblica di acquisto (l’“Offerta”) avente ad oggetto azioni emesse da Ansaldo, al prezzo di euro 9,50 per azione, quale prezzo più alto pagato nei dodici mesi precedenti, ai sensi dell’art. 106, secondo comma, del Tuf;

VISTA la contestuale esecuzione, avvenuta e comunicata al mercato il medesimo 2 novembre 2015, dell’altro accordo sottoscritto il 24 febbraio 2015, avente ad oggetto la cessione del Ramo di Azienda;

VISTE le note del 10 e 11 novembre 2015 con le quali, rispettivamente, Amber Capital UK LLP e Amber Capital Italia SGR S.p.A. (di seguito, congiuntamente, anche, “Amber”) e Bluebell Partners Ltd (di seguito anche, “Bluebell”), azionisti di minoranza di Ansaldo (congiuntamente, anche, gli “Istanti”), ai sensi degli artt. 106, terzo comma, lettera d), del Tuf e 47-*sexies* del Regolamento Emittenti, hanno formulato, ciascuna per proprio conto, istanza di aumento del prezzo dell’Offerta (congiuntamente, le “Istanze”) ipotizzando l’esistenza di un “accordo” di natura collusiva fra Hitachi e Finmeccanica avente ad oggetto il riconoscimento di un corrispettivo più elevato di quello dichiarato dall’Offerente per l’acquisto della Partecipazione di Maggioranza sulla base dei seguenti elementi:

- i) un collegamento negoziale fra la cessione da parte di Finmeccanica della Partecipazione di Maggioranza e del Ramo di Azienda;
- iii) una sopravvalutazione di Breda, che, pur presentando un valore negativo (“*badwill*”) è stata acquistata da Hitachi per un corrispettivo positivo (euro 1); e
- iii) una corrispondente sottovalutazione della Partecipazione di Maggioranza;

CONSIDERATO che con note prot. n. 88369/15 e prot. n. 88371/15 del 16 novembre 2015 la Consob ha comunicato agli Istanti, ai sensi degli articoli 106, terzo comma, lettera d), del Tuf e 47-*sexies* del Regolamento Emittenti, l’avvio, a far data dal 10 e 11 novembre 2015, dei procedimenti amministrativi prot. nn. 37381/15 e 37458/15 per l’aumento del prezzo dell’Offerta;

CONSIDERATO che, con note prot. nn. 88367/15 e 88445/15 del 16 novembre 2015, la Consob ha altresì notificato le Istanze all'Offerente nonché comunicato l'avvio dei predetti procedimenti;

VISTE le osservazioni svolte dall'Offerente nella nota del 23 novembre 2015, ai sensi dell'art. 47-*sexies*, quinto comma, del Regolamento Emittenti, in merito alle Istanze;

VISTE le richieste istruttorie formulate dalla Consob ai sensi degli artt. 102, settimo comma, del Tuf e 47-*sexies*, sesto comma, del Regolamento Emittenti nei confronti:

- dell'Offerente e di Hitachi Ltd in data 16 novembre, 17 dicembre 2015 e 11 gennaio 2016;
- di Finmeccanica in data 17 novembre, 11 e 17 dicembre 2015;
- di Ansaldo in data 27 novembre 2015;

VISTE le note trasmesse in risposta alle suddette richieste da:

- l'Offerente il 7 e 22 dicembre 2015 e 13 gennaio 2016;
- Finmeccanica il 25 novembre, il 1°, 4, 15 e 21 dicembre 2015;
- Ansaldo il 2 dicembre 2015;

VISTA la delibera n. 19457 del 5 dicembre 2015 con cui la Consob ha approvato il documento relativo all'Offerta, il cui periodo di adesione, concordato tra l'Offerente e Borsa Italiana S.p.A., è stato fissato con inizio il 4 gennaio 2016 e conclusione il 5 febbraio 2016 (incluso), subordinatamente al rispetto di quanto previsto dagli articoli 37-*bis*, terzo comma, e 40, quinto comma, del Regolamento Emittenti;

VISTE le note del 21 e 23 dicembre 2015 con le quali, Bluebell e Amber hanno svolto ulteriori osservazioni con riferimento alla collusione tra Offerente e Venditore e quantificato, sulla base delle valutazioni di propri esperti, l'entità della rettifica, da operarsi con riguardo al prezzo d'Offerta;

RILEVATA, dall'esame della documentazione acquisita nel corso dell'istruttoria sottoscritta, per quanto riguarda l'Offerente, da Daniel Mark Phillips in qualità di "*Procuratore speciale – Hitachi Rail Italy Investments S.r.l.*" - la sussistenza dei seguenti elementi:

- la contestualità e la inscindibilità delle cessioni da parte di Finmeccanica alle società del gruppo Hitachi del Ramo di Azienda della Partecipazione di Maggioranza;
- la consapevolezza di Finmeccanica circa i rischi insiti nell'unitarietà dell'operazione e, conseguentemente, la volontà della stessa di isolare le trattative delle due cessioni, completando la negoziazione relativa alla cessione del Ramo di Azienda per poi aprire quella per la cessione della Partecipazione di Maggioranza, al dichiarato fine di "sterilizzare" il rischio di travasi di valore;
- l'interesse di Hitachi Ltd a concludere l'acquisizione della Partecipazione di Maggioranza e la sua ipotetica disponibilità, ricavabile sulla base dei documenti pervenuti a pagare un prezzo maggiore (individuato in 10,00 euro per azione) rispetto a quello dichiarato;
- la consapevolezza di Hitachi Ltd che, data la struttura dell'operazione (organizzata come "*package deal*"), l'acquisizione contestuale di entrambi gli *asset* avrebbe comportato uno

“sconto” sull’acquisto della Partecipazione di Maggioranza, con conseguente manifestazione di una notevole flessibilità negoziale nella trattativa per l’acquisizione di Breda;

- lo stretto collegamento in essere, nella fase di chiusura della trattativa su Breda, tra l’accordo sul prezzo del Ramo di Azienda e l’immediata apertura della negoziazione su Ansaldo, al fine di definire l’intera operazione;

RITENUTO, peraltro, che la rettifica in aumento da parte della Consob del prezzo dichiarato dall’Offerente deve essere effettuata sulla base degli elementi di fatto emersi dall’istruttoria svolta dall’Autorità sulla documentazione acquisita ed, in particolare, del riconoscimento di valore aggiuntivo operato dalle parti nonché risultante da tale documentazione, non potendo, per contro, essere effettuata sulla base di valutazioni teoriche relative al valore dei beni trasferiti. In tal senso, il

TAR del Lazio, pur ribadendo l’ampiezza del fenomeno collusivo che giustifica l’esercizio del potere, ha chiarito che l’aumento del prezzo disposto dalla Consob “*deve essere comunque calcolato in base ad un elemento "oggettivo", rappresentato dal punto di "equilibrio" raggiunto in sede di trattativa*” (TAR Lazio, sentenza 19 marzo 2014, n. 3010);

CONSIDERATO che gli Istanti, tra l’altro, hanno preso in considerazione un perimetro del Ramo di Azienda diverso da quello effettivamente trasferito e non hanno tenuto conto del mantenimento in capo al Venditore della posizione debitoria e di altri elementi negativi, nonché del sistema di indennizzi e garanzie fornite da Finmeccanica a favore dell’Offerente;

RITENUTO che, nonostante, la dichiarata volontà del Venditore di mantenere separate le due negoziazioni, diversi elementi militano in favore dell’accertamento dell’esistenza di una intesa tra Offerente e Venditore volta a riconoscere a quest’ultimo, nel maggior valore attribuito al Ramo d’Azienda, un vantaggio per l’acquisto della Partecipazione di Maggioranza, ed, in particolare, che:

- nell’ambito dell’offerta non vincolante avente ad oggetto il Ramo di Azienda, presentata il 16 gennaio 2015, Hitachi Ltd si era dimostrata disponibile a offrire un corrispettivo (euro 1) per il Ramo d’Azienda più alto rispetto alle valutazioni su cui era basata la medesima offerta (*Enterprise Value* pari a euro 320 milioni ed *Equity Value* negativo pari a euro - 47 euro/milioni);
- al fine di superare uno stallo nelle trattative, in data 5 febbraio 2015, Hitachi Ltd e Finmeccanica hanno concordato alcune variazioni alla struttura dell’operazione di acquisizione del Ramo d’Azienda con l’intesa che il Venditore procedesse ad una iniezione di liquidità in Breda di euro 15 milioni, ferma restando l’offerta di 1 euro. Di conseguenza, il maggior valore dell’offerta di Hitachi Ltd rispetto alle valutazioni interne è passato da euro 47 milioni a euro 32 milioni;
- nella documentazione a supporto del C.d.A. di Hitachi Ltd il 24 febbraio 2015, data in cui è stata presentata l’offerta finale vincolante, il *management* di Hitachi Ltd ha attribuito all’*Enterprise Value* di Breda un valore pari a euro 352 milioni di euro (*Equity Value* negativo -15 milioni di euro), superiore di euro 32 milioni rispetto alla precedente valorizzazione;
- nelle risposte fornite dall’Offerente a Consob del 21 dicembre 2015 e del 13 gennaio 2016 tale incremento di valore viene giustificato, sulla base di un “*aumento di fiducia*” in Breda poco fondato su elementi concretamente valutabili;

CONSIDERATO 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;

CONSIDERATO 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* (rimanendo invece fermi i parametri utilizzati da Hitachi Ltd ai fini dell'analisi dell'investimento in Breda, in termini di tasso di sconto e di proiezioni finanziarie, rispetto alla documentazione di supporto al C.d.A. del 4 febbraio 2015, che portava ad un *enterprise value* pari a 320 milioni di euro);

RITENUTO, conseguentemente, che le motivazioni fornite dall'Offerente non appaiono sufficienti a supportare il summenzionato aumento di fiducia e, dunque, l'incremento di valore di euro 32 milioni;

CONSIDERATA la nota del 28 gennaio 2016 con cui l'Offerente ha fornito chiarimenti ad integrazione di quanto già rappresentato alla Consob;

RITENUTO che le osservazioni formulate nelle note dell'Offerente non siano sufficienti a fornire sotto il profilo quantitativo, ragionevoli spiegazioni a supporto del prezzo concordato tra le parti per la cessione del Ramo d'Azienda

RILEVATO che, l'incremento di euro 32 milioni per il Ramo di Azienda, ove invece pagato per l'acquisto della Partecipazione di Maggioranza, avrebbe comportato un prezzo unitario per le azioni Ansaldo prossimo all'indicazione di prezzo fornita dal *management* di Hitachi Ltd al C.d.A. del 10 dicembre 2014 (pari a 10 euro);

RITENUTA accertata l'esistenza, tra le parti della complessiva operazione, di una comune consapevolezza che:

- data la struttura dell'operazione stessa, vi fosse la possibilità di compensare l'eventuale maggior esborso versato per l'acquisizione del Ramo di Azienda rispetto all'effettivo valore dello stesso con un risparmio sul corrispettivo da pagare per l'acquisto di azioni di Ansaldo;
- in ragione dell'acquisizione contestuale di entrambi gli *asset*, a fronte di una certa flessibilità negoziale nella trattativa per l'acquisizione del Ramo di Azienda, Hitachi Ltd avrebbe potuto acquisire il controllo di Ansaldo ad un corrispettivo minore rispetto al valore dalla stessa attribuito alla quotata;

CONSIDERATO che tale comune consapevolezza, accompagnata dalla non ragionevole o quanto meno insufficiente spiegazione dell'incremento di euro 32 milioni del prezzo del Ramo di Azienda, costituisce indice dell'intenzione, condivisa da Hitachi Ltd e dal Venditore di riconoscere a

quest'ultimo, per la cessione delle azioni della società quotata, una componente di prezzo ulteriore rispetto al corrispettivo dichiarato dall'Offerente, attraverso la collegata transazione di acquisto del Ramo di Azienda;

CONSIDERATO che tale comunione di intenti appare sufficiente a ritenere integrata la fattispecie collusiva ipotizzata dagli Istanti e prevista dall'art 47-*octies* del Regolamento Emittenti nell'ampia nozione condivisa dal TAR del 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'Opa 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 Opa 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'Opa”* (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;

SULLA BASE dei fatti, delle valutazioni e delle motivazioni contenuti nell'Atto di accertamento, che è unito alla presente delibera e ne forma parte integrante,

DELIBERA:

Ad esito delle istruttorie avviate su istanza di Amber Capital UK LLP, Amber Capital Italia SGR S.p.A. e Bluebell Partners Ltd, il prezzo dell'offerta pubblica di acquisto avente ad oggetto la totalità delle azioni emesse da Ansaldo STS S.p.A. promossa da Hitachi Rail Italy Investments S.r.l. è rettificato in aumento a euro 9,899, ai sensi degli artt. 106, terzo comma, lett. d), numero 2), del decreto legislativo n. 58 del 24 febbraio 1998 e 47-*octies*, del Regolamento Emittenti.

La presente delibera sarà comunicata ai soggetti interessati e pubblicata nel sito *internet* della Consob (www.consob.it) nonché nel Bollettino della Consob.



Avverso il presente provvedimento è ammesso ricorso al Tribunale Amministrativo Regionale del Lazio entro sessanta giorni dalla data di comunicazione.

Roma, 3 febbraio 2016

IL PRESIDENTE
Giuseppe Vegas

ATTO DI ACCERTAMENTO

Si segnala preliminarmente che nel presente Atto si utilizzeranno le seguenti definizioni:

“**Tuf**”: D. Lgs. n. 58 del 1998;

“**Regolamento Emittenti**”: Regolamento Consob n. 11971 del 1999;

“**Offerta**”: offerta pubblica di acquisto obbligatoria promossa, ai sensi degli artt. 102 e 106, comma 1- *bis*, del Tuf da Hitachi Rail Italy Investments S.r.l. – in qualità di soggetto designato da Hitachi Ltd. - sulle azioni emesse da Ansaldo STS S.p.A.;

“**HRI**”: Hitachi Rail Italy S.p.A., società interamente ed indirettamente controllata da Hitachi Ltd. tramite Hitachi Rail Europe Ltd.;

“**Hitachi Rail**” o il “**Offerente**”: Hitachi Rail Italy Investments S.r.l., società interamente e indirettamente controllata da Hitachi Ltd.;

“**Hitachi** ”: Hitachi Ltd. e anche le società da essa controllate coinvolte nell’operazione;

“**Finmeccanica**” o il “**Venditore**”: Finmeccanica S.p.A.;

“**Ansaldo**” o l’**Emittente**”: Ansaldo STS S.p.A.;

“**Partecipazione di Maggioranza**”: 40,07% del capitale di Ansaldo;

“**Breda**”: AnsaldoBreda S.p.A.;

“**Ramo di Azienda**”: il ramo di azienda di Breda ceduto da Finmeccanica a HRI;

“**Operazione**”: unitariamente, la cessione da parte di Finmeccanica della Partecipazione di Maggioranza e la contestuale cessione del Ramo di Azienda – operazione di dismissione del Settore Trasporti di Finmeccanica;

“**Amber**”: Amber Capital UK LLP e Amber Capital Italia SGR S.p.A.;

“**Bluebell**”: Bluebell Partners Ltd.;

“**Istanti**”: Amber e Bluebell;

“**Istanze**”: le istanze formulate, ai sensi degli artt. 106, comma 3, lettera d), del Tuf e 47 - *sexies* del Regolamento Emittenti da Amber e Bluebell;

“**Corrispettivo Opa**”: prezzo dell’Offerta, pari a euro 9,50 per azione Ansaldo;

“**Prezzo di acquisto STS**”: euro 9,65 per azione Ansaldo;

“**Prezzo di acquisto Breda**”: il prezzo corrisposto da Hitachi per l’acquisto del Ramo di Azienda;

“**Parere**”: il parere reso dal Prof. Alessandro Cortesi.

1. Descrizione dell’operazione e attività istruttoria svolta dalla Consob

Il 2 novembre 2015 hanno avuto esecuzione i due accordi vincolanti – *share purchase agreement* o SPA - sottoscritti il 24 febbraio 2015 - i) uno, sottoscritto da Hitachi Ltd. (società posta a capo del gruppo Hitachi che agisce di concerto con l’Offerente e HRI ai sensi dell’art. 101-*bis*, comma 4-*bis*, lett. b), del Tuf), e Finmeccanica avente ad oggetto l’intera partecipazione detenuta da Finmeccanica in Ansaldo, pari al 40,07% del capitale; ii) l’altro, sottoscritto da Hitachi Ltd., Finmeccanica, Breda e HRI¹ avente ad oggetto il Ramo di Azienda. In particolare;

- Hitachi Rail, in qualità di soggetto designato da Hitachi Ltd, ha acquistato la Partecipazione di Maggioranza, al prezzo di euro 9,50² per azione e ha comunicato, ai sensi dell’art. 102, comma 1, del Tuf, il sorgere dell’obbligo di promuovere l’Offerta sul restante capitale dell’Emittente, pari a circa il 59,97%, al medesimo prezzo di euro 9,50 per azione;

² Si evidenzia che il Prezzo di Acquisto STS, concordato tra Hitachi Ltd e Finmeccanica il 24 febbraio 2015, era pari a euro 9,65 per azione e che tale prezzo è stato poi decurtato del valore del dividendo – pari a euro 0,15 - distribuito nell’ambito dell’assemblea degli azionisti di Ansaldo del 23 aprile 2015 e pagato il successivo 20 maggio 2015.

- HRI ha acquistato il Ramo di Azienda, “*comprensivo del patrimonio immobiliare*”, pagando a Finmeccanica un “*corrispettivo totale netto*” pari a “*circa 30 milioni di euro*” – cfr. comunicato stampa congiunto di Finmeccanica e Hitachi del 2 novembre u.s..

Il 10 e l’11 novembre 2015, rispettivamente, Amber e Bluebell hanno presentato alla Consob, due istanze di rialzo del Corrispettivo Opa, ai sensi degli artt. 106, comma 3, lettera d), del Tuf e 47 – *sexies* del Regolamento Emittenti. La presentazione delle Istanze, in ottemperanza all’art. 47 – *sexies*, comma 2 - *bis*, del Regolamento Emittenti, è stata oggetto di due comunicati stampa emessi dagli Istanti in pari data.

A fronte del ricevimento delle suddette Istanze, la Consob ha avviato due procedimenti amministrativi. L’avvio dei medesimi procedimenti è stato comunicato i) con note del 16 novembre 2015, agli Istanti e all’Offerente, al quale è stata notificata copia delle Istanze, ii) con nota del 17 novembre 2015, a Finmeccanica e, iii) con nota del 26 novembre 2015, all’Emittente.

L’Offerente, con nota del 23 novembre 2015 (entro il termine di cinque giorni dalla ricezione della comunicazione previsto dall’art. 47 – *sexies*, comma 5, del Regolamento Emittenti), ha inviato le proprie osservazioni in merito alle Istanze ed ha trasmesso alcuni elementi documentali a supporto di quanto rappresentato.

Al fine di valutare il contenuto delle Istanze, la Consob si è avvalsa dei poteri di cui all’art. 102, comma 7, del Tuf, e 47 – *sexies*, comma 6, del Regolamento Emittenti e ha richiesto ai soggetti coinvolti nell’operazione in questione di fornire informazioni e documenti ritenuti utili ai fini della valutazione delle Istanze.

In particolare:

- in data 16 novembre 2015, è stato chiesto all’Offerente e a Hitachi Ltd., tra l’altro, di fornire informazioni sull’operazione di acquisto della Partecipazione di Maggioranza e del Ramo di Azienda e di trasmettere la relativa documentazione;
- in data 17 novembre 2015, è stato chiesto a Finmeccanica, tra l’altro, di ricostruire l’Operazione e di trasmettere la relativa documentazione;
- in data 27 novembre 2015, è stato chiesto ad Ansaldo, di inviare copia della documentazione societaria nella quale si riportavano considerazioni in ordine all’Offerta.

In risposta alle suddette richieste:

- l’Offerente, con due note del 7 dicembre 2015, nel richiamare le osservazioni svolte e la documentazione già precedentemente trasmessa nella citata nota del 23 novembre 2015, ha fornito ulteriori informazioni ed ha trasmesso la documentazione richiesta;
- Finmeccanica, con nota del 25 novembre 2015, ha formulato le proprie osservazioni preliminari in merito all’Operazione ed ha inviato la documentazione richiesta; con successive note del 1° e 4 dicembre 2015, Finmeccanica ha trasmesso copia della corrispondenza intercorsa via *e.mail* con Hitachi e con gli *advisor* legali e finanziari incaricati da Finmeccanica e Hitachi in relazione all’Operazione – fra gli altri, Deutsche Bank (“Deutsche”) e Citi Bank (“Citi”) - *advisor* finanziari di Hitachi -, Gianni Origoni Grippo Cappelli & Partners (“GOP”) - consulenti legali di Hitachi -, Mediobanca S.p.A. (“Mediobanca”) e UBS Limited (“UBS”) – *advisor* finanziari di Finmeccanica -, Grimaldi Studio Legale (“Grimaldi”) – consulenti legali esterni di Finmeccanica -, Equita SIM S.p.A. (“Equita”) – *advisor* dei consiglieri indipendenti di Finmeccanica;
- Ansaldo, con nota del 2 dicembre 2015, ha inviato la documentazione richiesta.

Dall'analisi della documentazione acquisita, è emersa l'esigenza di ottenere chiarimenti in merito ad alcuni aspetti dell'Operazione; a tal fine, con note dell'11 e 17 dicembre 2015 inviate a Finmeccanica e con note del 17 dicembre 2015 e 11 gennaio 2016 inviate all'Offerente e ad Hitachi Ltd., sono state effettuate ulteriori richieste ai sensi dei richiamati artt. 102, comma 7, del Tuf e 47 - *sexies* del Regolamento Emittenti.

Le note di riscontro alle suddette richieste sono state inviate, rispettivamente, da Finmeccanica il 15 ed il 21 dicembre 2015 e dall'Offerente il 21 dicembre 2015 ed il 13 gennaio 2016.

Con note del 21 e 23 dicembre 2015, rispettivamente, Bluebell e Amber hanno formulato ulteriori considerazioni in relazione alle Istanze dell'11 e del 10 novembre precedente: Amber ha altresì allegato alla propria nota un parere reso dal Prof. Alessandro Cortesi.

Sintesi delle Istanze

In sintesi, si rileva che entrambi gli Istanti hanno fornito elementi al fine di evidenziare:

- i) il collegamento negoziale fra le due cessioni da parte di Finmeccanica di Ansaldo e di Breda;
- ii) la sopravvalutazione di Breda, società che pur essendo, a detta degli Istanti, caratterizzata da un valore negativo ("*badwill*"), è stata ceduta a Hitachi a un prezzo positivo;
- iii) la corrispondente sottovalutazione di Ansaldo.

In base a tali elementi essi sostengono l'esistenza di un "accordo" intercorrente fra Hitachi e Finmeccanica avente ad oggetto l'acquisto della Partecipazione di Maggioranza a fronte del pagamento di un corrispettivo che incorporerebbe anche il *badwill* di Breda che sarebbe stato allocato diminuendo il prezzo di cessione della quotata.

Secondo la tesi degli Istanti, il corrispettivo concordato tra Hitachi e Finmeccanica per la Partecipazione di Maggioranza sarebbe, infatti, in realtà più elevato rispetto a quello comunicato al mercato ed esisterebbe un "prezzo implicito" per le azioni Ansaldo che terrebbe conto anche del vantaggio ottenuto da Finmeccanica a fronte della cessione contestuale di Breda. Gli Istanti, nel sostenere la loro tesi evidenziano alcune "anomalie" nella procedura di vendita attuata da Finmeccanica e basano le proprie argomentazioni principalmente sui seguenti elementi:

- a) la struttura dell'operazione, e, in particolare della la procedura di vendita che sarebbe stata strutturata da Finmeccanica in modo da subordinare l'accettazione delle offerte ricevute su Ansaldo alla disponibilità da parte dei potenziali acquirenti di acquistare anche Breda;
- b) l'esistenza di un collegamento economico e funzionale fra le due cessioni desumibile dalla loro esecuzione contestuale;³
- c) la valorizzazione di Breda in termini positivi anziché in termini negativi per circa euro 300/450 milioni da cui deriverebbe una sopravvalutazione di Breda bilanciata da una pari "*depressione del prezzo di vendita di STS*";
- d) la pari sottovalutazione di Ansaldo che, secondo Bluebell, provverebbe un intenzionale "*redistribution of value across the two transactions*"; a detta di Amber, che fornisce proprie valutazioni effettuate secondo diverse metodologie, la fascia di prezzo attribuibile alle azioni

³ In particolare, secondo Bluebell, la contestualità e il corollario da essa desunto del reciproco condizionamento fra le due cessioni, rileva anche in considerazione del fatto che se Ansaldo fosse stata venduta *stand alone* sarebbe stata ceduta a un prezzo maggiore, pari a circa euro 13/15 per azione ovvero il 37% - 58% in più rispetto al prezzo al quale Hitachi ha acquistato la Partecipazione di Maggioranza; al medesimo riguardo, Amber sostiene che sarebbe "irrazionale" pensare che Finmeccanica abbia accettato il rischio di tenere aperta per mesi l'operazione su Ansaldo - il cui valore rappresenta circa il 96% dell'intera operazione - per il solo beneficio della contestualità dei pagamenti relativi ad entrambe le Cessioni e desume, quindi, che Finmeccanica abbia ottenuto dalla possibilità "*di cedere finalmente Breda, un sufficiente vantaggio economico ulteriore, precluso alle minoranze in Ansaldo STS*".

Ansaldo- *“che nell’ambito di una corretta procedura di vendita, indipendente da altri fattori (e quindi se non fosse stato imposto ai potenziali acquirenti l’acquisto di Breda come condizione necessaria per poter partecipare all’asta su Ansaldo STS), un acquirente sarebbe stato disposto a pagare per acquisire il controllo di Ansaldo STS”* - sarebbe compresa tra euro 11,9 e 13,5 per azione;

- e) l’analisi dei corsi di borsa relativi ai titoli Finmeccanica ed Ansaldo nell’intervallo di tempo intercorrente tra il 16 e il 27 febbraio 2015, ovvero nei giorni immediatamente precedenti all’annuncio preliminare dell’operazione⁴;
- f) la dichiarata assenza di pareri di esperti indipendenti per la valutazione dei due cespiti acquisiti (così il comunicato reso dall’Offerente ex art. 102 comma 1 del Tuf).

Sulla base delle suddette argomentazioni Bluebell sostiene che il reale controvalore complessivo concordato dalle parti per i due *asset* sarebbe pari a circa euro 1.21 miliardi (somma di euro 814 milioni ufficialmente pagati e di euro 400 milioni di *badwill* di Breda accollato) - *“the aggregate price paid by Hitachi for the transactions is consistent with the aggregate fair valuation of the two assets but the attribution value has been incorrectly allocated between them”*); dividendo il suddetto importo per il numero di azioni oggetto della cessione si otterrebbe il prezzo effettivo *“agreed by Hitachi to purchase Ansaldo STS’s shares”* e corrisposto dalla stessa a Finmeccanica, ossia circa 15 euro per azione, valore a cui Bluebell chiede di aumentare il Corrispettivo Opa.

Amber dal suo canto sostiene che il corrispettivo realmente percepito da Finmeccanica dalla vendita di entrambi gli *asset* (*“40% di Ansaldo e 100% di Breda”*) sarebbe pari alla somma di circa euro 761 milioni (prezzo del 40% di Ansaldo a 9,5 euro per azione) più euro 321 milioni stimati dagli analisti come *badwill* di Breda più i 53 milioni di euro che corrisponderebbero al prezzo concordato per Breda, per un totale di circa euro 1,14 miliardi; dividendo tale importo per il numero di azioni Ansaldo oggetto di cessione si otterrebbe il prezzo unitario di euro 14,17, valore a cui Amber, nell’Istanza del 10 novembre 2015, chiede di rialzare il Corrispettivo Opa.

Sintesi delle osservazioni formulate dall’Offerente

In sintesi, le argomentazioni su cui si è basata l’Offerente per sostenere l’infondatezza delle Istanze sono le seguenti:

- la scelta delle modalità di vendita di una partecipazione azionaria, incluso il prezzo, rientra appieno nell’autonomia contrattuale dell’azionista venditore; la contestualità nella dismissione dei due cespiti ed il reciproco condizionamento delle due cessioni, circostanze che nel caso specifico sono dipese esclusivamente da scelte imprenditoriali di Finmeccanica, non costituiscono *“nemmeno un mero indice di una collusione tra l’Offerente e il Venditore”*;
- l’assenza di prove dell’esistenza di un accordo tra le parti avente ad oggetto i prezzi di cessione nonché di elementi probatori relativi all’oggetto stesso della collusione ovvero il riconoscimento a Finmeccanica di un corrispettivo superiore a quello più elevato pagato

⁴ A detta di Amber, in tale periodo di tempo, infatti, la capitalizzazione di Finmeccanica sarebbe aumentata, di circa 347 milioni di euro, di cui euro 51,6 milioni, si dovrebbero imputare all’incremento di valore dato dalla cessione della Partecipazione di Maggioranza, mentre i restanti euro 295,4 milioni rappresenterebbero il beneficio che, secondo le stime del mercato, sarebbe stato ottenuto da Finmeccanica a fronte della contestuale cessione di Breda, ossia un valore ben superiore rispetto al prezzo ufficiale di cessione del Ramo di Azienda; in merito viene dedotto che *“tale plusvalore ottenuto da Finmeccanica è in linea con la media del valore di Breda stimato dagli analisti finanziari”*. A detta di Bluebell, la capitalizzazione media di Finmeccanica, da una settimana prima ad una settimana dopo l’annuncio delle cessioni, sarebbe aumentata di euro.345 milioni. Una volta corretta per la variazione (pari a circa il 2%) del mercato nel medesimo periodo, e depurata dall’aumento della capitalizzazione di Ansaldo, l’incremento della capitalizzazione di Finmeccanica si riduce a euro.185 milioni. In assenza di altri elementi, a detta di Bluebell, tale *surplus* deve interpretarsi come un maggior valore riconosciuto dal mercato in ragione della cessione di Breda. Essendo infine questo dato – euro 185 milioni - scontato, da parte del mercato, della probabilità di esito avverso dell’operazione, applicando una probabilità di conclusione dell’operazione del 70%, l’andamento della capitalizzazione di borsa di Finmeccanica implicherebbe una sopravvalutazione di Breda pari ad almeno euro 264 milioni.

dall'Offerente per l'acquisto di azioni Ansaldo e dichiarato al mercato come Prezzo di Cessione STS;

- l'inesistenza di una sopravvalutazione di Breda: il corrispettivo offerto per Breda (che secondo gli Istanti costituirebbe proprio il corrispettivo implicito oggetto di collusione), considerando anche le sinergie attese, deve ritenersi *“equo e pienamente giustificabile alla luce del posizionamento competitivo e delle prospettive economiche della società target”* e rappresenta *“un valore neutro (o positivo) da Finmeccanica ad Hitachi e non viceversa”*;
- l'inesistenza di una sottovalutazione di Ansaldo: il corrispettivo offerto per Ansaldo sarebbe frutto di una valutazione effettuata da Hitachi e dai suoi *advisor* sulla base sia di metodologie fondamentali che di mercato ed il corrispettivo di 9,65 per azione convenuto il 24 febbraio 2015 *“è stato il risultato di una negoziazione tra le parti”* ad esito della quale il prezzo inizialmente previsto nell'offerta *non binding* del 29 agosto 2014 è stato rialzato;
- l'indipendenza delle due valutazioni effettuate sugli *asset* da acquisire: la procedura di valutazione del Ramo di Azienda è avvenuta disgiuntamente ed in una fase precedente alla valutazione compiuta su Ansaldo e sulla Partecipazione di Maggioranza; non vi sarebbe alcun indizio da cui si possa desumere che al prezzo corrisposto per il Ramo di Azienda possa corrispondere un trasferimento del valore ascrivibile alla Partecipazione di Maggioranza.

Sintesi delle osservazioni formulate da Finmeccanica

Finmeccanica, oltre a fornire un'analitica ricostruzione cronologica dell'Operazione a far data dal mese di dicembre 2013, ha rappresentato, fra l'altro, che:

- le offerte ricevute in relazione ad Ansaldo, alla data del 29 agosto 2014, sono state tutte inferiori come prezzo unitario a quella presentata da Hitachi;
- il corrispettivo per la cessione del Ramo di Azienda pari a 1 euro è stato concordato con Hitachi, a fronte di varie dotazioni di cassa ed a fronte della concessione da parte della stessa Finmeccanica di una serie di garanzie ed indennizzi;
- *“l'operazione su AnsaldoBreda comporterà un impatto negativo sul bilancio di FNM pari a circa Euro 215- 265 milioni, a fronte di una plusvalenza sulla cessione di Ansaldo STS S.p.A. stimata pari a circa Euro 520 milioni, per una plusvalenza complessiva netta (comprensiva dei costi di transazione) stimabile preliminarmente in circa Euro 250 milioni”* (nota di Finmeccanica del 15 dicembre 2015 e comunicato di Finmeccanica del 24 febbraio 2015, ove viene affermato che: *“A seguito di queste operazioni il Debito Netto del Gruppo Finmeccanica a fine 2015 si ridurrà di ca. 600 milioni di Euro, con una plusvalenza netta complessiva pari a ca. 250 milioni di Euro”*).

Anche Finmeccanica, inoltre, conferma l'esistenza di un rapporto di contestualità fra le due cessioni. Essa, nel sottolineare la propria libertà di definire *“le migliori modalità di valorizzazione dei propri cespiti industriali”*, afferma che la procedura di vendita sopra descritta è stata definita con gli obiettivi di *“massimizzare il valore di entrambi gli asset su base totalmente separata e indipendente tra loro”* (nota Finmeccanica del 25 novembre 2015). Al riguardo, viene fatto rinvio ai due SPA, in particolare allo SPA Breda che prevede come condizione sospensiva il perfezionamento della cessione di Ansaldo e allo SPA Ansaldo che prevede fra gli obblighi che sarebbero dovuti essere adempiuti al giorno del perfezionamento della cessione, il perfezionamento della cessione di Breda.

Inoltre, commentando la scelta di Hitachi fra i vari concorrenti, sottolinea che l'offerta da essa proposta, oltre a essere la più vantaggiosa economicamente e rispondente a termini e condizioni del contratto preliminare predisposto dal venditore, era anche quella più affidabile da un punto di vista industriale; inoltre, Hitachi mostrava disponibilità immediata ed evidente dei fondi per far fronte all'acquisto del 100% di Ansaldo.

* * *

La valutazione delle Istanze e delle osservazioni svolte dalle parti interessate ha richiesto una ricostruzione della fattispecie alla luce della documentazione acquisita; in particolare, gli elementi su cui la Consob si è soffermata al fine di svolgere le considerazioni di seguito rappresentate sono stati:

- la ricostruzione cronologica della procedura di vendita attuata da Finmeccanica in relazione ai due *asset* nonché, l'andamento delle trattative intercorse con Hitachi Ltd. (v. *infra* par. 1.1);
- la struttura dell'Operazione e le affermazioni degli Istanti in merito alla contestualità ed al reciproco condizionamento delle due cessioni, elementi eletti dai medesimi Istanti ad indici presuntivi di collusione fra le parti (v. *infra* par. 1.2.);
- i dati acquisiti in merito a Breda e Ansaldo, nonché gli elementi su cui si è basata la valorizzazione dei due *asset* da parte dell'Offerente e le conseguenti valutazioni in ordine all'ipotesi di sottovalutazione di Ansaldo e pari sopravvalutazione di Breda nei termini prospettati dagli Istanti (vedi *infra* par. 1.3 e 1.4).

Le valutazioni svolte nel presente Atto sono formulate congiuntamente con riferimento ad entrambi i procedimenti avviati in relazione alle Istanze.

In Appendice si riportano la catena di controllo del gruppo Hitachi e la definizione di “persone che agiscono di concerto” di cui all'art. 101-*bis*, comma 4- *bis*, del Tuf rilevanti per l'operazione in esame.

Con riferimento all'inquadramento giuridico della fattispecie concreta rispetto alle ipotesi normative di rialzo del prezzo previste dal Tuf e dal Regolamento Emittenti si è ritenuto che il caso di specie rientri nell'ambito di applicabilità dell'art. 106, comma 3, lettera d), 2), del Tuf, e 47 – *octies* del Regolamento Emittenti, e sia qualificabile come un'ipotesi di “collusione” tra l'offerente ed il venditore della partecipazione di controllo.

L'art. 47-*octies* del Regolamento Emittenti contempla tale ipotesi; più precisamente esso disciplina l'ipotesi in cui il prezzo pagato dall'offerente (e reso noto al mercato) per l'acquisto dei titoli oggetto dell'offerta sia accompagnato dalla conclusione di ulteriori contratti non aventi ad oggetto le azioni della società quotata ma idonei a garantire, di fatto, il riconoscimento di un corrispettivo più elevato al venditore.

Le condotte che possono integrare tale fattispecie sono a forma libera e spetta all'interprete, di volta in volta, la concreta individuazione delle stesse; come precisato dal TAR del Lazio nella sentenza 19 marzo 2014, n. 3009, “*la scelta del legislatore di usare la nozione di “collusione” va nel senso di dare rilievo ad 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*”.

Nell'indicata sentenza si precisa, altresì, che il “*motivo per cui, né la direttiva né i lavori preparatori (come il Winter Report) descrivono esattamente tale fattispecie, risiede nel fatto che nessuna norma potrà mai essere congegnata in maniera così analitica da cogliere tutta la complessità del reale, o, comunque, in modo tale da non richiedere un intervento applicativo-interpretativo. Diversamente opinando, una vasta serie di accordi (o comportamenti concordati), non preventivamente tipizzabili ma comunque idonei ad attribuire al venditore un corrispettivo per le azioni dal medesimo cedute più alto di quello formalmente riconosciuto dall'offerente, sfuggirebbe al potere di rettifica della Commissione, frustrando la finalità di tutela perseguita dal legislatore comunitario*”⁵.

Sempre secondo il TAR del Lazio, “*Lo scopo della norma [l'art. 106, comma 3, lettera d), del Tuf, n.d.r.]... è quello di individuare ogni tipo di comportamento, accordo e/o transazione dai quali emerge il riconoscimento al venditore di un corrispettivo maggiore di quello formalmente dichiarato nel documento di offerta. Inoltre non è l'eventuale sacrificio economico sopportato dall'Offerente a giustificare l'esigenza di parità di trattamento degli azionisti di minoranza, quanto il fatto che il venditore di una partecipazione rilevante, in virtù degli accordi con l'Offerente, sia riuscito ad ottenere una “additional compensation”, o comunque, un vantaggio, che, in quanto espressione del valore reale delle azioni cedute, deve essere redistribuito anche agli azionisti di minoranza. ... ai fini della configurazione giuridica della collusione non rileva la circostanza che il maggior corrispettivo sia riconosciuto al venditore dallo stesso Offerente quanto che quest'ultimo si adoperi per procurarglielo*”⁶.

In tale prospettiva, la “collusione” sarebbe quindi compatibile con la presenza di un accordo che, in sé considerato non incorre nella proibizione di legge, in quanto il suo contenuto non integra un risultato vietato, ma che, attraverso la combinazione negoziale in cui si inserisce (contratti collegati o collaterali), è dalle parti comunque volto alla realizzazione di un ulteriore risultato vietato dalla legge.

1.1 Ricostruzione cronologica dell'Operazione

Sulla base della documentazione analizzata e del confronto con le dichiarazioni rese dalle parti coinvolte nell'Operazione è stato possibile ricostruire nel dettaglio modalità e termini di svolgimento dell'operazione di dismissione realizzata da Finmeccanica, la cui origine risale agli ultimi mesi del 2011, quando Finmeccanica ha deciso di concentrarsi sul settore *core* del suo *business* e disinvestire nelle attività del Settore Trasporti (Ansaldo e Breda).

[...omissis...]

1.2 Struttura dell'operazione. Contestualità e reciproco condizionamento delle due Cessioni.

Come più volte rappresentato, gli Istanti nell'argomentare la loro tesi partono dall'elemento certo e noto della contestualità delle due cessioni, ossia il fatto che entrambe siano state concordate ed eseguite nelle medesime date – 24 febbraio 2015 e 2 novembre 2015 – e ne deducono:

- 1) l'esistenza di una “*condizione di reciprocità*” fra le due cessioni;
- 2) l'unitarietà dell'intera operazione di dismissione effettuata da Finmeccanica.

⁵ Così TAR Lazio, Sez. II, 19 marzo 2014 n. 3009.

⁶ Così la sentenza del TAR Lazio, Sez. II, 19 marzo 2014, n. 3009, con riferimento al citato caso Camfin.

Tali deduzioni si sono rivelate conformi alla realtà dei fatti; sia Finmeccanica che Hitachi, infatti, hanno dichiarato che le due operazioni erano reciprocamente condizionate. A riprova di quanto dichiarato si evidenzia che entrambi gli SPA prevedono una clausola volta a condizionare l'esecuzione di un contratto all'esecuzione dell'altro (cfr. par. 6.1 (f) dello SPA Breda e par. 5.4 dello SPA Ansaldo rubricato "*Action at closing*").

Tuttavia tali circostanze non sono di per sé sufficienti per desumere l'esistenza di un accordo collusivo.

Certo è che ogni qual volta, *a latere* di un'operazione di compravendita che abbia ad oggetto una partecipazione di controllo in una società quotata, il medesimo azionista venditore, od un soggetto ad esso collegato, ponga contestualmente in essere un'altra operazione di compravendita avente ad oggetto un diverso bene, si potrebbe verificare il caso in cui parte del premio di controllo pagato per l'acquisto della partecipazione nella quotata, che spetterebbe agli azionisti di minoranza nell'ambito della successiva Opa, sia attribuito dal Venditore all'altro *asset* contestualmente ceduto. Nel caso di specie tale rischio è aggravato dal fatto che le due operazioni di cessione sono, per espressa volontà del Venditore, reciprocamente condizionate e dalla circostanza che l'altro *asset* venduto contestualmente alla quotata sia un ramo di azienda di una società non quotata interessata da una critica situazione economico-finanziaria.

Il fatto che la struttura dell'operazione potesse prestare il fianco a siffatti timori e rischi era ben noto anche a Finmeccanica. Di tale consapevolezza vi è, infatti, particolare evidenza nella citata *e-mail* inviata il 19 gennaio 2015, da uno degli avvocati dello Studio Grimaldi, Stefano Speroni, a un dirigente di Finmeccanica, Luisa Ruggeri, con la quale il primo ricorda sinteticamente come fosse stata strutturata l'operazione sottolineando l'esigenza di "*isolare*" la trattativa e la determinazione del valore di Breda rispetto all'eventuale determinazione di un valore di cessione della partecipazione in Ansaldo" e di separare anche temporalmente le due trattative. Nella medesima *e-mail* Speroni rappresenta che la scelta di cedere la Partecipazione di Maggioranza esclusivamente tramite un'operazione di compravendita ad esito della quale sarebbe stata lanciata dall'acquirente un'Opa obbligatoria era stata dettata dalla volontà di assicurare il successo dell'operazione, prevenire il possibile lancio di Opa volontarie che non avrebbero, quindi, tenuto conto della tempistica relativa alla definizione della cessione di Breda, e, conseguentemente, anche **di prevenire "ogni possibile richiesta negoziale dei compratori di sovrapposizione tra le diverse partecipazioni, con la finalità di "sterilizzare" il rischio di travasi di valore;"** (sottolineature e grassetto aggiunto).

Dai documenti agli atti emerge che:

- l'operazione di dismissione dei due *asset* è stata unitariamente valutata dal Venditore che fin dalla prima lettera di procedura, inviata dagli *advisor* ai potenziali offerenti nel novembre 2013 ha chiesto di presentare due offerte separate; non vi sono evidenze di offerte presentate e valutate da Finmeccanica aventi ad oggetto solo Ansaldo o solo Breda;
- le negoziazioni intercorse fra le parti in relazione ai due *asset* sono state poste in sequenza; prima sarebbe stata chiusa la trattativa sul Ramo di Azienda, e solo successivamente, il medesimo giorno in cui (12 febbraio 2015) i legali delle parti hanno siglato una bozza dello SPA di Breda al fine di cristallizzarne i contenuti, sarebbero state avviate le trattative su Ansaldo in relazione alla quale la *due diligence* è stata aperta nei giorni immediatamente precedenti alla sottoscrizione degli accordi definitivi, dal 20 al 23 febbraio 2015 (si veda sopra quanto rappresentato nella cronologia degli eventi; *ex multis*, anche il verbale delle riunioni del CdA di Ansaldo dell'11 e del 20

febbraio 2015 in cui i rappresentanti di Finmeccanica dichiarano di non avere ancora informazioni sul prezzo di Ansaldo stessa e i verbali di Finmeccanica);

- mentre le trattative per la cessione di Breda sono state complesse e caratterizzate da numerose criticità attinenti, principalmente, alla definizione del perimetro, alla valorizzazione del Ramo di Azienda, alle garanzie, alla copertura dei rischi, alla struttura dell'operazione come *asset deal* o *share deal*, in relazione ad Ansaldo non si ha evidenza di una vera e propria trattativa sul prezzo che dal 29 agosto 2014 al 20 febbraio 2015 è stato aumentato da 9,4 euro a 9,5 euro e, successivamente all'esecuzione della *due diligence*, è stato definito pari a 9,65 euro per azione *cum dividend*.

La struttura dell'Operazione sarebbe stata costruita appositamente da Finmeccanica per:

- assicurarsi la dismissione di Breda, ossia dalla società da cui si è inizialmente originata la volontà di vendere, ad un prezzo considerato ragionevole e solo successivamente trattare la vendita dell'*asset* quotato, il cui prezzo avrebbe comportato meno difficoltà;
- evitare la sovrapposizione delle trattative sui due *asset*.

Non sono stati trovati documenti in cui le due parti effettuano insieme una valutazione sincrona dei due *asset* o in cui esse raffrontano i due corrispettivi.

Ciò nonostante, è insito nell'operazione, così come strutturata, la consapevolezza dell'acquirente di avere di fronte una doppia acquisizione e di poter dunque sfruttare a suo favore tale circostanza nella determinazione dei prezzi da offrire, tenendo in particolare conto del fatto che se Finmeccanica avesse potuto/voluto dismettere Ansaldo da sola avrebbe potuto ottenere un prezzo ben maggiore (come emerge dalla documentazione di supporto al CdA di Hitachi del 12 dicembre 2014 *sub* par. 1, 1.1).

Come detto, la non sovrapposizione delle due trattative è stata concepita anche al fine di "sterilizzare" travasi di valore. Vi era, dunque, fin dall'origine piena consapevolezza dei rischi insiti nella contestuale vendita dei due *asset*, di possibili travasi e di "elusione" della normativa Opa.

Si rappresentano di seguito le risultanze dell'istruttoria svolta al fine di mettere in evidenza eventuali travasi di valore nella cessione dei due beni.

1.3 Ipotesi di sottovalutazione di Ansaldo effettuata dagli Istanti e considerazioni

Si rammenta che il Corrispettivo Opa offerto da Hitachi Rail è pari a 9,5 euro per azione, ossia il medesimo prezzo pagato dall'Offerente a Finmeccanica per acquisire il 2 novembre 2015 il 40% del capitale di Ansaldo. Più specificatamente, tale prezzo coincide con quello concordato dalle parti nell'accordo vincolante avente ad oggetto la Partecipazione di Maggioranza sottoscritto il 24 febbraio 2015 decurtato, così come previsto *ab initio*, del dividendo, pari a 0,15 euro, pagato agli azionisti nel periodo intercorrente tra la sottoscrizione del SPA e del *closing memorandum*.

Il Corrispettivo *cum dividend*, ossia 9,65 euro per azione, come riportato nel documento di Offerta incorpora un premio approssimativamente pari al:

- 22% rispetto al prezzo medio ponderato delle azioni ordinarie dell'Emittente dell'ultimo anno precedente il primo annuncio dell'Acquisizione in data 24 febbraio 2015;
- 12,5% rispetto ai 6 mesi precedenti;
- 13,3% rispetto a 3 mesi precedenti
- 9,8% rispetto a 1 mese precedente

- 9,5% rispetto al prezzo di chiusura del 23 febbraio 2015 (8,81).

Il giorno prima della pubblicazione del documento di Offerta il prezzo di chiusura del titolo è stato 9,68 euro.

Quanto sopra premesso, si riportano di seguito le principali evidenze relative alla valutazione dell'azione di Ansaldo e, per conseguenza, della Partecipazione di Maggioranza.

1.3.1 Le ipotesi di sottovalutazione formulate dagli Istanti

Entrambi gli Istanti argomentano dettagliatamente l'ipotesi di non correttezza del Corrispettivo Opa (pari a 9,5 euro, derivante, dalla decurtazione del dividendo pari a 0,15 euro per azione, dal prezzo di acquisto STS, pari a 9,65 euro) postulando una significativa sottovalutazione di Ansaldo complementare alla contestuale sopravvalutazione del Ramo di Azienda.

Si richiamano nella seguente tabella i risultati delle valutazioni del titolo Ansaldo effettuate dagli Istanti.

Tabella 1 – Sintesi valutazioni degli Istanti su STS

<i>Fonte</i>	<i>Metodo di valutazione</i>	<i>Prezzo</i>
ISTANZA AMBER	DCF (basato su previsioni analisti)	10,7
	Multiplo di operazioni comparabili - EV/EBIT	11,9
	Multiplo di operazioni comparabili - EV/Sales	13,5 *
PARERE CORTESI	Vari	11,0 **
ISTANZA BLUEBELL	Multiplo di operazioni comparabili - EV/EBIT	11,8
	Premi di controllo storici	
	Prezzo richiesto Amber	14,17
	Prezzo richiesto Bluebell	15

* Media di 11,2 -15,8

** Valore medio dei risultati derivanti dall'applicazione di 5 metodi; intervalli 10,5 - 11,9

Di seguito si sintetizzano le principali considerazioni espresse da Amber e Bluebell a supporto della sottovalutazione di Ansaldo e le corrispondenti osservazioni prodotte da Hitachi nella nota del 23 novembre 2015.

A) Applicazione dei multipli di transazioni comparabili

La più rilevante osservazione sollevata dagli Istanti riguarda il fatto che i multipli impliciti (in particolare il multiplo EV/EBIT) alla valorizzazione di Ansaldo a 9,65 euro risultano sensibilmente inferiori ai valori medi riferibili a transazioni comparabili.⁷

⁷ Più nel dettaglio, Amber afferma che “*valutando Ansaldo sulla base della media del multiplo EV/EBIT pagato in transazioni comparabili riportate nella tabella soprastante, è possibile notare che in operazioni simili è stato pagato un multiplo pari a 16 volte l'EBIT [...] si ottiene un prezzo pari a euro 11,9 per azione Ansaldo*”.

Nello specifico, l'istante richiama le seguenti operazioni comparabili:

In merito, Hitachi rileva numerosi problemi ed errori metodologici.

Innanzitutto viene sottolineata la limitata comparabilità delle transazioni prese in esame dagli Istanti con l'operazione in oggetto, in relazione principalmente a differenze rilevanti tra le società *target* considerate in materia di *business model* seguito e livello di redditività della gestione.

In secondo luogo, Hitachi rileva importanti errori metodologici o di computazione con riguardo all'utilizzo del multiplo EV/EBIT, e lamenta la limitata significatività dell'applicazione al caso di specie del multiplo EV/Sales, essendo questo "più tipicamente usat[o] nella valutazione di società in perdita dove non possono essere applicati altri multipli".

B) Valutazione di Ansaldo tramite un autonomo modello DCF.

Sempre con riferimento alla (sotto)valutazione di Ansaldo, Amber effettua una valutazione tramite *Discounted Cash Flow*. Tale stima, "basata sulla media delle stime prospettiche di consenso degli analisti è fatta guardando ad Ansaldo su base stand alone (senza riconoscimento quindi di alcun premio di M&A). Il risultato ottenuto (10,7 euro per azione) indica che il prezzo annunciato da Hitachi come prezzo dell'Opa (pari a 9,50 euro per azione) non solo non riconosce alcun premio di M&A agli azionisti di minoranza di STS, ma addirittura incorpora uno sconto dell'11.2% sul prezzo risultante dalla valutazione con il metodo DCF".

A giudizio di Hitachi, anche tale valutazione è viziata da numerosi errori metodologici. In particolare, è contestato il valore del tasso di sconto utilizzato nel modello (WACC) calcolato è giudicato troppo basso da Hitachi, secondo cui "sia guardando al risultato del calcolo standard con il CAPM (WACC di 8,1% utilizzando l'approccio con il German Bund e 6,8% utilizzando l'approccio con il BTP italiano, che porta ad un WACC medio di 7,4%) sia al WACC utilizzato dagli analisti di ricerca (la cui media risulta circa 7,5%) sembra chiaro che il WACC dovrebbe essere più alto. Sulla base delle assunzioni e delle proiezioni finanziarie di Amber e solamente a fini illustrativi, si può notare che un WACC di 7,5% (invece di 6,5%, come utilizzato da Amber) avrebbe portato, ceteris paribus, ad un prezzo per azione implicito più basso di euro 1,4 per azione (i.e., euro 9,2), che corrisponde a circa euro 287milioni di valore".

<u>M&A Transactions</u>	<u>Year</u>	<u>Bidder</u>	<u>Target</u>	<u>Revenues</u>	<u>EBIT Margin</u>	<u>EV/Sales</u>	<u>EV/EBIT</u>
Siemens/Invensys	2012	Siemens	Invensys	900 mn	14,50%	2,2x	16,3x
Alstom/GE	2014	Alstom	General Electric	800 mn	8,00%	1,6x	20,0x
Wabco/Faiveley	2015	Wabco	Faiveley	1048 mn	9,10%	1,5x	16,0x
Hitachi/STS	2015	Hitachi	Ansaldo STS	1300 mn	9,60%	1,15x	11,5x
Premium/ (Discount)						-53,62%	-51,60%

Similmente si esprime anche Bluebell: "By reporting a purchase price for Ansaldo's shares of EUR 9.50 per share, Hitachi had attributed an equity value to Ansaldo equal to EUR 1.9 billion, which corresponds to an EV/EBIT of 12.6x and EV/Sales of 1.3x (last twelve months at announcement). The same last 12 months multiples of EBIT and Sales, if considered at completion (November 2, 2015) are 11.8x and 1.2x, respectively. These implied multiples are significantly lower than multiples recognized to comparable executed transactions"

C) Confronto con i premi di controllo storici

Un'ulteriore evidenza apportata da Bluebell a supporto dell'ipotesi della incorretta valutazione di Ansaldo deriva dalla comparazione del valore del premio di controllo implicito nell'offerta di Hitachi rispetto alla media storica italiana. In merito l'istante rileva che: *“the implied premium paid by Hitachi for the acquisition of the 40% controlling stake in Ansaldo based on the reported agreed price of EUR 9.5 per share is equal to +7.5% in relation to the share price of the day preceding the date of the announcement. The premium is +10.9% when compared to the average of the six months preceding the date of the announcement. These implied premia are clearly in contrast with the historical ones (i.e., 25-30%) paid to acquire a controlling interest in Italian target companies (i.e., 19% historical average premium vs. last six month average and 33% vs. unaffected price).*

Sul tema, Hitachi afferma *in primis* la necessità di ricalcolare i medesimi premi impliciti dell'offerta con riferimento al prezzo *cum dividendo* pari a 9,65 euro (anziché al prezzo di 9,50 euro utilizzato da Bluebell). Questo accorgimento, giustificabile con la circostanza che alla data dell'annuncio (24 febbraio 2015) il dividendo di 0,15 euro non era stato ancora pagato da Ansaldo, comporterebbe un aumento dei premi impliciti a 9,5% (rispetto al giorno precedente) e 12,5% (rispetto alla media dei sei mesi precedenti).

Hitachi segnala, inoltre, una criticità relativa un campione dei trasferimenti di controllo preso a riferimento che sarebbe incompleto e incorretto; al riguardo viene dichiarato che *“Bluebell ha escluso dal campione alcune offerte pubbliche italiane, senza fornire una spiegazione del motivo, mentre ha incluso tre transazioni che non sono realmente comparabili alle altre e ad Ansaldo”*⁸. Ricostruendo il campione di tutte le *“offerte pubbliche d'acquisto di maggioranza in Italia dal 2011 ad oggi, il premio medio rispetto a 6 mesi e ad 1 anno prima dell'annuncio della transazione sarebbe 14,2 e 21,6%, rispettivamente, ovvero in linea con quello pagati da Hitachi per Ansaldo (12,5% e 22,4%, rispettivamente).”*

D) Le valutazioni del Prof. Cortesi

Nel Parere si individua *“le valutazioni ritenute coerenti con il caso di specie (nel senso che presentano fondamenti teorici coerenti e sono state correttamente applicate dai rispettivi estensori)”* e le ricapitola nella seguente tabella:

⁸ Vengono citati i casi relativi a *“Italcementi (l'acquisizione della partecipazione di controllo in Italcementi da parte di Heidelberg Cement non è ancora stata completata); Gemina (la fusione per incorporazione con Atlantia non ha portato ad un'offerta pubblica); Ciments Francais (l'emittente è quotata nel mercato francese, mentre Bluebell dice che l'analisi è basata su un campione di offerte pubbliche d'acquisto italiane)”*

Tabella 2 – Sintesi delle stime del Parere

Valutazione		Prezzo per azione di Ansaldo STS (€)		
		Valore minimo	Valore massimo	Media
Metodi corretti	Metodo dei prezzi borsistici con premio di acquisizione (20% - 50%)	10.5	13.2	11.9
	Valutazioni dei broker in ottica M&A (con utilizzo di metodo dei multipli di transazioni comparabili)	10.0	11.4	10.7
	Metodo dei prezzi borsistici con premio per il controllo (22% - 26%)	10.4	10.7	10.5
	Mediobanca nella <i>fairness opinion</i> per Finmeccanica			
	Metodo dei multipli di transazioni comparabili	9.7	11.4	10.6
	Citi nelle valutazioni per Hitachi - Metodo dei prezzi borsistici con premio di acquisizione (25% - 45%)	10.7	12.4	11.6
	Min	9.7		10.5
	Max		13.2	11.9
	Media			11.0

1.3.2.Osservazioni in merito alla valorizzazione di Ansaldo

Sul tema della ipotizzata sottovalutazione di Ansaldo, va preliminarmente evidenziato che:

- non è, né potrebbe essere, oggetto di indagine della Consob la valutazione della “correttezza” del corrispettivo attribuibile ad una partecipazione azionaria - così come di qualsiasi altro *asset* - la cui determinazione sia il risultato di una libera negoziazione tra le parti, anche quando ciò comporti un evidente vantaggio a favore di una di esse;
- l’attribuzione di un minor valore ad una partecipazione di controllo può essere il frutto di dinamiche di mercato e/o della capacità negoziale dell’acquirente al fine di massimizzare il proprio beneficio economico;
- l’azionista di controllo di una società quotata ha la facoltà, nell’ambito della propria autonomia contrattuale, di scegliere le modalità di vendita e il soggetto a cui cedere la partecipazione sulla base di una serie di fattori e non unicamente del maggior prezzo offerto, nei limiti in cui ciò sia consentito dall’ordinamento e non si traduca in una celata estrazione di benefici privati del controllo.

Quanto sopra premesso, si rappresentano di seguito le principali osservazioni in merito al tema della valorizzazione di Ansaldo nell’ambito della transazione in esame.

A) Il prezzo di Hitachi risulta essere il più alto tra quelli offerti dai partecipanti alla procedura competitiva di vendita della partecipazione in Ansaldo allestita da Finmeccanica. In data 29 agosto 2014, ad esito della prima fase del processo, a Finmeccanica vengono infatti inviate le seguenti quattro offerte non vincolanti:

- Hitachi: 9,4 euro per azione;
- CAF: 8,54 euro per azione, per un'offerta su una partecipazione pari al massimo al 20% del capitale;
- Thales: 8,5 euro per azione;
- CNR-INSIGMA: 7,51 euro per azione.

Nella fase finale del processo, un'offerta vincolante per Ansaldo è stata presentata esclusivamente da Hitachi (9,65 euro ad azione in data 24 febbraio).

B) Durante il processo di vendita allestito da Finmeccanica, o almeno dal momento della prima offerta non vincolante (29 agosto 2014) fino alla firma del contratto preliminare (24 febbraio 2015), le diverse proposte di acquisto da parte di Hitachi hanno seguito un andamento di costante, seppur minimo, incremento: 9,40 euro nella prima offerta non vincolante, 9,50 euro nella seconda offerta non vincolante (20 febbraio 2015) e 9,65 (*cum dividendo*, equivalente a 9,50 al netto del dividendo) dell'offerta conclusiva.

C) Sul tema della *performance* del titolo Ansaldo Bluebell afferma che *“the market value of Ansaldo in the 12 months prior to announcement has been kept low because of the widely known fact that Finmeccanica would sell Ansaldo’ controlling stake jointly with Breda”*⁹. Secondo Hitachi tale affermazione *“non riflette chiaramente la realtà dei fatti, dato che il prezzo dell’azione di Ansaldo ha seguito un chiaro percorso di crescita negli ultimi anni, a seguito dell’intensificarsi delle indiscrezioni su una potenziale acquisizione della società. In particolare [...] da quando, il 20 giugno 2014, Il Sole 24 Ore ha riportato che la data room per Breda era stata aperta al 23 febbraio 2015 (ultimo giorno di Borsa aperta prima dell’annuncio dell’acquisizione) il prezzo dell’azione è salito del 34%, mentre il giorno stesso ha raggiunto quota euro 6,7, al di sotto della quale non è più sceso, de facto dimostrando che l’azione è stata al contrario influenzata positivamente dal processo relativo alla cessione di Breda, dato che il mercato si aspettava una vendita congiunta delle due società”*¹⁰.

D) Il prezzo offerto da Hitachi risulta essere superiore alle quotazioni di mercato del titolo, per qualsiasi riferimento temporale preso in considerazione.

Peraltro, il valore di un premio di controllo dipende, oltre che dal prezzo offerto, anche dall'andamento del titolo nei mesi precedenti l'annuncio dell'acquisizione e, in tal senso, particolare rilievo assumono eventuali anomalie nei corsi azionari del titolo interessato.

Il titolo Ansaldo ha fatto registrare un *trend* di crescita costante dal 2011, ossia da quando Finmeccanica ha deciso, e più volte comunicato al mercato, l'intensione di concentrarsi sui settori *core* (Aerospazio, Difesa e Sicurezza) e dismettere gli *asset* del segmento trasporti. Nei quattro anni antecedenti il 24 febbraio 2015 la performance del titolo è stata infatti pari al 47,25%, contro una variazione dell'Indice FTSE Italian All Shares pari al 3,59%.

⁹ Istanza Bluebell .

¹⁰ Nota Hitachi del 23 novembre 2015.

Figura 1 – Andamento del titolo Ansaldo rispetto all'Indice FTSE Italian All Shares (febbraio 2011-febbraio 2015)



Fonte: Thomson Reuters

Anche stringendo l'analisi ai dodici mesi precedenti l'annuncio dell'operazione, è chiaro questo percorso di accelerazione del titolo Ansaldo rispetto all'indice (+18,27% contro +7,02%), nonostante una decelerazione nell'ultimo trimestre dovuta al balzo dell'indice nei mesi di gennaio-febbraio 2015 e la stabilizzazione dei corsi Ansaldo nell'intervallo 8,6-8,9 euro¹¹.

Figura 2 – Andamento del titolo Ansaldo rispetto all'Indice FTSE Italian All Shares (febbraio 2014-febbraio 2015)



Fonte: Thomson Reuters

¹¹ Nei tre mesi precedenti l'annuncio, infatti, la performance del titolo è stata pari al 9,21%, contro il 11,02% dell'indice.

E) Il valore medio dei *target price* delle ricerche pubblicate durante l'ultima fase delle trattative (gennaio-febbraio 2015) è pari a 9,16 euro, come di seguito rappresentato¹²:

Tabella 3 – Target Price degli analisti di ricerca

Data	Broker	Target Price
03/02/2015	EQUITA SIM	8,50
11/02/2015	MEDIOBANCA	8,60
11/02/2015	INTERMONTE	10,20
11/02/2015	BANCA IMI	8,46
12/02/2015	INTERMONTE	9,90
12/02/2015	FIDENTIIS	11,20
12/02/2015	BANCA IMI	8,90
23/02/2015	MEDIOBANCA	9,20
24/02/2015	BANCA AKROS	9,20
24/02/2015	KEPLER CHEUVREUX	9,70
24/02/2015	EQUITA SIM	9,00
24/02/2015	BANCA ALETTI	7,00
	Media	9,16

Ampliando l'analisi, l'evoluzione delle stime degli otto *broker* censiti nei tre mesi precedenti l'annuncio dell'accordo, si evidenzia una sostanziale stabilità dei *target price*, con incrementi per Banca Imi, Equita SIM e Mediobanca nelle ultime settimane, e una revisione al ribasso (sempre a febbraio) per Intermonte SIM.

¹² Più nel dettaglio, si sono presi in considerazione gli studi più recenti emessi nell'intervallo 14 gennaio – 24 febbraio 2015, periodo in cui il mercato era stato informato dell'intensificarsi (e quindi della conclusione) delle negoziazioni. In data 14 gennaio, infatti, Finmeccanica rende noto al mercato con apposito comunicato che “[...], stanno procedendo, in parallelo, i confronti negoziali sulle proposte di Hitachi ed Insignia, con l'obiettivo di ottenere rapidamente offerte definitive, che consentano una conclusiva valutazione da parte di Finmeccanica”. Nel comunicato del 21 gennaio, si ribadisce che “Il Consiglio di Amministrazione di Finmeccanica, riunitosi oggi sotto la Presidenza di Gianni De Gennaro, ha positivamente preso atto della relazione dell'Amministratore Delegato e Direttore Generale, Mauro Moretti, in merito al processo di dismissione nel settore Trasporti e ha invitato lo stesso Amministratore Delegato a proseguire in modo serrato la negoziazione per giungere alla conclusione”, informativa nella sostanza ribadita anche in data 27 gennaio 2015 “Il Consiglio di Amministrazione di Finmeccanica, riunitosi oggi sotto la Presidenza di Gianni De Gennaro, ha preso atto positivamente della relazione dell'Amministratore Delegato e Direttore Generale Mauro Moretti in merito all'ulteriore progresso del processo di dismissione nel settore Trasporti e gli ha confermato l'indicazione di proseguire le negoziazioni con l'obiettivo di raggiungere al più presto una conclusione favorevole”

Tabella 4 – Target Price degli analisti di ricerca – evoluzione delle stime

Data	Broker	Target Price	Data	Broker	Target Price	Data	Broker	Target Price
14/11/2014	BANCA AKROS	9,20	17/12/2014	BANCA ALETTI	7,00	26/11/2014	EQUITA SIM	8,50
02/01/2015	BANCA AKROS	9,20	11/02/2015	BANCA ALETTI	7,00	12/12/2014	EQUITA SIM	8,50
09/01/2015	BANCA AKROS	9,20	23/02/2015	BANCA ALETTI	7,00	17/12/2014	EQUITA SIM	8,50
14/01/2015	BANCA AKROS	9,20	24/02/2015	BANCA ALETTI	7,00	23/12/2014	EQUITA SIM	8,50
16/01/2015	BANCA AKROS	9,20				02/01/2015	EQUITA SIM	8,50
21/01/2015	BANCA AKROS	9,20				27/01/2015	EQUITA SIM	8,50
23/01/2015	BANCA AKROS	9,20				03/02/2015	EQUITA SIM	8,50
30/01/2015	BANCA AKROS	9,20				12/02/2015	EQUITA SIM	9,00
11/02/2015	BANCA AKROS	9,20				19/02/2015	EQUITA SIM	9,00
12/02/2015	BANCA AKROS	9,20				24/02/2015	EQUITA SIM	9,00
19/02/2015	BANCA AKROS	9,20						

Data	Broker	Target Price	Data	Broker	Target Price	Data	Broker	Target Price
29/01/2015	KEPLER CHEUVREUX	9,70	02/01/2015	INTERMONTE	10,20	26/11/2014	MEDIOBANCA	8,60
04/02/2015	KEPLER CHEUVREUX	9,70	15/01/2015	INTERMONTE	10,20	28/11/2014	MEDIOBANCA	8,60
05/02/2015	KEPLER CHEUVREUX	9,70	29/01/2015	INTERMONTE	10,20	08/12/2014	MEDIOBANCA	8,60
11/02/2015	KEPLER CHEUVREUX	9,70	03/02/2015	INTERMONTE	10,20	09/12/2014	MEDIOBANCA	8,60
12/02/2015	KEPLER CHEUVREUX	9,70	11/02/2015	INTERMONTE	10,20	10/12/2014	MEDIOBANCA	8,60
24/02/2015	KEPLER CHEUVREUX	9,70	12/02/2015	INTERMONTE	9,90	16/12/2014	MEDIOBANCA	8,60
24/02/2015	KEPLER CHEUVREUX	9,70				17/12/2014	MEDIOBANCA	8,60

Data	Broker	Target Price	Data	Broker	Target Price	Data	Broker	Target Price
29/01/2015	FIDENTIIS	11,20	29/01/2015	FIDENTIIS	11,20	05/01/2015	MEDIOBANCA	8,60
03/02/2015	FIDENTIIS	11,20	03/02/2015	FIDENTIIS	11,20	08/01/2015	MEDIOBANCA	8,60
11/02/2015	FIDENTIIS	11,20	11/02/2015	FIDENTIIS	11,20	15/01/2015	MEDIOBANCA	8,60
12/02/2015	FIDENTIIS	11,20	12/02/2015	FIDENTIIS	11,20	19/01/2015	MEDIOBANCA	8,60
						20/01/2015	MEDIOBANCA	8,60
						22/01/2015	MEDIOBANCA	8,60
						26/01/2015	MEDIOBANCA	8,60
						29/01/2015	MEDIOBANCA	8,60
						03/02/2015	MEDIOBANCA	8,60
						11/02/2015	MEDIOBANCA	8,60
						12/02/2015	MEDIOBANCA	9,20
						12/02/2015	MEDIOBANCA	9,20
						23/02/2015	MEDIOBANCA	9,20

Alcune *equity research* relative sia a Finmeccanica che ad Ansaldo diffuse nei dodici mesi precedenti l’annuncio dell’operazione evidenziano una possibile influenza sulla valutazione di Ansaldo in caso di vendita congiunta con Breda. Ciò in quanto, in estrema sintesi, da un lato la vendita congiunta avrebbe consentito a Finmeccanica di dismettere più facilmente la partecipazione in Breda, società caratterizzata da maggiori difficoltà finanziarie; dall’altro, il *badwill* di Breda avrebbe influenzato negativamente la valutazione di Ansaldo, anche per rendere più “appetibile” la vendita della prima”.¹³

La suddetta evidenza conferma quanto rappresentato nel Parere : *“Parallelamente, alcuni analisti paventavano – pare fondatamente, alla luce di quanto poi avvenuto – il rischio che la valutazione di Ansaldo potesse essere penalizzata, in caso di vendita congiunta con Breda, dalla circostanza che il valore riconosciuto ad Ansaldo potesse assorbire la “dote” che Finmeccanica avrebbe*

¹³ In particolare, gli studi individuati, sono i seguenti: i) Banca IMI del 9 aprile 2014 con il quale si rappresenta che il prezzo di vendita di Ansaldo sarebbe significativamente influenzato, oltre che dalle *technicalities* dell’accordo, anche dalla preferenza di Finmeccanica a vendere detta società congiuntamente con Breda; in quest’ultimo caso, il potenziale compratore non sarebbe disposto a pagare un significativo premio per STS; ii) Fidentiis dell’8 luglio 2014 nel quale viene evidenziato che la vendita congiunta di STS e Breda è ritenuta la soluzione più probabile per Finmeccanica, anche se è percepita come un rischio dagli azionisti di STS perché quest’ultima società potrebbe essere penalizzata (e sottovalutata) al fine di rendere più appetibile Breda; iii) Equita del 29 luglio 2014, con il quale viene indicato che Ansaldo potrebbe essere facilmente venduta *stand alone* (senza Breda), massimizzando altresì il suo valore, anche se tale scenario è ritenuto poco probabile, in quanto, secondo il suddetto intermediario, STS sarà probabilmente venduta insieme a Breda al fine di permettere a Finmeccanica di dismettere la partecipazione in quest’ultima società; iv) Intermonte del 29 luglio 2014, nel quale viene evidenziato che qualora STS fosse venduta congiuntamente con Breda, il *badwill* di quest’ultima società penalizzerebbe la valutazione di Ansaldo v) Intermonte del 5 settembre 2014, con il quale, riprendendo argomentazioni analoghe a quelle già esposte nello studio in precedenza citato, si rappresenta che la vendita congiunta di STS e Breda, pur permettendo a Finmeccanica di “liberarsi” di quest’ultima società, finirebbe con l’abbassare il valore di Ansaldo che, infatti, verrebbe penalizzata dal *badwill* di Breda, stimato da Intermonte in circa 200 mln di euro (pari ad 1 euro per azione); vi) Equita del 18 novembre 2014, nel quale viene presentata un’analisi di sensitività del valore di Ansaldo sulla base di quello di Breda; vii) Fidentiis del 25 febbraio 2015, secondo il quale al valore di Ansaldo, essendo stato questo determinato sulla base di un multiplo inferiore a quello del deal tra Siemens e Invensys (come benchmark di riferimento), è stato applicato una “sorta di sconto”, accettato da Finmeccanica sulla partecipazione in Ansaldo, al fine di poter vendere anche Breda.

dovuto riconoscere all'acquirente per Breda; conseguentemente, essi rivedevano al ribasso le proprie stime per tenere in considerazione questa eventualità"¹⁴.

F) Si è avuta evidenza che a giudizio di Hitachi (*rectius*, del management di Hitachi chiamato ad illustrare al CdA le fasi finali del processo) la valorizzazione di Ansaldo su base *stand alone* (ossia senza l'obbligo di acquisto del Ramo d'Azienda) avrebbe potuto essere più elevata. Nella presentazione a supporto del CdA di Hitachi del 10 dicembre 2014 si afferma, infatti, che "*Hitachi understands that if Tower's stake in Queen [ossia la Partecipazione di Maggioranza] were subjected to an auction process as a stand alone transaction, the price would be around 12 euro per share (compared with the offer price of €9.4 per share). This implies a discount with an absolute value of approximately €550m on the Queen [n.d.r. Ansaldo] Equity Value achievable by purchasing Bishop as well*".

G) Nella presentazione a supporto del CdA di Hitachi del 12 settembre 2014, nel riassumere lo *status* delle negoziazioni e i futuri impatti finanziari dell'operazione, compaiono riferimenti ad un prezzo di 10 euro per azione Ansaldo (in una fase negoziale in cui il prezzo offerto, con la prima lettera non vincolante di agosto 2014, era pari a 9,4 euro):

4-9. Outline of Transaction and Offer Letter		HITACHI Inspire the Next
<p>■ Outline of Transaction –Hitachi's Offer Letter–</p>		
<p>a. Queen</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Hitachi to acquire 40% stake of Queen held by Tower ✓ Hitachi to launch public tender offer to Queen's shares floating (up to 100%) 		
<p>b. Bishop</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Hitachi to acquire 100% of transaction perimeter of Bishop [Transaction perimeter of Bishop] <ul style="list-style-type: none"> • Pistoia and Napoli plants and appx. 1,580 employees • Backlog contracts (including service business) 		
<p>c. Price</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Queen: 10€/share (2.0bn€ in case of 100%) → Initial proposal: 9.4 €/share (1.88bn€) ✓ Bishop: 1€ (Valuation of equity value was negative. Nominal amount proposed) 		

¹⁴ Nel Parere viene richiamata l'attenzione su quattro report: "*Emblematico in proposito è un report di Banca IMI del 9 aprile 2014. Nell'esprimere un target price pari a € 9,4 per azione, Banca IMI, da un lato, sostiene di aver incluso il potenziale valore di un'acquisizione di Ansaldo da parte di un operatore del settore [...] e, in relazione a ciò, rivede la propria stima a un valore di € 11,7 per azione; dall'altro lato, evidenzia il contestuale rischio che il prezzo di cessione di Ansaldo non consideri alcun premio per effetto della cessione congiunta con Breda [...]. Per effetto di tale timore, Banca IMI perviene a un target price pari a € 9,4 per azione. Altro esempio emblematico è costituito da un broker report di Exane BNP Paribas del 11.02.2015, dove, per timori analoghi a quelli di Banca IMI, viene recepito uno sconto sul valore di Ansaldo in considerazione di una possibile vendita congiunta con Breda [...]. Con medesimo tenore si esprime pure Edison, che in un broker report del 18.08.2014 sostiene: "We see Finmeccanica as having to include the shareholding in Ansaldo as a sweetener to divest Breda". Da ultimo, si ricorda l'analisi effettuata da ESN Banca Akros che, in un report su Finmeccanica datato 18.09.2014, dopo aver indicato un potenziale prezzo per azione relativo alla transazione di Ansaldo di € 10,95 (basato sull'applicazione del multiplo relativo a una transazione comparabile), esplicita cosa potrebbe accadere al prezzo di cessione di Ansaldo qualora lo stesso dovesse scontare gli effetti di una vendita congiunta di Ansaldo con Breda. In particolare, come si evince dalla seguente Tabella, tratta dal report di cui si è detto:*

- la misura del "Badwill" connesso ad Breda, ovvero la dote di risorse finanziarie da riconoscere all'acquirente da parte di Finmeccanica è identificata in un intervallo che va da un minimo di € 200 mln ("best case") a un massimo di € 400 mln ("worst case");

- le azioni di Ansaldo sono valutate €9,5 per azione a fronte di una "dote" per Breda di € 367 mln."

Appendix-2. Impact to Hitachi's Balance Sheet

Proforma Calculation of impact to Hitachi consolidated B/S
(Assumption: Queen tender offer price=€10.0/share*200m shares, €1=1130)

Account	No.	FY2015										Total
		Impact of Project										
		Rail System Co organic	Acquisiti on Cost	Queen Day1 B/S	Bishop Day1 B/S	Goodwill (investment capex)	Queen depreciation of intangible fixed assets (5 years)	Impact to flow Queen/Bishop	Sub total			
Queen intangible fixed assets(PPA 40%)	1	0.0	0.0	0.0	0.0	74.7	-14.9	0.0	59.8	59.8	59.8	
Queen Goodwill(PPA 60%)	2	0.0	0.0	0.0	0.0	122.3	0.0	0.0	112.2	112.2	112.2	
Queen equities (100% acquisition)	3	0.0	260.0	0.0	0.0	-260.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
Bishop equity (NewCo 100% acquisition)	4	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	
Other current and fixed assets	5	217.4	0.0	240.6	67.2	0.0	0.0	33.6	341.3	558.8	558.8	
Total Assets	6	217.4	260.1	240.6	67.2	-73.1	-14.9	33.6	513.4	730.9	730.9	
Debt	7	74.3	263.1	0.0	0.0	0.0	0.0	17.7	(280.9)	18.5	18.5	
Queen deferred tax liability	8	0.0	0.0	0.0	0.0	23.5	-4.7	0.0	18.8	18.8	18.8	
Other current and fixed liability	9	118.0	0.0	167.5	35.1	0.0	0.0	7.9	211.4	329.4	329.4	
Total Liability	10	192.3	263.1	167.5	35.1	23.5	-4.7	25.6	511.0	703.3	703.3	
Shareholders equity	11	25.2	-3.0	73.1	31.1	-96.6	-10.3	8.0	2.3	27.5	27.5	
Minority interest	12	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
Total Equity	13	25.2	-3.0	73.1	31.1	-96.6	-10.3	8.0	2.4	27.5	27.5	
Total Liability and Equity	14	217.4	260.1	240.6	67.2	-73.1	-14.9	33.6	513.4	730.9	730.9	
Equity capital ratio	15	11.6%	-	-	-	-	-	-	-	-	3.8%	
D/E ratio	16	2.95	-	-	-	-	-	-	-	-	12.89	

[Assumptions]

- Exchange rate: €=¥130
- Acquisition) Date of 100% acquisition: 2015/4/1
- Queen's issued shares: 200m shares
- Queen price: €10.0/share*200m=€2,000m (29 of Premium 29% vs. €7.74 of market price 2014/8/22)
- Bishop price: €1m (Nominal)
- Transaction Expenditures: ¥3.0bn

[Goodwill]

- Queen intangible fixed assets: PPA 40%, 5 years depreciation
- Queen Tax rate: 31.4%

H) Nel documento di valutazione rilasciato il 17 febbraio 2015 da Citi (advisor finanziario di Hitachi) si legge un commento, a sintesi della tabella riepilogativa dei risultati delle diverse metodologie di valutazione impiegate, “Our preliminary valuation indicates an equity value in the range of euro [1.9-2.3]bn, corresponding to a take-out price of [9.5-11.5] per share”.

Preliminary Valuation Summary

Materials updated as of 17/02/2015

Our preliminary valuation indicates an equity value in the range of €[1.9 – 2.3]bn, corresponding to a take-out price of [9.5-11.5] per share.

Preliminary Valuation Summary (excluding synergies)

	Equity Value Range (€bn)	Implied Share Price	Implied FV (€bn)	Implied FV / EBIT 15E		Comments	
				Min	Max		
Comparable Companies FV / EBIT	1.77 - 2.09	€ 8.8 - 10.5	1.6	10.9x	13.3x	• Based on average Rail Specialist ⁽¹⁾ FV / EBIT 15E of 12.1x (+/- 10%)	
Precedent Transactions FV / EBIT	1.84 - 2.18	€ 9.2 - 10.9	1.7	11.4x	14.0x	• Based on FV / EBIT LTM of recent transaction comps: – Min: Median transaction precedents of 12.3x – Max: Invensys Rail / Siemens multiple of 15.0x	
DCF (Perpetuity Growth Rate)	1.83 - 2.42	€ 9.1 - 12.1	1.8	11.4x	15.8x	• WACC: 7.0-8.0% • Perpetuity growth rate: 1.25-2.25% • Net debt (cash) as of FY14 of (€293m) plus (€18m) of other adjustments	
DCF (Exit Multiple)	1.92 - 2.22	€ 9.6 - 11.1	1.8	12.1x	14.3x	• WACC: 7.0-8.0% • Exit multiple: 10.9-13.3x based on Rail Specialist ⁽¹⁾ NTM • Net debt (cash) as of FY14 of (€293m) plus (€18m) of other adjustments	
Brokers TP	1.70 - 2.00	€ 8.5 - 10.0	1.5	10.4x	12.7x	• Based on brokers target prices: – Minimum brokers target prices of €8.5 – Maximum brokers target prices of €10.0	
Share Price	LTM VWAP	1.41 - 1.73	€ 7.1 - 8.6	1.3	8.3x	10.6x	• Based on LTM volume weighted average price of €7.9 (+/- 10%)
	LTM Average	1.41 - 1.73	€ 7.1 - 8.6	1.3	8.2x	10.6x	• Based on LTM simple average price of €7.8 (+/- 10%)
	52 Weeks High / Low	1.30 - 1.83	€ 6.5 - 9.2	1.3	7.4x	11.4x	• Based on minimum and maximum LTM share price of €6.5 and €9.2, respectively
	Premium to 6 Months VWAP	2.14 - 2.48	€ 10.7 - 12.4	2.0	13.7x	16.2x	• Based on 6 months VWAP of €8.54 and a premium of 25-45% as per recent Italian PTOs

Current Market Cap €1.74bn (Share Price €8.70)

Notes: (1) CNR and CSR excluded due to ongoing merger, Vossloh excluded due to outstanding Tender Offer.

* * *

Si riportano, altresì, per mera completezza, le seguenti informazioni.

I) Il comunicato approvato e pubblicato in data 30 dicembre 2015 dal Consiglio di Amministrazione di Ansaldo, ai sensi degli artt. 103, commi 3 e 3-bis, del Tuf e 39 del Regolamento Emittenti, allega tre differenti pareri sulla congruità del prezzo (fairness opinion), di cui due rilasciati da Bank of America Merrill Lynch e da Lazard S.r.l., in qualità di esperti indipendenti incaricati dal Consiglio di Amministrazione dell’Emittente e uno rilasciato da Royal Bank of Canada in qualità di esperto

indipendente incaricato dagli amministratori indipendenti ai fini della redazione del proprio parere ai sensi dell'art. 39-bis del Regolamento Emittenti.

Si rappresenta nella Tabella 5 una comparazione tra i risultati ottenuti dai tre *advisor*. Si sottolinea che i valori medi non sono stati forniti dalle *fairness opinion* e sono calcolati ipotizzando una equiponderazione dei diversi metodi utilizzati che può essere non coerente con la logica valutativa seguita dai tre *advisor*.

Tabella 5 – Sintesi delle tre *fairness opinion*

Metodi di valutazione	ROYAL BANK OF SCOTLAND			BOA MERRILL LYNCH			LAZARD		
	min	media	max	min	media	max	min	media	max
DCF (growth rate in perpetuity)	10,1	10,8	11,5	9,2	9,8	10,4	9,0	9,6	10,1
DCF (terminal year multiple)	9,7	9,9	10,1						
Multipli da transazioni precedenti	9,6	10,6	11,6	8,3	9,4	10,4	8,7	9,3	9,9
Premi Opa	8,9	11,2	13,5						
Premi Opa (corretto per andamento Indice)	9,8	12,3	14,8						
Prezzo ultimi 12 mesi				6,5	7,9	9,2			
Multipli di borsa (EV/EBITDA)				7,1	8,0	8,8	7,8	8,7	9,7
Multipli di borsa (EV/EBIT)				7,0	8,2	9,3			
MEDIA	9,6	11,0	12,3	7,6	8,6	9,6	8,5	9,2	9,9

L) In data 24 febbraio 2015, Equita, in qualità di *advisor* finanziario dei Consiglieri Indipendenti del Consiglio di Amministrazione di Finmeccanica, ha emesso un parere di congruità da un punto di vista finanziario relativamente al prezzo di 9,65 euro offerto da Hitachi, anche in considerazione del fatto che “il prezzo offerto da Hitachi è significativamente più elevato del target price degli analisti di ricerca che coprono il titolo Ansaldo e anche più alto dei prezzi medi di borsa registrati negli ultimi dodici mesi”¹⁵.

1.3.3 Osservazioni in merito all'ipotesi di sottovalutazione di Ansaldo

Dalla lettura congiunta dei punti F-G-H sopra rappresentati, pare evidente che Hitachi sarebbe stata disponibile, o quantomeno avrebbe considerato finanziariamente coerente, offrire per la Partecipazione di Maggioranza un prezzo superiore a 9,65 euro per azione a cui la cessione è stata conclusa.

Occorre, peraltro, osservare che un prezzo di un bene diverge dal suo valore (teorico, stimato) in quanto effettiva espressione delle concrete condizioni di domanda e offerta manifestatesi sul relativo mercato. L'assenza di pressioni concorrenziali sul lato della domanda, in particolare, può generare il perfezionamento di un prezzo anche significativamente inferiore al valore teorico del bene.

Questa sembrerebbe essere stata la condizione in cui si è trovata ad operare Hitachi, quantomeno alla fine del processo di vendita quale unica controparte capace e/o interessata a presentare un'offerta per entrambi gli *asset* in vendita, operando all'interno delle valorizzazioni ritenute “accettabili” da Finmeccanica.

In questo contesto, non può assumersi a riferimento la valorizzazione a 12 euro indicata nella presentazione a supporto del Cda di Hitachi del 10.12.2014, in quanto trattasi di una valutazione

¹⁵ Dichiarazione del Dott. Vismara di Equita Sim, come riportate dal verbale del CdA di Finmeccanica del 24/2/2015.

formulata in termini ipotetici ed astratti rispetto a modalità di cessione della società diverse da quelle concretamente prescelte e realizzate dall'azionista di controllo di Ansaldo e che, a giudizio di Hitachi, sarebbero state caratterizzate da condizioni di mercato e pressione competitiva diverse da quelle che hanno determinato l'incontro tra domanda ed offerta nella negoziazione effettivamente avvenuta. Può, invece, ritenersi rilevante la valorizzazione a 10 euro riferita allo specifico contesto negoziale effettivamente prescelto.

Secondo le dichiarazioni rese da Finmeccanica, comprovate dalla documentazione e da alcune *slide* di confronto fra le diverse offerte allegate alle *e-mail* trasmesse, il prezzo di 9,65 euro offerto da Hitachi corrisponde al massimo prezzo offerto ed è il frutto di negoziazioni che hanno portato ad aumentare il primo prezzo proposto da Hitachi nella *non binding offer* del 29 agosto 2014 (9,40 euro, fino appunto al valore di 9,65 euro. Nel mese di dicembre 2013, dunque nella prima fase di negoziazioni, GE aveva proposto a Finmeccanica di acquistare il 100% del capitale di Ansaldo, mediante un Opa volontaria ad un prezzo unitario pari a 9,00 euro (equivalente a 8,1 se rapportato al numero di azioni attualmente esistenti – n. 200.000.000).

Finmeccanica, nella nota del 25 novembre 2015, afferma che “*gli elementi discriminanti che hanno determinato la scelta di Hitachi quale miglior acquirente nella fase finale del processo sono stati (...) per quanto concerne Breda – miglior offerta economica, - raggiungimento di un’intesa sui termini e le condizioni del contratto preliminare, - affidabilità del piano industriale, per quanto concerne ASTS – miglior offerta economica, - disponibilità immediata ed evidenza dei fondi per l’acquisto del 100% del capitale, - raggiungimento di un’intesa sui termini e le condizioni del contratto preliminare, - affidabilità del piano industriale*”. Inoltre, viene aggiunto che “*tra i diversi offerenti per il Settore Trasporti di FNM..Hitachi è stata quella che ha fornito le più solide garanzie strategiche, industriali e di mantenimento dell’occupazione*”.

Come già premesso, l’azionista di controllo di una società quotata ha la facoltà, nell’ambito della sua autonomia contrattuale, di scegliere le modalità di vendita e il soggetto a cui cedere la propria partecipazione sulla base di una serie di fattori e non unicamente del maggior prezzo offerto, nei limiti in cui ciò sia consentito dall’ordinamento e non comporti una celata estrazione di benefici privati del controllo la quale, non riflettendosi sul prezzo pagato per le azioni, si traduca in un’“elusione” della normativa Opa (e dunque in una violazione del principio di parità di trattamento tra gli azionisti, posto che i detentori di partecipazioni di minoranza non percepiranno il premio effettivamente goduto dal cedente).

Ai fini della presente istruttoria assume, dunque, particolare rilievo la verifica della eventuale sussistenza di elementi comprovanti una sopravvalutazione di Breda da cui sarebbe derivata, secondo la stessa prospettazione degli Istanti, una pari sottovalutazione della partecipazione di controllo nella quotata. Ciò che rileva è la verifica dell’eventuale esistenza di una intesa celata (“collusione”) tra venditore ed acquirente volta a riconoscere al Venditore un vantaggio per la cessione della Partecipazione di Maggioranza ulteriore rispetto al prezzo dichiarato dall’acquirente.

1.5 Approfondimenti svolti dalla Consob in ordine alla valorizzazione di Breda

[...omissis...]

1.5.6 Le offerte ricevute per il Ramo di Azienda e le ultime fasi delle trattative su Breda

Come sopra riportato, nella prima fase del processo di vendita del Settore Trasporti da parte di Finmeccanica sono stati coinvolti i principali operatori del settore.

In particolare già nel verbale del CdA di Finmeccanica del 19 dicembre 2012 si evince un interesse di Hitachi all'acquisizione di una partecipazione in Breda e in Ansaldo (*"Hitachi ha subordinato infatti il proprio interesse all'acquisizione di una partecipazione in AnsaldoBreda all'acquisizione di una partecipazione di maggioranza relativa in Ansaldo STS"*). Tuttavia in tale verbale si evidenziava che *"vi sono ancora significative differenze tra le posizioni delle parti [...] connesse principalmente ai prevedibili impatti economici per Finmeccanica ed alle ulteriori difficoltà incontrate nella realizzazione del piano di ristrutturazione di AnsaldoBreda nonché sull'adequazione del prezzo da corrispondere per la partecipazione in Ansaldo STS"*. Pertanto, dopo un'approfondita *due diligence* di Breda Hitachi ha declinato *"in modo informale il proprio interesse alla fine del mese di giugno 2013"* (nota di Finmeccanica del 25 novembre 2015).

Finmeccanica ha successivamente ricevuto ad inizio 2014 manifestazioni di interesse da operatori del settore, alcuni dei quali hanno svolto una *due-diligence* su Breda e presentato delle offerte. In particolare Finmeccanica ha richiesto ai partecipanti alla procedura di:

- fornire due separate offerte non vincolanti per l'acquisizione, da una parte, della Partecipazione di Maggioranza e, dall'altra del Ramo di Azienda;
- formulare un'offerta per la Partecipazione di Maggioranza sospensivamente condizionata all'avvenuta contestuale esecuzione della cessione del Ramo di Azienda;
- presentare, separatamente per ciascun *asset*, tutti i dettagli delle valutazioni effettuate.

Le offerte pervenute su Breda sono strutturate in modo complesso e non sono comparabili tra loro in quanto differenti sia in termini di perimetro sia di garanzie richieste. In particolare, l'offerta di Hitachi prevedeva una valorizzazione di Breda (con perimetro differente da quello oggetto di cessione a febbraio 2015) *"fin da subito ritenuto negativo"*; tuttavia, ai fini dell'operazione, Hitachi dichiarava di essere disponibile a pagare un corrispettivo nominale pari ad euro 1 per l'acquisizione del Ramo di Azienda, sull'assunto che l'*Equity value* negativo venisse debitamente coperto dalla parte venditrice in base a specifici accordi di natura commerciale¹⁶.

Successivamente alla presentazione delle offerte non vincolanti, Finmeccanica ha ritenuto opportuno avviare fin da subito la procedura riferibile esclusivamente al Ramo di Azienda.

Pertanto, in data 22 settembre 2014, gli *advisor* di Finmeccanica hanno richiesto, previa integrazione dell'attività di *due diligence*, di presentare un'offerta vincolante per la compravendita del Ramo di Azienda, rinviando ad una fase successiva la presentazione delle offerte relative all'acquisizione della Partecipazione di Maggioranza.

Nel mese di novembre 2014 viene presentata da Hitachi una offerta per il Ramo di Azienda. Nella documentazione di supporto al CdA del 10 dicembre 2014, Hitachi nell'analizzare la precedente offerta formulata del novembre 2014, descrive le aree di potenziale *"upside"*. Tra queste si evidenzia quanto di seguito riportato: *"Hitachi understands that if Tower's stake¹⁷ in Queen¹⁸ were subject to an auction process as a stand-alone transaction, the price would be around €12 per share (compared with the offer price of 9,4 € per share). This implies a discount with an absolute value of approximately 550 €m on the Queen Equity Value, achievable by purchasing Bishop¹⁹ as well"*. In aggiunta, nelle conclusioni a tale documento, si riporta che *"Hitachi judges it should move*

¹⁶ In linea con quelli infine convenuti dalle parti negli accordi vincolanti del 24 febbraio 2015), tra i quali (a) AnsaldoBreda, in qualità di venditrice, si impegnasse a coprire le perdite del Ramo d'Azienda previste per gli anni 2014 e 2015, per un ammontare complessivo di Euro 74 milioni, (b) prima dell'esecuzione della cessione, le ulteriori Posizioni debitorie, pari a circa Euro 64 milioni, venissero risolte, e (c) venisse fatta chiarezza sugli acconti ricevuti da AnsaldoBreda in eccesso rispetto al work-in-progress, per un ammontare complessivo pari a circa Euro 101 milioni.

¹⁷ Per Tower si intende Finmeccanica.

¹⁸ Per Queen si intende Ansaldo.

¹⁹ Per Bishop si intende Breda.

forward the transaction for Queen on a favourable position by agreeing Bishop on ahead now that Hitachi has a window of opportunity where there is no credible rival bidder”.

Come sopra detto il 16 gennaio 2015²⁰, Hitachi ha trasmesso a Finmeccanica una terza offerta per l'acquisizione del Ramo di Azienda, con la quale Hitachi ha fornito alcune integrazioni e correzioni.

In particolare, in tale offerta Hitachi pur riportando una valorizzazione del Ramo di Azienda negativa per 47 milioni di euro²¹, si dichiara disponibile ad acquistare il ramo in oggetto ad un corrispettivo pari ad 1 euro, riconoscendo quindi un maggior valore al Ramo di Azienda di 47 milioni, se l'operazione fosse avvenuta sulla base di alcune specifiche condizioni relative alla struttura dell'operazione (*asset purchase vs share purchase*) nonché sulla base di alcuni indennizzi/garanzie. Successivamente, ad esito delle negoziazioni, tale maggior valore passa da 47 milioni a 32 milioni in quanto si concorda, tra l'altro, un apporto di liquidità di 15 milioni da parte di Finmeccanica a fronte di un'operazione di tipo *share purchase* (acquisto di azioni) invece che *asset purchase* (conferimento di beni)²².

[...omissis...]

Successivamente all'avvenuto "congelamento" delle negoziazioni, in data 12 febbraio 2015, gli *Advisor* di Finmeccanica hanno trasmesso ad Hitachi una nuova lettera di procedura avente ad oggetto la compravendita della Partecipazione di Maggioranza, la quale prevedeva essenzialmente che:

- *“Hitachi avrebbe dovuto proporre un’offerta non vincolante per l’acquisto della Partecipazione,*
- *FNM avrebbe garantito l’accesso ad una data room virtuale al fine di consentire ad Hitachi di condurre, in un breve lasso temporale (i.e., da venerdì 20 febbraio a lunedì 23 febbraio 2015), una due diligence sui principali aspetti di Ansaldo;*
- *Hitachi avrebbe dovuto sottoporre a FNM un’offerta vincolante finale per l’acquisizione della Partecipazione entro il 24 febbraio 2015, corredata dallo SPA Ansaldo debitamente sottoscritto da Hitachi, che, se accettata da FNM, avrebbe costituito l’accordo finale tra le parti in relazione alla cessione della Partecipazione”.*

In data 24 febbraio 2015, Hitachi ha presentato a Finmeccanica l'offerta vincolante.

In particolare si evidenzia come, secondo quanto riportato nella nota di Hitachi del 23 novembre 2015, *“nella lettera d’offerta di Hitachi per Finmeccanica è stato menzionato un valore d’impresa di Euro 320 milioni in data 16 gennaio 2015. Il Consiglio di Amministrazione di Hitachi ha ultimamente riconosciuto un valore d’impresa di Euro 352 milioni in data 24 febbraio 2015”.*

Al riguardo, nella nota del 21 dicembre 2015, l’Offerente ha evidenziato che *“Hitachi ha rivisto al rialzo l’Enterprise Value stimato relativo al Ramo d’azienda, da un totale di Euro 320 milioni ad un totale di Euro 352 milioni nel corso del mese di febbraio 2015”.*

[...omissis...]

²⁰ In data 17 novembre 2014 gli offerenti hanno presentato una prima offerta a FNM per l'acquisizione del Ramo di Azienda.

²¹ Tale valore è al netto delle revisioni di prezzo di c.a. 20 €/mln (divenute ad esito delle trattative 17 €/mln). Infatti Hitachi rappresenta nell'offerta un *equity value* complessivo negativo per 210 milioni a fronte del quale richiede a Finmeccanica una compensazione relativa all'indebitamento del ramo 143 €/mln e alle revisioni di prezzo per 20 €/mln.

²² Cfr. Offerta del 16 gennaio 2015 di Hitachi e scambio di email tra Panizzardi Giuseppe e Phillips Dan del 2 e 3 febbraio 2015. Oggetto della discussione in particolare risultano essere problematiche di natura fiscale.

Infatti nella documentazione di supporto ai CdA di Hitachi del 14 dicembre 2014 e del 4 febbraio 2015 si rappresenta un *Enterprise Value* pari a **320 milioni di euro** mentre, come detto, in data 24 febbraio 2015 tale valore risulta pari a **352 milioni di euro**.

Tale maggior valore (32 €/mln) è, come riferito dall'Offerente, da attribuire "*all'aumento di fiducia di Hitachi sul piano industriale del Ramo d'azienda*". In particolare, l'Offerente evidenzia che "*nei primi mesi del 2015 sono state comunicate e confermate da Finmeccanica alcune aggiudicazioni di appalti e/o modifiche a commesse esistenti [...] fattori chiave per il piano industriale del Ramo d'azienda*".

Al riguardo, a specifica richiesta formulata dalla Consob di fornire i dettagli quantitativi alla base dell'incremento di prezzo in oggetto, l'Offerente ha rappresentato che l'"*aumento di fiducia è avvenuto in conseguenza a due attività, entrambe relative ad importanti traguardi di sviluppo del business e all'aver affrontato questioni rimaste in sospeso a seguito del periodo principale di due diligence e alla data della presentazione dell'offerta di Hitachi il 17 novembre 2014*".

"*Per quanto riguarda l'attività di sviluppo del business del Ramo d'Azienda, i traguardi chiave sono:*

- a) "*aumento del grado di certezza di Hitachi nel fatto che si sarebbe aggiudicata il contratto da GBP 361 milioni (circa € 500 milioni) per la produzione di nuovi treni per First Group per l'Ovest dell'Inghilterra, nel Regno Unito, e la consapevolezza che quei treni sarebbero stati prodotti a Pistoia;*
- b) "*l'annuncio di Finmeccanica in data 4 dicembre 2015 dell'avvenuta sottoscrizione da parte di AnsaldoBreda di un contratto a lungo termine con Trenitalia, per la manutenzione di treni ETR1000, avente un valore di circa € 250 milioni*²³;
- c) "*l'annuncio di Finmeccanica del 19 dicembre 2015 riguardo alla sottoscrizione di un contratto con Trenitalia per la manutenzione di treni ETR5000 e di treni regionali, avente un valore combinato di circa € 100 milioni;*
- d) "*l'annuncio di Finmeccanica del 22 gennaio 2015, che confermava la sottoscrizione di un contratto con Metro Linea 4 di Milano per la fornitura di treni metropolitani, per un valore di circa € 250 milioni;*
- e) "*l'annuncio di AnsaldoBreda del 5 febbraio 2015 riguardo alla sottoscrizione di nuovi contratti con Trenord e Gest, per un valore combinato di € 26 milioni;*
- f) "*l'annuncio di AnsaldoBreda del 19 febbraio 2015 della sottoscrizione di nuovi contratti con Trenitalia per la fornitura di un Driver Information System, per un valore di € 7,4 milioni*".

Con riferimento ad alcune questioni rimaste in sospeso Hitachi ha indicato che ha avuto "*l'opportunità, nei mesi di gennaio e febbraio 2015, di svolgere una review dei documenti che non erano stati resi disponibili durante il periodo di due diligence tra i mesi di luglio e ottobre 2014, tra cui: i dettagli di contenziosi, l'accesso ad accordi relativi a commesse precedentemente forniti solo in forma riepilogativa; le informazioni e gli accordi relativi alle società controllate ed alle joint ventures; le spiegazioni dei contenziosi in corso tra AnsaldoBreda e Trenitalia*".

Al riguardo, non si dispongono di dati 2015 relativi al primo trimestre ma si sottolinea che i dati consuntivi al 30.9.2015 presentano scostamenti sia con riferimento all'acquisizione di alcune commesse che dei ricavi previsti dal *budget* 2015.

²³ Hitachi evidenzia che: "*contratti di servizio annunciati da Finmeccanica e sopra descritti erano già stati inclusi nel piano industriale del management; tuttavia, come già esposto nella Nota presentata il 21 dicembre 2015, l'esecuzione degli accordi da parte di Trenitalia nel mese di dicembre 2015 ha portato ad un aumento di fiducia di Hitachi nella credibilità delle proiezioni incluse nel piano industriale del management, in particolare quando il management di Hitachi ha avuto l'occasione di confermare i dettagli dei nuovi accordi con Finmeccanica e AnsaldoBreda nel corso dei mesi di gennaio e febbraio 2015*".

Inoltre, si evidenzia che la principale commessa elencata relativa al progetto inglese di importo pari a 500 milioni di euro è stata definitivamente acquisita in data 23 marzo 2015 (successivamente, quindi, all'accordo del 24 febbraio 2015).

In aggiunta, si rileva come non siano stati forniti dettagli quantitativi alla base dell'incremento del corrispettivo seppur esplicitamente richiesti con apposita nota.

In particolare, le valutazioni riportate nella documentazione di supporto al CdA di Hitachi del 4 febbraio 2015, non evidenziano il summenzionato aumento di fiducia. La società infatti ha utilizzato ai fini dell'analisi dell'investimento in Breda gli stessi parametri in termini di tasso di sconto e di proiezioni finanziarie contenute nella documentazione di supporto al CdA del 10 dicembre 2014 (*Enterprise Value* pari a 309 milioni di euro).

Si riscontra, quindi, che nella successiva offerta del 16 gennaio 2015 la società aveva manifestato a Finmeccanica l'intento di voler riconoscere un maggior valore del Ramo di Azienda (preliminarmente di 47 milioni di euro) rispetto alle proprie valutazioni. Tale maggior valore è poi divenuto pari a 32 milioni di euro nell'offerta finale.

Nella documentazione di supporto al CdA del 24 febbraio 2015, si evidenzia un significativo incremento dei flussi finanziari prospettici previsti in relazione al Ramo di Azienda.

Tale incremento, come riferito da Hitachi, è legato principalmente all'incremento delle sinergie considerate. Come rappresentato in precedenza, infatti, tra il 4 e il 24 febbraio Hitachi ipotizza un incremento di circa il 60% delle sinergie con un incremento della valorizzazione del Ramo di Azienda, effettuata per finalità interne, di circa 70 milioni di euro (da € 309 mln a € 379 mln) che appaiono tradursi in un incremento del valore *dell'Enterprise Value*, preso a riferimento ai fini dell'*Equity Value* offerto, di 32 milioni di euro (da € 320 mln a € 352 mln).

Il suddetto incremento di 32 milioni di euro (al netto dei 15 milioni dell'apporto di liquidità concordato tra le parti tra gennaio e febbraio 2015) sembra corrispondere al maggior valore che Hitachi aveva dichiarato, nella nota del 16 gennaio 2015, di essere disposta a riconoscere per il Ramo di Azienda.

L'incremento della valorizzazione del Ramo di Azienda, riportata nei CdA di Hitachi del 4 e 24 febbraio, avvenuto in circa 20 giorni non appare supportato da adeguate e verificabili evidenze quantitative.

1.5.7 Sintesi delle considerazioni

Sulla base delle informazioni acquisite e delle considerazioni sopra riportate, si rappresenta in sintesi quanto segue.

I. Le richieste degli Istanti presentate in data 10 novembre 2015 sono fondate su una base informativa diversa rispetto a quella utilizzata per la valutazione della società.

In particolare, le valutazioni richiamate nelle Istanze (-250/-400 €/mln²⁴) e relative alla stima del valore di Breda riportate negli *Analyst Report* predisposti a copertura del titolo Finmeccanica, sono riferite all'*Enterprise Value*²⁵ di Breda. Tale valore, in linea con la struttura finale dell'operazione in oggetto, non considera l'impatto dell'indebitamento. Tuttavia il corrispettivo offerto da Hitachi è relativo ad un perimetro di Breda diverso da quello considerato dagli analisti in quanto non comprende alcune commesse e passività nonché determinati rischi che influenzano il valore della società.

²⁴ Istanza Bluebell 11 novembre 2015

²⁵ *Enterprise Value* è il valore d'impresa che corrisponde al valore di mercato di capitale di debito e del capitale proprio.

In particolare il perimetro ceduto comprende circa 1.970 risorse (circa 290 rimangono nel gruppo Finmeccanica) e non include l'indebitamento finanziario nonché alcune attività che avevano causato significative perdite negli anni precedenti ed erano state oggetto di contenziosi legali (le vecchie commesse non incluse nel Ramo di Azienda ceduto hanno generato nel passato perdite cumulate per circa 1,5 miliardi di euro).

Inoltre, nell'ambito della *due-diligence* svolta, Hitachi ha identificato ulteriori passività (complessivamente pari a 384 milioni di euro, inclusive anche delle revisioni di prezzo e di rettifiche di valutazione) che ha assimilato all'indebitamento finanziario e che sono state considerate al fine della determinazione del corrispettivo finale.

Il corrispettivo finale offerto da Hitachi al 24 febbraio 2015, pertanto, è pari ad un euro, concordando a carico di Finmeccanica euro 15 milioni di *cash injection* e euro 17 milioni di revisione prezzo e senza considerare la transazione relativa agli immobili che sono, invece, di proprietà di un'altra società del gruppo Finmeccanica.

Le valutazioni in ordine al prezzo offerto si sono infatti basate sul piano industriale del Ramo di Azienda trasferito, che non è disponibile al pubblico.

L'accordo con Hitachi, inoltre, prevede alcune clausole legate alle garanzie ed agli indennizzi a carico di Finmeccanica che limitano le passività correnti e potenziali trasferite ad Hitachi, stimati in un intervallo tra euro 100 e 150 milioni.

Il Parere determina un valore di Breda negativo pari a circa euro 250 milioni; tale valutazione è basata sull'ipotesi che nei prossimi cinque anni il ramo ceduto continui a realizzare risultati negativi e non tiene conto dei previsti effetti del piano di ristrutturazione avviato nel 2014 da Finmeccanica.

II. Il piano industriale sottostante la valutazione di Breda si basa su ipotesi definite “*sfidanti*” dalla stessa Finmeccanica ed evidenzia una significativa discontinuità rispetto al precedente piano industriale. [...*omissis*...]

III. Con riferimento al carattere sfidante del piano industriale, si evidenzia che nello SPA Breda sono previste delle clausole volte a mitigare il rischio di *execution* del piano.

Tali garanzie/indennizzi sono relativi al raggiungimento di determinati volumi previsti nel piano, ad aggiustamenti di prezzo nonché alla verifica dei preventivi relativi all'esecuzione delle attuali commesse. L'importo atteso stimato dalla Finmeccanica risulta pari a circa 100-150 milioni di euro. Alcune garanzie rilasciate dalla Finmeccanica non sono stimabili e non sono incluse in detto ammontare.

Pertanto, una parte del maggior valore legato al piano sfidante potrebbe essere compensata da tali forme di indennizzo.

IV. Il corrispettivo offerto da Hitachi è stato avvalorato da tre *fairness opinion* predisposte su incarico di Finmeccanica, in cui si ritiene coerente dal punto di vista finanziario tale prezzo.

Dall'analisi di tali *fairness opinion* e dei relativi documenti di supporto si rileva che gli *advisor* finanziari hanno stimato un intervallo di valori abbastanza ampio. Il corrispettivo offerto da Hitachi si colloca nella parte alta dell'intervallo. L'elevata variabilità dei valori è legata principalmente ai parametri valutativi adottati e all'incertezza sull'evoluzione futura del processo di ristrutturazione.

Tali intervalli, comunque, risultano significativamente differenti dalle ipotesi formulate nelle Istanze in quanto:

- gli *advisor* hanno tenuto conto della rischiosità del piano industriale attraverso un incremento del tasso di sconto utilizzato per l'attualizzazione dei flussi finanziari prospettici;
- le considerazioni degli *advisor* non hanno incluso la valorizzazione di eventuali sinergie stimabili da Hitachi, in quanto legate all'integrazione tra il Ramo di Azienda e Hitachi.

I tre *advisor* che hanno calcolato l'*Enterprise Value* hanno rilevato una forchetta che comprende valori al di sotto di quanto offerto da Hitachi; in particolare secondo UBS, la valorizzazione del Ramo di Azienda potrebbe essere inferiore di circa 99 milioni di euro rispetto al corrispettivo offerto dalla Hitachi.

V. Con riferimento alla determinazione del valore del Ramo di Azienda effettuata da Hitachi assumono rilievo le specifiche sinergie derivanti dall'operazione per il gruppo Hitachi. Hitachi rappresenta che la “[...] valutazione per il Ramo d'Azienda non solo dimostra che la valutazione del business è stata positiva, ma anche che il piano industriale di Hitachi presuppone che l'acquisizione del Ramo d'Azienda genererà importanti sinergie”.

A tal riguardo, si evidenzia che la dottrina più autorevole ritiene che le valutazioni relative all'acquisizione del controllo di un'azienda debbano tenere in considerazione anche una stima delle sinergie potenziali derivanti dall'inserimento dell'azienda all'interno del gruppo del soggetto acquirente. Come evidenziato da L. Guatri, M. Bini e V. Uckmar²⁶ con riferimento al passaggio dal valore “*stand alone*” al valore di acquisizione di un'azienda, nella determinazione di quest'ultima tipologia di valore occorre tenere conto nell'analisi anche di elementi quali le sinergie realizzabili dall'acquirente, lo sfruttamento possibile di potenziali “latenti” nell'azienda *target*, i differenziali di rischio che nascono dalla somma delle due aziende.

La valorizzazione di tali sinergie appare pertanto influire sul corrispettivo del Ramo di Azienda, tuttavia la stima delle stesse è soggetta a un grado di incertezza relativamente alto come rappresentato nella nota Hitachi del 21 dicembre 2015.

A titolo indicativo, sulla base dei parametri e delle considerazioni riportate nella documentazione di supporto al CdA del 4 febbraio 2015, le sinergie considerate su Breda influiscono sull'*Enterprise Value* calcolato per finalità interne (309 €/mln) per circa 120 milioni di euro. L'impatto, invece, sulla valorizzazione interna riportata il 24 febbraio 2015 (379 €/mln) sarebbe di circa 203 milioni di euro.

Si rileva inoltre che l'incidenza delle sinergie stimate in relazione a Breda è significativamente più elevata dell'incidenza delle stesse nella valutazione della Ansaldo STS: circa il 49% dell'EBIT cumulato 2015-2023 di Breda dipende dalla realizzazione delle sinergie (sulla base delle stime effettuate dal CdA Hitachi del 4 febbraio 2015, 61% se si considerano i valori del 24 febbraio 2015), tale incidenza è del 10% in Ansaldo²⁷.

Sulla base delle informazioni contenute nella documentazione del CdA di Hitachi del 24 febbraio 2015, da un punto di vista finanziario l'investimento in Breda presenta, ad esempio, un ritorno dell'investimento del 467% rispetto ad un ritorno del 45% dell'investimento in Ansaldo. Tale aspetto è sintomo di una valutazione di Breda particolarmente ottimistica.

Anche in confronto con le ipotesi assunte nella valutazione di Ansaldo, si evidenzia come le sinergie abbiano un significativo impatto sul valore di Breda.

²⁶ Cfr. Guatri L., Uckmar V. – 2009 “Linee guida per le valutazioni economiche” pag. 87-88. Guatri L., Bini M. – 2005 “Nuovo trattato sulle valutazioni delle aziende” pag. 30, 40,41, 65-67.

²⁷ Con riferimento ad Ansaldo, infatti, Hitachi riporta nella documentazione del 24 febbraio 2015 che un prezzo di circa 9,5 euro per azione incorpora circa il 50% delle sinergie ottenibili dall'acquisizione della società.

Non si dispongono delle informazioni necessarie per effettuare un'analisi *ex ante* della congruità delle stesse in quanto includono componenti di valore che potrebbero non essere riconosciute da generici soggetti operanti su un mercato astratto ma realizzabili solo dallo specifico acquirente.

Come indicato le sinergie sono spesso soggette a pesanti incertezze, sia perché legate al futuro a medio-lungo termine e quindi con le caratteristiche difficoltà di queste proiezioni, sia perché la società-*target* è talvolta conosciuta in via di approssimazione.

Nella prassi finanziaria, vengono introdotti appositi correttivi, quali ad esempio l'utilizzo solo di parte delle sinergie stimate ovvero un tasso di attualizzazione maggiormente in linea con la rischiosità delle ipotesi di piano che includono le richiamate sinergie.

Con riferimento al tasso si evidenzia che gli *advisor* di Finmeccanica ricorrono ad un costo del capitale pari o superiore a quello utilizzato da Hitachi ed adottano una configurazione di costo del capitale che non prevede il ricorso all'indebitamento.

Inoltre, Hitachi nella determinazione del tasso di sconto da applicare per la valutazione di Breda adotta un approccio differente rispetto a quello usato per Ansaldo.

Si rappresenta, altresì, che l'aggiornamento al mese di febbraio 2015 dei parametri alla base della stima del tasso di attualizzazione, comporterebbe un incremento del tasso di sconto rispetto a quello considerato da Hitachi ai fini delle valutazioni che, come detto in precedenza, si tradurrebbe in un minor valore del Ramo di Azienda.

Si segnala inoltre come tra il 4 febbraio 2015 e il 24 febbraio 2015, Hitachi abbia incrementato l'ammontare di sinergie considerate del 60% e di conseguenza, l'analisi di convenienza effettuata per finalità interne, mostra un ritorno dell'investimento nel Ramo di Azienda superiore di circa 70 milioni di euro. Ciò è legato, come riferito dalla Hitachi, "*all'aumento di fiducia di Hitachi sul piano industriale del Ramo d'azienda*". A supporto di tale incremento non sono state fornite significative evidenze.

Dalla documentazione analizzata è emerso altresì che già dal 16 gennaio 2015 Hitachi si mostrava disponibile ad offrire un corrispettivo (1€) per il Ramo di Azienda più alto rispetto alle proprie valutazioni (-47 €/mln)²⁸. Tale offerta, peraltro, oltre a recepire gli sviluppi delle trattative con Finmeccanica, faceva seguito al CdA del 10 dicembre 2014 di Hitachi in cui si evidenziavano potenziali "upside" rivenienti dall'operazione in oggetto tra cui "*a discount with an absolute value of approximately 550 €m on the [Ansaldo STS] Equity Value, achievable by purchasing [AnsaldoBreda] as well*".

In data 2/3 febbraio Hitachi, pur mantenendo un'offerta di un euro, chiede a Finmeccanica un aumento di capitale di 15 milioni di euro per compensare alcune variazioni nella struttura dell'operazione. Pertanto, la maggior offerta rispetto alle proprie valutazioni risulta di 32 milioni di euro.

In data 24 febbraio 2015, Hitachi rivede al rialzo la propria valutazione per circa 32 milioni di euro. La variazione in parola, come riportato da Hitachi, è da attribuire all' "*aumento di fiducia di Hitachi sul piano industriale*". Pur avendo più volte richiesto elementi quantitativi a supporto di tale maggior valore, Hitachi non ha fornito tali dettagli ma ha rappresentato solo elementi di tipo qualitativo. Le analisi interne, riportate nella documentazione di supporto al CdA di Hitachi del 24 febbraio 2015, evidenziano un significativo incremento delle sinergie considerate rispetto alle precedenti stime.

²⁸ Hitachi comunica a Finmeccanica di essere disponibile a pagare 1 € il Ramo d'azienda, invece che -47 milioni di euro, se l'operazione fosse finalizzata sulla base dei termini e delle condizioni contrattuali proposte.

Sulla base delle informazioni raccolte e delle analisi condotte, emerge, dunque, che:

- le ipotesi di valore contenute nelle Istanze presentano delle differenze, sia in termini di struttura dell'operazione (*ex multis*, perimetro conferito, garanzie/indennizzi previsti contrattualmente) sia in relazione al quadro informativo di riferimento alla base del processo di stima, rispetto ai dati utilizzati da Finmeccanica e da Hitachi a supporto della valutazione del Ramo di Azienda;
- il piano industriale predisposto da Finmeccanica a supporto della valorizzazione di Breda è caratterizzato da una significativa incertezza in quanto si basa su ipotesi molto aggressive che si discostano sensibilmente dalla storia passata e dai dati di mercato; tuttavia, gli accordi tra le parti prevedono un sistema di indennizzi e garanzie di *performance* che, per quanto attiene i volumi di ordini, si rendono attivabili qualora il Ramo di Azienda acquisisca un livello di ordini inferiore a quanto previsto nel medesimo piano;
- nella determinazione del prezzo di acquisto del Ramo di Azienda, Hitachi ha considerato rilevanti, non tanto le assunzioni migliorative rispetto al passato sottostanti il piano industriale redatto da Finmeccanica, quanto le significative sinergie future attivabili;
- l'introduzione delle sinergie nelle stime aggiungono ulteriori elementi di soggettività e sono difficilmente verificabili da terzi. Al fine di mitigare tale aspetto, nella prassi valutativa vengono introdotti appositi correttivi, quali ad esempio l'utilizzo solo di parte delle sinergie stimate ovvero un tasso di attualizzazione maggiormente in linea con la rischiosità delle ipotesi di piano che includono le richiamate sinergie;
- in tale contesto si sottolinea che un significativo aumento delle sinergie si registra nella valutazione del Ramo di Azienda effettuata a fini interni per le valutazioni del CdA di Hitachi del 24 febbraio 2015 (rispetto a quanto definito nell'ambito del precedente consiglio riunitosi il 4 febbraio) e si riflette in un incremento di valore di circa euro 32 milioni. Tale incremento non appare supportato da una specifica quantificazione ed appare corrispondere al maggior valore che Hitachi avrebbe corrisposto nell'offerta formulata il 16 gennaio 2015, al netto dell'apporto di liquidità concordato successivamente tra le parti;
- che la disponibilità manifestata da Hitachi 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 di Azienda.

1.5.8. Come sopra anticipato, con nota del 28 gennaio 2016, Hitachi ha svolto alcuni chiarimenti in merito al “*quadro informativo fornito* [alla Consob]” con le precedenti citate note del 23 novembre, 7 dicembre, 21 dicembre 2015 e 13 gennaio 2016.

Hitachi, in tale nota, ha richiamato le argomentazione precedentemente addotte a giustificazione dell'incremento di valore attribuito, nell'ultima fase delle trattative, al Ramo di Azienda– i 32 milioni di euro di cui sopra si è diffusamente detto -, ed ha aggiunto alcune specificazioni in merito a determinati elementi informativi già in gran parte noti alla Consob.

In particolare, Hitachi, ad integrazione delle informazioni già rese note, ha valorizzato alcuni specifici contratti, fornendo dettagli quantitativi in merito ai ricavi e costi di tali contratti relativi a: Metro Lima, ML8, ML11, ETR 1000 ed ha stimato, Applicando il medesimo tasso di interesse utilizzato per la valorizzazione del Ramo di Azienda, stimato un valore attuale delle commesse di cui ai medesimi contratti pari a circa 30 milioni di euro.

Tuttavia, si rileva che:

- a) non sono stati forniti documenti atti a comprovare l'attendibilità dei dati numerici riportati;
- b) secondo quanto affermato da Hitachi nella nota, la valorizzazione, pari a 30 milioni di euro, dei suddetti quattro contratti rappresenterebbe *“di per sé un incremento del valore di azienda che ha giustificato la revisione della posizione negoziale da 320 milioni di euro a 352 milioni di euro”*. Si evidenzia, in proposito, che tale valorizzazione non è stata rappresentata nella lettera del 21 dicembre 2015 (nella quale, come sopra detto, si fa un generico accenno solo a due dei quattro contratti menzionati) e che, nella successiva nota del 13 gennaio 2016, a fronte di una specifica richiesta formulata in merito a tale valorizzazione, Hitachi ha fatto riferimento ad altre motivazioni ed ha poi indicato dati, peraltro parziali, attinenti ad altri contratti.

Si rileva, inoltre, che i suddetti contratti erano già compresi nel Piano Industriale 2015-2019 predisposto da Finmeccanica per pari importo in termini di ricavi [...omissis...] e di costi [...omissis...]

[...omissis...]

Hitachi, come indicato nella precedente nota del 13 gennaio 2016, ha predisposto il proprio piano industriale 2015-2023 per Breda *“utilizzando quale punto di partenza per le sue valutazioni”* le previsioni di ricavo contenute nel piano industriale predisposto dal *management* di Breda. In particolare il piano predisposto da Hitachi (ad esclusione delle sinergie) contiene ricavi di circa 130 milioni di euro inferiori rispetto alle previsioni di Finmeccanica (2015-2019), ma in aggiunta considera proprie stime relative al periodo 2020-2023 nonché, sull'intero arco temporale, sinergie sia di ricavo che di costo (nella documentazione di supporto ai CdA di Hitachi sono infatti indicati separatamente i ricavi da sinergie e l'EBIT dovuto alle sinergie).

I piani industriali predisposti da Hitachi e rappresentati nella documentazione di supporto al CdA di Hitachi del 24 febbraio 2015 e del 10 dicembre 2014, evidenziano entrambi lo stesso importo di ricavi (senza considerare l'impatto delle sinergie da ricavo) tra il 2015 e il 2019 pari [...omissis...].

Pertanto, non si rileva nel piano utilizzato a supporto delle valutazioni del CdA di Hitachi del 24 febbraio 2015 alcun incremento dei ricavi (senza includere i ricavi da sinergie) connesso all'acquisizione delle commesse in parola.

Con riferimento ai ricavi da sinergie, si evidenzia che il relativo ammontare, è pari a [...omissis...] di euro, nella valutazione a supporto del CdA del 10 dicembre e pari a [...omissis...], nelle valutazioni a supporto del CdA del 24 febbraio (periodo 2015-2023).

Pertanto, le sinergie di ricavo contenute nella valutazione a supporto del CdA Hitachi del 24 febbraio 2015 (pag. 33), risultano, complessivamente tra il 2015 e il 2023, inferiori di circa 100 milioni di euro rispetto ai ricavi da sinergie riportati nella documentazione di supporto del CdA Hitachi del 10 dicembre 2014 (...*omissis*... €/mln rispetto a...*omissis*... milioni di euro). Anche tale dato non sembra quindi evidenziare alla data del 24 febbraio alcun incremento di ricavi connesso ai nuovi contratti in questione.

L'incremento di valore tra quanto stimato, per finalità interne, per il Ramo di Azienda da Hitachi a dicembre 2014 e a febbraio 2015 (309 €/mln e 379 €/mln) appare, invece, principalmente ascrivibile alla stima di minori costi operativi legati alle sinergie (in termini di EBIT le sinergie 2015-2023 passano tra dicembre e febbraio da ...*omissis*...).

Peraltro, le commesse "Trenitalia Regionale" suindicate (ricavi complessivamente pari a circa 500 €/mln), rientrano nella categoria dei cd. "Qualifying Order", ordini rispetto ai quali Finmeccanica si è impegnata a indennizzare Hitachi in caso di mancata acquisizione per un importo massimo di [...*omissis*...].

Sulla base di quanto sopra rappresentato, si ritiene che non siano state fornite evidenze idonee a dimostrare che i nuovi contratti siano stati "originariamente esclusi dalla valutazione" tenuto conto dell'assenza di significativi incrementi dei ricavi nei piani a supporto delle valutazioni interne del CdA di Hitachi. Pertanto non sono disponibili evidenze che mostrano come gli stessi abbiano influenzato e giustificato la "revisione della posizione negoziale da 320 milioni di euro a 352 milioni di euro".

2. Considerazioni conclusive

2.1 Sintetizzata nei termini che precedono l'istruttoria compiuta dalla Consob sulla complessiva operazione, ai fini della valutazione circa la possibile rettifica in aumento del prezzo d'offerta, l'attenzione si è soffermata su alcuni aspetti dell'operazione, già riferiti, e che di seguito si riassumono come premessa delle considerazioni, che fanno ritenere presente una collusione:

- unitarietà dell'operazione (cessione congiunta del 40% delle azioni Ansaldo e del Ramo di Azienda) e inscindibilità delle due cessioni;
- consapevolezza del Venditore circa i rischi insiti nell'unitarietà dell'operazione da cui discende la sua volontà di mantenere separate le due negoziazioni²⁹;
- interesse di Hitachi Ltd. a concludere l'acquisizione della quotata³⁰ e sua ipotetica disponibilità, ricavabile sulla base dei documenti pervenuti a pagare un prezzo maggiore (individuato in 10 euro³¹ per azione³²);

²⁹ Cfr. e-mail di Stefano Speroni, di cui al par. 1.1. da cui si evince la necessità di "isolare la trattativa e la determinazione del valore di Breda rispetto all'eventuale determinazione di un valore di cessione della partecipazione in Ansaldo" "con la finalità di "sterilizzare" il rischio di travasi di valore".

³⁰ Documentazione distribuita per la riunione del C.d.A. di Hitachi del 10 dicembre 2014: "Queen transaction - Acquisition of Tower's stake in Queen (40%) is condition precedent of Bishop transaction - Not negotiable (mandatory condition). Hitachi would not consider acquiring Bishop but Queen".

³¹ Documentazione distribuita nell'ambito della riunione del CdA di Hitachi del 12 settembre 2014: slide n. 11 "Hitachi believes this is a conservative position which gives significant scope of negotiation, in the context of the deal as a whole";

- "Price - Queen: 2 bn (initial proposal: 1.88 bn)" e del 10 dicembre 2014 ("Queen issued shares: 200 m shares. Queen price: 10.0/share *200m_2.000m (20% f premium vs. 8.35 of market price 2014/11/26)".

³² Peraltro, come detto, dalla documentazione distribuita per la riunione del CdA. di Hitachi del 10 dicembre 2014: ("Hitachi understands that if Tower's stake in Queen were subject to an auction process as a stand-alone transaction, the price would be around 12 per share (compare with the offer price of 9.4 per share). This implies a discount with an absolute value of approximately 550m

- consapevolezza di Hitachi Ltd. che, data la struttura dell'operazione (organizzata come "package deal"³³), l'acquisizione contestuale di entrambi gli asset avrebbe comportato uno "sconto" sull'acquisto di Ansaldo, con conseguente manifestazione di una notevole flessibilità negoziale nella trattativa per l'acquisizione di Breda³⁴;
- disponibilità da parte di Hitachi Ltd., sin dalla prima offerta non vincolante, ad offrire, ai fini dell'operazione, un corrispettivo nominale pari ad euro 1 per l'acquisizione del Ramo di Azienda, nonostante l'attribuzione al medesimo (sebbene con perimetro parzialmente differente dagli asset poi oggetto di effettiva cessione a febbraio 2015) di un valore "*fin da subito ritenuto negativo*"³⁵;
- stretto collegamento, nella fase di chiusura della trattativa su Breda, tra l'accordo sul prezzo del Ramo d'Azienda e l'immediata apertura della negoziazione su Ansaldo, al fine di definire l'intera Operazione;
- disponibilità di Hitachi Ltd., espressa con l'offerta vincolante presentata il 16 gennaio 2015 (ratificata dal C.d.A. nella seduta del 4 febbraio 2015³⁶), a offrire un corrispettivo positivo (euro 1) per il Ramo di Azienda più alto rispetto alle valutazioni su cui era basata la medesima offerta (*Enterprise Value* pari a euro 320 milioni ed *Equity value* negativo pari a euro - 47 euro/milioni)³⁷;
- accordo tra Hitachi Ltd. e Finmeccanica, in data 5 febbraio 2015³⁸ al fine di superare uno stallo nelle trattative, per apportare alcune variazioni nella struttura dell'operazione con l'intesa che Finmeccanica proceda ad una *cash injection* di euro 15 milioni, ferma restando l'offerta di 1 euro³⁹. Di conseguenza, la maggiore offerta di Hitachi Ltd. rispetto alle valutazioni interne passa da euro 47 milioni a euro 32 milioni;

on the Queen Equity Value, achievable by purchasing Bishop as well") emerge l'attribuzione, da parte del management, di un valore pari a euro 12,00 ove l'asset fosse stato venduto stand alone.

³³ Documentazione distribuita per la riunione del CdA di Hitachi del 10 dicembre 2014 ("The transaction is a "Package deal" of both Queen and Bishop").

³⁴ Documentazione distribuita per la riunione del CdA di Hitachi del 10 dicembre 2014:

- "In the event that Tower struggles to negotiate terms for the sale of Bishop, Tower's stake in Queen could be subject to an auction process as a stand alone transaction. In such a case the price of Queen would be much higher than anticipated. To avoid such scenario, Hitachi needs to be flexible for a mutually acceptable position for the Bishop acquisition");

- "Hitachi judged it should move forward the transaction for Queen on a favourable position by agreeing Bishop on ahead now that Hitachi has a window of opportunity where there is no credible rival bidder; under the above background, Hitachi aims to agree on the terms and conditions of Bishop acquisition accepting reasonable scope of compromise".

³⁵ Nota Hitachi del 23 novembre 2015.

³⁶ Offerta del 16 gennaio 2015 non binding di Hitachi, in cui Hitachi comunica a Finmeccanica di essere disponibile a pagare 1 euro il Ramo d'azienda, invece che -47 milioni di euro, se l'operazione fosse finalizzata sulla base dei termini e delle condizioni contrattuali proposte. Tale offerta, peraltro, oltre a recepire gli sviluppi delle trattative con Finmeccanica, faceva seguito al C.d.A. del 10 dicembre 2014 di Hitachi in cui, come già detto, si evidenziavano potenziali "upside" rivenienti dall'operazione in oggetto tra cui "a discount with an absolute value of approximately 550 €m on the [Ansaldo] Equity Value, achievable by purchasing [Breda] as well".

³⁷ E-mail di Enrico Prato (Citi) a diversi soggetti di UBS e Mediobanca del 19 gennaio 2015 in cui si chiariscono espressamente alcuni punti "Price: we confirm that, as a result of the New Letter, we have increased the price by 47m, or else we require Finmeccanica to inject less cash in the perimeter before transfer (subject to conditions outlined in the New Letter). The intention here is to request a cash injection/debt removal with a value that is 47m lower than the negative equity value implied by the valuation".

³⁸ Scambio di e-mail del 3 febbraio 2015 tra Giuseppe Panizzardi (Finmeccanica) e Dan Phillips (Hitachi) dove quest'ultimo, per la negoziazione per l'imputazione del beneficio fiscale derivante dalle perdite di Breda, presenta una controproposta volta espressamente a superare il blocco negoziale al fine di poter dare inizio all'apertura della negoziazione su Ansaldo ("[...] Following the subsequent discussions between our respective advisors, it is clear that we are all keen to resolve this issue quickly. Whilst we have different views about the present value of the tax costs/benefits (and how it is to be shared), the difference is not so great that it should impede progress on the overall transaction. [...] As the purpose of this proposal is to unlock the current impasse, it should be considered subject to opening of the three Queen datarooms overnight (in Tokyo, London and Milan). If this is achievable, please could you liaise with Citi to confirm the locations an any necessary logistics.").

³⁹ Tale elemento emerge già nella bozza di SPA allegata all'e-mail inviata da GOP a Grimaldi, del 5 febbraio 2015.

- attribuzione al Ramo di Azienda, nella documentazione di supporto al CdA di Hitachi Ltd. del 24 febbraio 2015⁴⁰, di un *Enterprise Value* di euro 352 milioni (a fronte della precedente stima di euro 320 milioni contenuta nell'offerta 16 gennaio 2015) e, dunque, maggiore di euro 32 milioni;
- mancata comunicazione da parte dell'Offerente dei dettagli quantitativi posti alla base dell'incremento dell'*Enterprise Value* nonostante la richiesta della Consob effettuata con nota dell'11 gennaio 2016. Dalle analisi interne emerge evidenza di un significativo incremento delle sinergie considerate rispetto alle precedenti stime⁴¹;
- presentazione, in data 24 febbraio 2015⁴², da parte di Hitachi Ltd. a Finmeccanica dell'offerta vincolante per la cessione della Partecipazione di Maggioranza a euro 9,65⁴³ per azione e attribuzione al Ramo di Azienda di un *Enterprise Value* euro 352 milioni;
- corrispondenza dell'incremento dell'*Enterprise Value* di euro 32 milioni con il maggior valore che Hitachi Ltd. sarebbe stata disposta, nell'offerta del 16 gennaio 2015, a riconoscere per il Ramo di Azienda (47 milioni di euro al netto dei 15 milioni di euro dell'apporto di liquidità concordato tra le parti tra gennaio e febbraio 2015);
- collocazione della valorizzazione finale del Ramo di Azienda (*Enterprise Value* pari a 352 milioni di euro) al di sotto del *range* di valore individuato da Citi (tra 360-480 milioni di euro), ma all'interno delle *fairness opinion* commissionate da Finmeccanica a UBS (tra 253-363 milioni di euro) e a Equita (tra 321-368 milioni di euro: il massimo del *range* stimato dagli *advisor* di Finmeccanica corrisponde al minimo di Citi.

2.2. Dalla contestualità degli elementi richiamati nel paragrafo precedente, è emerso che Hitachi Ltd., quanto meno dal mese di gennaio 2015, avesse espressamente manifestato a Finmeccanica l'intento di riconoscere per il Ramo di Azienda un maggior valore inizialmente pari a 47 milioni di euro – dato dalla differenza tra la valorizzazione negativa attribuita al Ramo di Azienda (di -47 milioni di euro) e l'offerta di un corrispettivo pari a 1 euro per l'acquisto dello stesso – che è poi diminuito divenendo pari a euro 32 milioni nell'offerta finale.

Conseguentemente, nonostante la dichiarata volontà del Venditore di mantenere separate le due operazioni di cessione, diversi elementi militano in favore dell'accertamento dell'esistenza di una intesa ("collusione") tra Hitachi Ltd. e il Venditore volta a riconoscere a quest'ultimo, nel maggior valore attribuito al Ramo di Azienda, una componente di prezzo aggiuntiva per l'acquisto della Partecipazione di Maggioranza.

È stata, in primo luogo, rilevata la disponibilità manifestata da Hitachi Ltd. a conferire per il Ramo di Azienda un valore (euro 1) maggiore di quello riconosciuto all'*asset* (-32 milioni, *i.e.* -47 milioni

Al riguardo, alla specifica domanda formulata sul fornire i dettagli quantitativi alla base dell'incremento di prezzo in oggetto, Hitachi ha rappresentato che l'*"aumento di fiducia è avvenuto in conseguenza a due attività, entrambe relative ad importanti traguardi di sviluppo del business e all'aver affrontato questioni rimaste in sospeso a seguito del periodo principale di due diligence e alla data della presentazione dell'offerta di Hitachi il 17 novembre 2014"*.

Tuttavia, le valutazioni riportate nella documentazione di supporto al C.d.A. di Hitachi Ltd. del 4 febbraio 2015, non evidenziano il summenzionato aumento di fiducia. La società infatti ha utilizzato ai fini dell'analisi dell'investimento in Breda gli stessi parametri in termini di tasso di sconto e di proiezioni finanziarie contenute nella documentazione di supporto al C.d.A. del 10 dicembre 2014 (*Enterprise Value* pari a 309 milioni di euro).

⁴⁰ Cfr. documentazione distribuita per la riunione del CdA di Hitachi Ltd. del 24 febbraio 2015: slide n. 11 dal titolo "*Bishop evaluation*" dove l'aumento è indicato unicamente con la motivazione "*Original conservative valuation was reviewed*" e "*Disputed Price Reviews under litigation: €91.7m (To be indemnified by Tower)*".

⁴¹ Documentazione di supporto al C.d.A. dell'Offerte del 24 febbraio 2015.

⁴² SPA firmato in data 24 febbraio 2015.

⁴³ Si noti che tale ultimo prezzo si colloca nella parte bassa dell'intervallo di congruità individuato da Citi (*advisor* finanziario di Hitachi) tra 9,50 euro e 11,50 euro.

al netto dei 15 milioni di *cash injection*) nella documentazione relativa all'offerta del 16 gennaio 2015 senza che ciò fosse supportato da specifica giustificazione: l'apprezzamento di Breda contenuto nell'offerta è stato solo in un secondo momento – in occasione della successiva offerta prospettata il 5 febbraio 2015 e confermata il 24 febbraio 2015 – riconciliato con uno speculare incremento dell'*Enterprise Value* di Breda.

In proposito, è stato reputato che le considerazioni fornite dall'Offerente alla Consob al fine di giustificare l'incremento di tale *Enterprise Value* sulla base di un "*aumento di fiducia*" in Breda appaiono poco fondate su elementi concretamente valutabili, ove si consideri:

- il breve lasso temporale in cui ciò sarebbe avvenuto, posto che alla data dell'offerta del 16 gennaio 2015 l'*Enterprise Value* era indicato in euro 320 milioni ed è del 24 febbraio 2015 la attribuzione a Breda, nella documentazione di supporto al CdA di Hitachi Ltd. del valore di euro 352 milioni;
- che le valutazioni giustificatrici dell'incremento di valore di euro 32 milioni riportate nella documentazione di supporto ai CdA 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 Hitachi è in grado di realizzare per effetto della combinazione con il proprio *business* (rimanendo invece fermi i parametri utilizzati da Hitachi ai fini dell'analisi dell'investimento in Breda, in termini di tasso di sconto e di proiezioni finanziarie, rispetto alla documentazione di supporto al CdA del 4 febbraio 2015, che portava ad un *Enterprise Value* pari a 320 milioni di euro).

In aggiunta, è emersa, ad esito dell'istruttoria, l'esistenza, tra le parti della complessiva operazione, di una comune consapevolezza che, data la struttura dell'operazione stessa (organizzata, si ricorda, come "*package deal*"), vi fosse la possibilità di compensare l'eventuale maggior esborso versato per l'acquisizione del Ramo di Azienda rispetto all'effettivo valore dello stesso⁴⁴ con un risparmio sul corrispettivo da pagare per l'acquisto di azioni Ansaldo su cui vi erano margini per recuperare il maggior importo riconosciuto. In tal senso, è stata rilevata la peculiarità della circostanza che l'incremento di 32 milioni di euro per il Ramo di Azienda, ove invece pagato per l'acquisto della partecipazione di maggioranza, avrebbe comportato un prezzo unitario per le azioni Ansaldo prossimo all'indicazione di prezzo fornita dal *management* di Hitachi Ltd. al CdA del 10 dicembre 2014 (pari a 10 euro).

Vi era, in altre parole, la consapevolezza che, in ragione dell'acquisizione contestuale di entrambi gli *asset*, a fronte di una certa flessibilità negoziale nella trattativa per l'acquisizione del Ramo di Azienda, Hitachi Ltd. avrebbe potuto acquisire il controllo di Ansaldo ad un corrispettivo minore⁴⁵, tanto che le due controparti, già nella fase di chiusura della trattativa su Breda, sono proiettate

⁴⁴ Documentazione distribuita per la riunione del C.d.A. di Hitachi del 10 dicembre 2014:

- "In the event that Tower struggles to negotiate terms for the sale of Bishop, Tower's stake in Queen could be subject to an auction process as a stand alone transaction. In such a case the price of Queen would be much higher than anticipated. To avoid such scenario, Hitachi needs to be flexible for a mutually acceptable position for the Bishop acquisition";
- "Hitachi judged it should move forward the transaction for Queen on a favorable position by agreeing Bishop on ahead now that Hitachi has a window of opportunity where there is no credible rival bidder; under the above background, Hitachi aims to agree on the terms and conditions of Bishop acquisition accepting reasonable scope of compromise".

⁴⁵ Tale circostanza emerge chiaramente dalla più volte citata Documentazione distribuita per la riunione del C.d.A. di Hitachi del 10 dicembre 2014:

- "in the event that Tower struggles to negotiate terms of the sale of Bishop, Tower's stake in Queen could be subject to an auction process as a stand alone transaction. In such case the price of Queen would be much higher than anticipated. To avoid such a scenario Hitachi needs to be flexible for a mutually acceptable position for the Bishop acquisition";
- "Hitachi judged it should move forward the transaction for Queen on a favorable position by agreeing Bishop on ahead now that Hitachi has a window of opportunity where there is no credible rival bidder; under the above background, Hitachi aims to agree on the terms and conditions of Bishop acquisition accepting reasonable scope of compromise".

all'apertura della negoziazione su Ansaldo⁴⁶: ciò è reso evidente dalla volontà di chiudere celermente la trattativa su Breda e dalla presenza nell'ambito di questa di rilevanti margini di flessibilità negoziale che costituiscono il presupposto per dare avvio immediato alla parte di trattativa su Ansaldo al fine di definire l'intera operazione.

Tale comune consapevolezza, accompagnata dalla non ragionevole o quanto meno insufficiente spiegazione dell'incremento di euro 32 milioni del prezzo del Ramo di Azienda, costituisce indice della condivisa intenzione di trasferire una parte del corrispettivo afferente ad Ansaldo nella transazione collaterale, al fine di corrispondere al Venditore in quest'ultima sede una componente di prezzo aggiuntiva⁴⁷.

Tale comunione di intenti pare sufficiente a ritenere integrata la fattispecie collusiva ipotizzata dagli Istanti e prevista dall'art 47-*octies* del Tuf nell'ampia nozione condivisa dal TAR del Lazio che, nel rigettare i ricorsi presentati dall'offerente e i soggetti con lo stesso agenti di concerto avverso l'unico provvedimento di aumento del prezzo disposto dalla Consob (Opa Camfin), 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. Tale impostazione – scelta dal legislatore nel momento in cui ha dato rilievo ad ogni collusione [...] – non collide con la direttiva 2004/25/CE in materia di offerte pubbliche di acquisto, in quanto 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”* (TAR Lazio, sentenze 3009/3011/3012 del 19 marzo 2014).

In effetti, si legge in altro punto della medesima decisione *“Laddove il prezzo effettivamente incamerato dal venditore di un pacchetto di controllo in ragione della cessione non dovesse corrispondere a quello pagato dall'acquirente di tale partecipazione (che si riverbera sul prezzo dell'Opa offerto alla totalità degli azionisti, il cessionario [rectius, cedente] percepirebbe un premio di controllo non “spalmabile” sugli altri azionisti, ad evidente detrimento degli stessi, creando così una delle situazioni definite nella letteratura gius-economica quale “estrazione di benefici privati del controllo”)*”⁴⁸.

Infine, si noti che il TAR del Lazio nella fattispecie in esame, aggiunge che non sarebbe invocabile la ricerca di una comune finalità delle parti volta a deprimere il prezzo dell'Opa *“per il semplice fatto che tale scopo è sicuramente estraneo al venditore il quale, pur essendo parte necessaria della*

⁴⁶ Scambio di e-mail del 3 febbraio 2015 tra Giuseppe Panizzardi (Finmeccanica) e Dan Phillips (Hitachi) dove quest'ultimo, per la negoziazione per l'imputazione del beneficio fiscale derivante dalle perdite di Breda, presenta una controproposta volta espressamente a superare il blocco negoziale al fine di poter dare inizio all'apertura della negoziazione su Ansaldo (*“[...] Following the subsequent discussions between our respective advisors, it is clear that we are all keen to resolve this issue quickly. Whilst we have different views about the present value of the tax costs/benefits (and how it is to be shared), the difference is not so great that it should impede progress on the overall transaction. [...] As the purpose of this proposal is to unlock the current impasse, it should be considered subject to opening of the three Queen datarooms overnight (in Tokyo, London and Milan). If this is achievable, please could you liaise with Citi to confirm the locations an any necessary logistics.”*).

⁴⁷ Documentazione distribuita per la riunione del C.d.A. di Hitachi del 10 dicembre 2014: slide n. 13 *“Hitachi understands that if Tower's stake in Queen were subject to an auction process as a stand-alone transaction, the price would be around 12 per share (compare with the offer price of 9.4 per share). This implies a discount with an absolute value of approximately 550m on the Queen Equity Value, achievable by purchasing Bishop as well”*.

⁴⁸ Citata sentenza 19 marzo 2014, n. 3009. La suddetta pronuncia ha formato oggetto di appello innanzi al Consiglio di Stato ad opera delle parti soccombenti. Il relativo giudizio risulta tuttora pendente, dopo lo svolgimento dell'udienza di discussione tenutasi lo scorso 10 novembre. Si precisa che tra le richieste formulate dai ricorrenti figura quella di sottoporre alla Corte di Giustizia una questione pregiudiziale, ai sensi dell'art. 267 TFUE, con specifico riguardo ai contenuti dell'art. 5, comma 4, della direttiva 2004/25/CE, ed al canone di determinatezza della fattispecie dallo stesso contemplato; canone che l'art. 106, comma 3, lett. d), n. 2, del d.lgs. n. 58 del 1998 avrebbe contraddetto nel momento in cui ha fatto riferimento alla fattispecie della *“collusione”* senza individuare le specifiche condotte idonee ad integrarla ovvero senza individuare criteri specifici atti ad individuare la condotta collusiva.

collusione, mira soltanto a trarre il massimo profitto dalla cessione del pacchetto di controllo posseduto. L'elemento qualificante della fattispecie, sotto il profilo volitivo, è invece 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'Opa 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 Opa 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'Opa" (enfasi aggiunta)⁴⁹.

2.3. Le considerazioni fin qui svolte, pertanto, inducono a ritenere sussistenti i presupposti per l'esercizio del potere di rettifica in aumento del prezzo d'offerta ai sensi dell'art. 106, comma 3, lett. d), n. 2, del Tuf e dell'art. 47-*octies* del Regolamento Emittenti ritenendosi accertata, tra le parti della complessiva operazione di cessione di Ansaldo e del Ramo di Azienda una "collusione" da cui emerge "il riconoscimento di un corrispettivo più elevato di quello dichiarato dall'offerente".

Peraltro, è da notarsi che l'entità dell'incremento scaturente dalla collusione non può in ogni caso essere individuata in quella ipotizzata dagli Istanti posto che gli stessi, al fine di stabilirla, prendono in considerazione un perimetro del Ramo di Azienda diverso da quello effettivamente trasferito, non tenendo conto del mantenimento in capo al Venditore della posizione debitoria e di altri elementi negativi.

La rettifica del prezzo d'offerta, inoltre, a differenza di quanto sembrano reputare gli Istanti, non può essere effettuata sulla base delle valutazioni teoriche relative al valore dei beni trasferiti; essa deve, bensì avvenire, sulla base degli elementi di fatto emersi dall'istruttoria svolta dall'Autorità sulla documentazione acquisita ed, in particolare, del riconoscimento di valore aggiuntivo operato dalle parti nonché risultante da tale documentazione.

In effetti, nella quantificazione dell'aumento, come indicato dall'art. 47-*octies* del Regolamento Emittenti, occorre tener conto che *"il prezzo dell'offerta è pari a quello accertato"* e che tale norma, come precisato dal TAR del Lazio, *"consent[e] alla Consob di rettificare il prezzo, nella sola misura corrispondente a quello effettivamente "accertato" sulla base degli elementi emersi nel corso dell'istruttoria. Tale criterio, fissato in sede regolamentare, delimita la discrezionalità dell'Autorità di settore nel sostituire il prezzo stabilito ex imperio a quello individuato dall'autonomia negoziale"*⁵⁰. In tal senso, il TAR del Lazio, pur ribadendo l'ampiezza del fenomeno collusivo che giustifica l'esercizio del potere, ha chiarito che l'aumento del prezzo disposto dalla Consob *"deve essere comunque calcolato in base ad un elemento "oggettivo", rappresentato dal punto di "equilibrio" raggiunto in sede di trattativa"*⁵¹.

2.4. Alla luce di tutte le circostanze emerse dall'istruttoria svolta, il citato incremento dell'*Enterprise Value* del Ramo di Azienda da 320 a 352 milioni di euro, per un importo pari a 32 milioni di euro è da ritenere ragionevolmente riconducibile a una componente ulteriore del corrispettivo concordato tra le parti per l'acquisto della Partecipazione di Maggioranza: conseguentemente, il prezzo da riconoscere agli azionisti di Ansaldo è costituito dal "ribaltamento", sulle singole azioni della quotata oggetto di trasferimento, della indicata sopravvalutazione del Ramo di Azienda.

Tale componente ulteriore di euro 32 milioni, suddivisa per il numero di azioni Ansaldo oggetto di

⁴⁹ *Ibidem*

⁵⁰ TAR Lazio, sentenza 19 marzo 2014, n. 3010 (adottata nel medesimo caso relativo all'OPA Camfin ma nell'ambito del giudizio instaurato da un azionista di minoranza che richiedeva un aumento del prezzo più consistente di quello accertato dalla Consob).

⁵¹ *Ibidem*.

acquisto da parte dell'Offerente (n. 80.131.081), equivale a un maggior valore per azione Ansaldo pari a euro 0,399.

Il prezzo accertato nell'ambito della collusione è pari alla somma di euro 9,50 (prezzo dichiarato dall'Offerente) e di euro 0,399 (componente di prezzo aggiuntiva che emerge dalla collusione) ed è dunque pari ad euro 9,899 per azione Ansaldo (già decurtato dell'importo del dividendo distribuito pari a 0,15 euro).

Si ritiene, pertanto, di dover accogliere le istanze di Amber e Bluebell nei termini sopra rappresentati.

Conclusivamente, ad esito delle istruttorie avviate su istanza di Amber e Bluebell, il prezzo dell'offerta pubblica di acquisto avente ad oggetto la totalità delle azioni emesse da Ansaldo promossa da Hitachi Rail deve essere rettificato in aumento a **euro 9,899**, ai sensi degli artt. 106, terzo comma, lett. d), numero 2), del decreto legislativo n. 58 del 24 febbraio 1998 e *47-octies*, del Regolamento Emittenti.