

Giustizia Amministrativa - Consiglio di stato Tribunali Amministrativi Regionali
Giustizia Amministrativa - Consiglio di stato Tribunali Amministrativi Regionali

Pubblicato il 10/01/2017

N. 00338/2017 REG.PROV.COLL.

N. 08735/2016 REG.RIC.

REPUBBLICA ITALIANA
IN NOME DEL POPOLO ITALIANO
Il Tribunale Amministrativo Regionale per il Lazio
(Sezione Seconda Quater)

ha pronunciato la presente

SENTENZA

sul ricorso numero di registro generale 8735 del 2016, proposto da:
Società Pirelli & C. S.p.A., in persona del legale rappresentante p.t.,
rappresentata e difesa dagli avvocati Francesco Gianni, Antonio Liroso,
Marco Martinelli, con domicilio eletto presso lo Studio Legale Gianni,
Origoni, Grippo & Partners in Roma, via delle Quattro Fontane, 20;
contro
CONSOB - Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, in persona
del legale rappresentante p.t., costituitasi in giudizio, rappresentata e
difesa dagli avvocati Salvatore Providenti, Gianfranco Randisi, Elisabetta
Cappariello, Giulia Patrignani, con domicilio eletto presso la propria sede
in Roma, via G.B. Martini, 3;
nei confronti di

Cairo Communication S.p.A., U.T. Communications S.p.A., in persona dei legali rappresentanti p.t., costituitesi in giudizio, rappresentate e difese dagli avvocati Sergio Erede, Gianfranco Veneziano, Guido Filippo Giovannardi, Luca Raffaello Perfetti, con domicilio eletto presso lo Studio Legale Bonelli Erede Pappalardo in Roma, via Salaria, 259;

Equita - Società di Intermediazione Mobiliare S.p.A., in persona del legale rappresentante p.t., costituitasi in giudizio, rappresentata e difesa dagli avvocati Giovanni Cocco, Andrea Conso, Paolo Basile, Giovanni Campidoglio, Chiara Guardamagna, con domicilio eletto presso lo studio dell'avvocato Giovanni Corbyons in Roma, via Cicerone, 44;

per l'annullamento, previa sospensione,

- del comunicato della Consob del 22 luglio 2016, pubblicato in pari data sul sito istituzionale, con cui, dopo avere esaminato gli esposti pervenuti relativi all'offerta Cairo su RCS, la Commissione non ha ritenuto, allo stato, sussistenti i presupposti per la sospensione cautelare dell'offerta Cairo, riservandosi, al contempo, ogni ulteriore accertamento sul punto;

- della delibera Consob, di estremi e contenuti sconosciuti, mai comunicata, con la quale è stato espresso il diniego all'esercizio dei poteri interdittivi/cautelari di cui al comunicato;

- di tutti gli altri atti e documenti presupposti e/o connessi,

nonché per l'accertamento

- delle violazioni, o, comunque, dell'esistenza di un "fondato sospetto" di violazioni, ai sensi dell'art. 102, comma 6, del D.Lgs. n. 58/98 (TUF), delle disposizioni di cui alla Parte IV, Titolo II, Capo II "Offerte pubbliche di acquisto o di scambio" del medesimo TUF, nonché delle relative disposizioni di cui al Regolamento Consob n. 11971/99 ("Regolamento Emittenti"),

nonché per la conseguente condanna

- della Consob a provvedere con l'adozione delle misure più idonee a tutelare la situazione giuridica soggettiva dedotta in giudizio e con espressa riserva di agire per il risarcimento dei danni subiti e subendi,

nonché, con riferimento ai motivi aggiunti:

per l'annullamento

- del verbale n. 5498 del 22 luglio 2016 relativo alla decisione della Consob di "non ritenere, allo stato, sussistenti i presupposti per la sospensione cautelare dell'offerta Cairo";

- della Relazione per la Commissione della Divisione Corporate Governance di Consob prot. 6770/16 del 21 luglio 2016 nonché, ove occorrer possa:

- del verbale n. 5496 del 21 luglio 2016;

- delle Relazioni per la Commissione della Divisione Corporate Governance n. 65985/16 del 15 luglio 2016, prot. 64962/16 del 13 luglio 2016, prot. 62434/16 del 5 luglio 2016,

nonché di ogni eventuale ulteriore determinazione e/o provvedimento comunque denominato, presupposto e/o collegato, ancorché non conosciuto, ivi incluse la nota della Divisione Mercati prot. n. 66016/16 del 15 luglio 2016 e la relativa nota di Equita prot. n. 67369/16 del 20 luglio 2016,

nonché per l'accertamento

- delle violazioni, o, comunque, dell'esistenza di un "fondato sospetto" di violazioni, ai sensi dell'art. 102, comma 6, del D.Lgs. n. 58/98 (TUF), delle disposizioni di cui alla Parte IV, Titolo II, Capo II "Offerte pubbliche di acquisto o di scambio" del medesimo TUF, nonché delle relative disposizioni di cui al Regolamento Consob n. 11971/99 ("Regolamento Emittenti"),

nonché per la conseguente condanna

- della Consob a provvedere con l'adozione delle misure più idonee a tutelare la situazione giuridica soggettiva dedotta in giudizio,

e per la condanna

- della CONSOB al risarcimento del danno.

Visti il ricorso, i motivi aggiunti e i relativi allegati;

Visti gli atti di costituzione in giudizio di CONSOB - Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, di Cairo Communication S.p.A. e di U.T. Communications S.p.A., nonché di Equita - Società di Intermediazione Mobiliare S.p.A.; Viste le memorie difensive;

Visti tutti gli atti della causa;

Relatore nell'udienza pubblica del giorno 22 novembre 2016 il dott. Francesco Arzillo e uditi per le parti i difensori come specificato nel verbale;

Ritenuto e considerato in fatto e diritto quanto segue.

FATTO e DIRITTO

1. Il presente contenzioso attiene all'esercizio dei poteri di vigilanza della CONSOB in pendenza del concorrente svolgimento di due offerte pubbliche di acquisto volontarie aventi ad oggetto la totalità delle azioni di RCS MediaGroup S.p.A., società quotata in borsa:

a) l'offerta pubblica di scambio (OPS) infine modificata in offerta pubblica di acquisto e scambio (OPAS) promossa da Cairo Communication S.p.A. per un corrispettivo costituito, a seguito dell'ultimo "rilancio", da n. 0,18 azioni Cairo Communication di nuova emissione, oltre ad una componente in denaro di euro 0,25 per ciascuna azione RCS portata in adesione;

b) l'offerta pubblica di acquisto (OPA) promossa da IMH per un corrispettivo esclusivamente in denaro costituito, a seguito dell'ultimo "rilancio", da euro 1 per ciascuna azione RCS portata in adesione.

2. La comprensione della vicenda richiede la preliminare esposizione dello svolgimento dei fatti.

2.1. In data 8 aprile 2016 Cairo Communication S.p.A. ha comunicato alla CONSOB, ai sensi dell'art. 102, comma 1, del TUF e dell'art. 37 del Regolamento CONSOB n. 11971/99, l'intenzione di promuovere un'offerta pubblica di scambio volontaria avente ad oggetto la totalità delle azioni RCS MediaGroup S.p.A., offrendo come corrispettivo n. 0,12 azioni Cairo

Communication per ciascuna azione ordinaria RCS apportata in adesione all'offerta. Al fine di deliberare in merito all'aumento di capitale sociale al servizio dell'OPS il Consiglio di Amministrazione di Cairo Communication ha convocato l'assemblea straordinaria dei soci per il 12 maggio 2016.

Il 13 aprile 2016 il Consiglio di Amministrazione di RCS ha diffuso un comunicato stampa concernente l'offerta e ha trasmesso alla CONSOB, e per conoscenza a Cairo, una lettera concernente l'offerta, formulando specifici rilievi sulla condizione dei finanziamenti.

In data 28 aprile 2016, Cairo Communication:

- ha depositato presso la CONSOB il documento d'offerta destinato alla pubblicazione;

- ha trasmesso alla CONSOB un'istanza per il rilascio del giudizio di equivalenza al prospetto informativo, ai sensi degli articoli 34-ter, comma 1, lett. j) e 57, comma 1, lett. e) del Regolamento Emittenti, delle informazioni contenute nel documento d'offerta ai fini della sua pubblicazione, reso necessario, secondo la disciplina comunitaria e nazionale in materia, dalla circostanza che in ogni offerta di scambio è presente anche un'offerta di sottoscrizione dei titoli offerti in cambio (in questo caso quelli della società quotata Cairo Communication).

In data 28 maggio 2016, Cairo Communication ha quindi pubblicato il documento d'offerta, approvato nella medesima data dalla CONSOB a seguito di una serie di accertamenti istruttori svolti in contraddittorio con l'offerente e con l'emittente RCS.

Il periodo di adesione all'Offerta Cairo è iniziato in data 13 giugno 2016.

2.2. In data 16 maggio 2016, ai sensi dell'art. 102 TUF, alcuni azionisti di RCS, ossia: Pirelli unitamente a Diego Della Valle & C. S.r.l., DI.VI. Finanziaria di Diego Della Valle & C. S.r.l., Mediobanca - Banca di Credito Finanziario S.p.A., UnipolSai Assicurazioni S.p.A. anche per conto di UnipolSai Finance S.p.A. e International Acquisitions Holding S. a r.l., hanno comunicato alla CONSOB l'intenzione di promuovere, tramite una

società di diritto italiano in corso di costituzione (successivamente individuata in IMH), un'offerta pubblica di acquisto volontaria sulla totalità delle azioni RCS, dedotte le complessive n. 117.927.168 azioni RCS detenute dai predetti azionisti di RCS, offrendo un corrispettivo pari a Euro 0,70. Detta offerta è stata qualificata, ai sensi dell'art. 103, comma 4, lett. d), del TUF, quale offerta concorrente rispetto a quella promossa da Cairo.

In data 11 giugno 2016, IMH ha pubblicato il documento d'offerta relativo all'OPA IMH, approvato in data 10 giugno 2016 dalla CONSOB a seguito di una serie di accertamenti istruttori svolti in contraddittorio con l'offerente e con l'emittente RCS.

Il periodo di adesione dell'OPA IMH è stato fissato dal 20 giugno 2016 al 15 luglio 2016.

2.3. La CONSOB, ai sensi dell'art. 44, comma 5, del Regolamento Emittenti, in funzione della circostanza per cui le offerte dovevano intendersi quali "concorrenti", ha disposto che il periodo di adesione all'Offerta Cairo fosse allineato al periodo di adesione dell'OPA IMH. Pertanto il termine del periodo di offerta dell'Offerta Cairo è stato esteso dall'8 luglio al 15 luglio 2016.

2.4. In data 17 giugno 2016 RCS ha pubblicato il comunicato di cui all'art. 103 del TUF relativo all'OPA, corredato del parere degli amministratori indipendenti nonché delle relative "fairness opinion".

2.5. Il rapporto di cambio dell'offerta Cairo Communication è stato successivamente incrementato in data 17 giugno 2016, passando da 0,12 a 0,16 azioni ordinarie Cairo Communication per ciascuna azione RCS.

In data 24 giugno 2016, IMH ha effettuato il primo rilancio, da Euro 0,70 a Euro 0,80 per ciascuna azione RCS.

In data 1 luglio 2016 Cairo Communication ha effettuato il secondo rilancio, da 0,16 a 0,17 azioni ordinarie Cairo Communication per ciascuna azione RCS;

In data 8 luglio 2016 sono stati effettuati i rilanci finali cd. "al buio":

- quello di Cairo Communication da 0,17 a 0,18 azioni ordinarie Cairo Communication per ciascuna azione RCS, con una componente in contanti aggiuntiva pari ad Euro 0,25 per ogni azione RCS portata in adesione all'OPAS;

- quello di IMH, con un corrispettivo pari ad 1 Euro per ciascuna azione RCS.

Nelle more hanno avuto luogo i prescritti adempimenti procedurali.

2.6. Il periodo di adesione alle offerte è terminato il 15 luglio 2016.

In data 18 luglio 2016:

a) Cairo Communication ha reso noti i risultati provvisori dell'OPAS, precisando, tra l'altro: (i) che erano state portate in adesione all'offerta (al netto delle revoche) n. 254.786.763 azioni RCS, pari al 48,82236% del capitale sociale di RCS; (ii) di rinunciare alla Condizione del Livello Minimo di Adesioni; (iii) "ferma la verifica sulla realizzazione delle condizioni dell'Offerta diverse dalla Condizione del Livello Minimo di Adesioni che sarà effettuata entro il 21 luglio 2016, l'Offerta risulta prevalente rispetto all'offerta concorrente promossa da International Media Holding S.p.A...."; inoltre, in esito all'assemblea straordinaria di Cairo Communication chiamata a deliberare l'aumento di capitale a servizio dell'OPAS Cairo, Cairo Communication ha comunicato di rinunciare a tutte le restanti condizioni di efficacia dell'OPAS medesima;

b) IMH ha reso noti i risultati provvisori relativi all'OPA precisando che: (i) la partecipazione nel capitale sociale di RCS detenuta da IMH e dai suoi soci era pari a complessive n. 196.749.438 azioni ordinarie RCS, corrispondenti al 37,7% del capitale sociale di RCS; (ii) alla luce dei risultati provvisori dell'Offerta IMH, "la Condizione sul Quantitativo Minimo (come definita nel Documento di Offerta) non risulta avverata e IMH comunica di non avvalersi della facoltà di rinunciare alla stessa e che pertanto l'Offerta IMH è da considerarsi priva di efficacia".

In data 21 luglio 2016, Cairo Communication ha reso noti i risultati definitivi dell'OPAS, precisando che, al termine del periodo di adesione,

risultavano portate in adesione (al netto delle revoche) n. 254.785.320 azioni RCS, rappresentative del 48,82% del capitale sociale di RCS e delle azioni ordinarie RCS oggetto dell'offerta.

Nella stessa data IMH ha reso noti i risultati definitivi dell'OPA, precisando che risultavano portate in adesione complessive n. 67.496.070 azioni RCS, pari al 12,9% del capitale sociale di RCS e al 16,7% delle azioni RCS oggetto dell'offerta IMH.

Il 22 luglio 2016 ha avuto inizio il periodo di cinque giorni di borsa aperta durante il quale, ai sensi dell'44, comma 7, del Regolamento Emittenti, gli azionisti RCS che avevano portato le proprie azioni in adesione all'OPA potevano apportare tali azioni all'OPAS, considerata quale offerta risultata prevalente.

Il 28 luglio 2016 si è concluso il predetto periodo di cinque giorni di borsa aperta.

In data 29 luglio 2016, Cairo Communication ha reso noti i risultati definitivi relativi al numero di azioni portate in adesione all'OPAS dal 22 al 28 luglio 2016, precisando che risultavano portate in adesione 56.732.454 azioni RCS, rappresentative del 10,87% del capitale sociale di RCS e delle azioni ordinarie RCS oggetto dell'Offerta. La partecipazione finale acquisita in RCS era pertanto pari al 59,69%.

In data 9 agosto 2016 Cairo Communication, per conto di UTC, ha diffuso un comunicato stampa con cui ha reso noto l'avvio di un'operazione di acquisto di azioni ordinarie Cairo Communication S.p.A. attraverso una procedura di "reverse accelerated bookbuilding" (RABB) rivolta a investitori istituzionali, fino a un massimo di n. 1.755.000 azioni ordinarie di Cairo Communication S.p.A. pari all'1,3% circa del capitale sociale, volta a mantenere una partecipazione superiore al 50% nella società quotata. L'operazione è stata poi effettivamente realizzata con il conseguimento dell'obiettivo.

2.7. Nel corso della vicenda è stata presentata alla CONSOB una serie di esposti.

In data 10, 12, 13 e 14 luglio 2016, IMH ha presentato alla CONSOB quattro diversi esposti, volti a segnalare alcuni elementi ritenuti indicativi della sussistenza di un ragionevole sospetto di gravi irregolarità nell'Offerta Cairo, per la violazione delle norme inderogabili poste a tutela del mercato e degli investitori nell'ambito delle offerte pubbliche di acquisto e scambio, nonché delle norme di prevenzione degli abusi di mercato, che salvaguardano il regolare andamento dei mercati finanziari e la corretta formazione dei prezzi sugli stessi, al solo scopo di ostacolare o impedire l'esito positivo dell'OPA IMH concorrente, in spregio dei fondamentali principi di correttezza e trasparenza applicabili in presenza di offerte concorrenti.

In data 20 luglio 2016, IMH, unitamente a Pirelli e alle società del gruppo Della Valle, ha depositato un ulteriore esposto avente ad oggetto l'asserita violazione del principio di parità di trattamento e di altre disposizioni, con particolare riferimento all'acquisto di ingenti pacchetti azionari RCS da parte di Equita SIM S.p.A. ("Equita"), consulente finanziario di Cairo Communication e intermediario incaricato della raccolta delle adesioni all'Offerta Cairo, e da parte U.T. Communications S.p.A ("UTC"), società controllata dal dott. Cairo, entrambi chiaramente qualificabili, ad avviso delle esponenti, come soggetti che agiscono di concerto con Cairo Communication.

Dal canto suo, anche Cairo ha presentato alla CONSOB alcuni esposti in data 3 maggio 2016, 15 maggio 2016, 3 giugno 2016, 13 luglio 2016 e 5 agosto 2016.

3. In data 22 luglio 2016, la CONSOB ha adottato e pubblicato sul proprio sito istituzionale il Comunicato di questo tenore:

“Esposti pervenuti relativi all'offerta Cairo su Rcs

La Commissione ha esaminato gli esposti pervenuti relativi all'offerta Cairo su Rcs.

Riservandosi ogni eventuale ulteriore accertamento, la Commissione non ha ritenuto, allo stato, sussistenti i presupposti per la sospensione cautelare dell'offerta Cairo".

4. Con il ricorso introduttivo la ricorrente Società Pirelli & C. S.p.A.:

a) ha impugnato il predetto comunicato CONSOB del 22 luglio 2016, unitamente agli atti presupposti, tra i quali l'eventuale delibera presupposta, di estremi e contenuti ignoti;

b) ha chiesto l'accertamento delle violazioni, o, comunque, dell'esistenza di un "fondato sospetto" di violazioni ai sensi dell'art. 102, comma 6, del TUF, delle disposizioni di cui alla Parte IV, Titolo II, Capo II "Offerte pubbliche di acquisto o di scambio" del medesimo TUF e delle relative disposizioni di cui al Regolamento CONSOB n. 11971/99 ("Regolamento Emittenti");

c) ha chiesto la conseguente condanna della CONSOB a provvedere all'adozione delle misure più idonee a tutelare la situazione giuridica soggettiva dedotta in giudizio.

Con i successivi motivi aggiunti la ricorrente:

a) ha altresì impugnato:

- il verbale n. 5498 del 22 luglio 2016 relativo alla decisione della CONSOB di "non ritenere, allo stato, sussistenti i presupposti per la sospensione cautelare dell'offerta Cairo";

- la Relazione per la Commissione della Divisione Corporate Governance di CONSOB prot. 6770/16 del 21/7/16;

- il verbale n. 5496 del 21 luglio 2016;

- le Relazioni per la Commissione della Divisione Corporate Governance n. 65985/16 del 15 luglio 2016, prot. 64962/16 del 13 luglio 2016, prot. 62434/16 del 5 luglio 2016;

- gli atti connessi, ivi incluse la nota della Divisione Mercati prot. n. 66016/16 del 15 luglio 2016 e la relativa nota di Equita prot. n. 67369/16 del 20 luglio 2016;

b) ha nuovamente chiesto sia l'accertamento delle violazioni, o, comunque, dell'esistenza di un "fondato sospetto" di violazioni ai sensi dell'art. 102, comma 6, del TUF, delle disposizioni di cui alla Parte IV, Titolo II, Capo II "Offerte pubbliche di acquisto o di scambio" del medesimo TUF e delle relative disposizioni regolamentari, sia la condanna della CONSOB a provvedere all'adozione delle misure più idonee a tutelare la situazione giuridica soggettiva dedotta in giudizio, volte, da un lato, a impedire il protrarsi della situazione di controllo illegittimamente acquisita da Cairo e, dall'altro, a consentire alla ricorrente di soddisfare utilmente la propria pretesa concernente l'acquisizione del controllo di RCS;

c) ha infine chiesto il risarcimento dei danni subiti e subendi, unitamente:

- alla rivalutazione monetaria del relativo importo secondo gli indici Istat;
- alla corresponsione degli interessi nella misura legale secondo il tasso vigente sulle somme progressivamente e via via rivalutate, in funzione remunerativa e compensativa della mancata tempestiva disponibilità della somma dovuta a titolo di risarcimento del danno;
- alla corresponsione, su tutte le somme come sopra determinate, degli interessi legali dalla data di deposito della decisione e fino all'effettivo soddisfo.

In sintesi, la parte ricorrente lamenta che la CONSOB non abbia esercitato i poteri ad essa attribuiti dall'ordinamento a tutela del mercato in modo corretto e conforme al dettato e alla ratio delle disposizioni interessate, rimanendo inerte dinanzi alle ripetute segnalazioni di violazioni di norme di legge e regolamentari da parte di Cairo Communication e dei soggetti agenti di concerto con essa, così falsando il percorso e l'esito della competizione fra le due offerte concorrenti.

5. Si sono costituite in giudizio la CONSOB - Commissione Nazionale per le Società e la Borsa; Cairo Communication S.p.A. e U.T. Communications S.p.A.; Equita - Società di Intermediazione Mobiliare S.p.A..

6. Con il decreto n. 4314/2016, il presidente di questa Sezione ha respinto la domanda di misure cautelari monocratiche, con la seguente motivazione:

- “la controversia attiene al mancato esercizio, da parte della CONSOB, dei poteri cautelari/interdittivi in ordine all’Offerta Pubblica di Acquisto/Scambio proposta da Cairo Communication S.p.A.”;

- “il periodo di adesione all’offerta si è chiuso il 22 luglio 2016, con conseguente perfezionamento dei relativi effetti tra le parti”;

- “il ricorso, munito delle contestuali istanze cautelari in sede monocratica e collegiale, è stato depositato il giorno 28 luglio 2016, che coincide con l’ultimo giorno del periodo 22 luglio-28 luglio, concesso per la cd. “migrazione”, ossia per l’eventuale conferimento dei titoli all’offerta vincitrice, da parte di coloro che avevano aderito all’altra offerta”;

- “non sussistono, allo stato, i presupposti di estrema gravità e urgenza per la concessione della tutela cautelare monocratica avverso l’atto impugnato (comunicato del 22 luglio 2016), in quanto essa inciderebbe essenzialmente sul regolamento dei corrispettivi relativi a una quota marginale del capitale della società target”;

- “detta considerazione, valida anzitutto per la richiesta sospensione dell’offerta, o comunque per l’imposizione di un riesame sul punto, risulta altresì valida a maggior ragione con riferimento alla richiesta di un intervento cautelare in ordine all’inibizione dei diritti di voto inerenti le azioni RCS detenute da Cairo Communication S.p.A. (e questo a prescindere da ogni ulteriore considerazione sul punto)”;

- rimangono comunque riservate “alla sede collegiale, sia nella fase cautelare sia nella fase di merito, tutte le questioni sia processuali che sostanziali prospettate con il ricorso e con le note difensive della CONSOB e di Cairo Communication S.p.A.”.

In quella sede il presidente ha anche disposto incumbenti istruttori, poi integrati con l’ordinanza presidenziale del 24 agosto 2016.

In sede collegiale, questa Sezione, con l'ordinanza n. 5013 del 1° settembre 2016, ha nuovamente respinto la domanda cautelare con la seguente motivazione:

- "il limite di intervento della Consob nella fattispecie in esame (OPA volontaria) appare chiaramente delineato dalla specifica normativa di riferimento, che non consente l'esercizio del potere cautelare/repressivo al di fuori del periodo di pendenza dell'offerta (art. 102, comma 6, T.U.F.)";
- "comunque, una volta conclusa l'offerta, viene meno l'utilità e la stessa possibilità di un intervento cautelare del giudice amministrativo, che sarebbe sostanzialmente privo di oggetto, quanto all'esercizio del predetto potere cautelare/repressivo";
- "i profili relativi alle vicende di carattere societario, in sé considerati, appaiono prima facie estranei alla giurisdizione di questo giudice";
- "la questione di un'eventuale considerazione di tali profili in via mediata, in relazione all'esercizio dei poteri della Consob, rimane sostanzialmente riservata alla fase del merito della controversia, essendo dubbia, d'altra parte, la configurabilità di un intervento cautelare del giudice amministrativo al riguardo sotto vari aspetti";
- "la posizione della parte ricorrente non rimane per questo sfornita di tutela, in considerazione dei rimedi anche cautelari che l'ordinamento riserva nella materia societaria alla sede giurisdizionale ordinaria";
- "quindi non sussiste, alla luce delle precedenti considerazioni, un pregiudizio grave e irreparabile tale da imporre i provvedimenti di cui all'art. 119, commi 3 e 4, c.p.a."

7. Il ricorso è stato infine chiamato per la discussione all'udienza pubblica del 22 novembre 2016 e quindi trattenuto in decisione.

8. Il Collegio non può che muovere, secondo il consueto ordine logico - giuridico (che trova positivo riscontro nella previsione dell'art. 276, comma 2, c.p.c.), dall'esame delle eccezioni pregiudiziali proposte dalle difese dell'Amministrazione e dei controinteressati.

Al riguardo occorre tuttavia premettere che detto esame va rigorosamente circoscritto all'essenziale.

Non è infatti il caso, per evidenti ragioni che attengono sia all'economia processuale sia al rispetto di una ragionevole distinzione tra i profili di rito e quelli di merito, di anticipare in limine litis la trattazione di una serie di profili prospettati nelle predette eccezioni, soprattutto con riferimento alla portata del sindacato di questo giudice e dei connessi poteri cognitori in relazione al risultato perseguito dalla parte ricorrente.

8.1. La prima eccezione da affrontare è quella relativa al difetto di giurisdizione, che è stata proposta dalle difese della CONSOB e dei controinteressati sotto vari complementari profili (anche nel contesto di una più generale ritenuta inammissibilità/improcedibilità dell'impugnativa).

Si tratta di un'eccezione che, considerata nel complesso e nella sua sostanza, attiene primariamente al difetto assoluto di giurisdizione, ma coinvolge anche profili asseritamente ascrivibili alla giurisdizione ordinaria.

Si sostiene, in sintesi:

- a) che l'azione proposta innanzi a questo giudice è volta a ottenere una pronuncia idonea a surrogare la CONSOB nell'esercizio del potere discrezionale a quest'ultima riconosciuto, in via esclusiva, dall'art. 102, comma 6, del TUF: con il che questo giudice verrebbe a sostituirsi all'Amministrazione nell'esercizio di prerogative di intervento alla stessa riservate, al di fuori delle ipotesi - tassative - di giurisdizione di merito e dei limiti ricavabili dagli orientamenti giurisprudenziali in materia di discrezionalità tecnica;
- b) che il giudice amministrativo non ha il potere di accertare le violazioni alla luce delle risultanze istruttorie successive all'atto impugnato;
- c) che il medesimo non può adottare provvedimenti tali da riassegnare il controllo alla parte ricorrente, anche mediante la "sterilizzazione" dei diritti di voto in capo a Cairo ai sensi dell'art. 110, comma 1, TUF, ovvero

attraverso la riapertura dell'offerta o attraverso la risoluzione o annullamento o dichiarazione di nullità dei contratti di compravendita di azioni RCS conclusi in adesione all'offerta Cairo, trattandosi di poteri estranei alle attribuzioni della CONSOB (non essendosi in presenza, tra l'altro, di una sorta di aggiudicazione a seguito di una gara "ad evidenza pubblica"), o comunque incidenti sull'assetto societario e sulle delibere assembleari: aspetti che per certi versi sono sottratti alla cognizione giudiziaria e per altri sono riservati alla giurisdizione ordinaria.

8.1.1. Il Collegio non intende negare che la propria cognizione sia sottoposta a pregnanti limiti - non solo "interni" - che vanno tenuti presente nello scrutinio del merito della controversia. Ma nella fase di esame preliminare di queste questioni la domanda giudiziale contenuta nel ricorso deve essere interpretata alla stregua dell'ordinario principio di conservazione degli atti, che vale anche nel campo processuale secondo la costante giurisprudenza della Cassazione, nonché in maniera conforme agli artt. 24 e 113 della Costituzione, che garantisce in linea di principio l'accesso a un giudice per la tutela nei confronti dell'attività amministrativa.

Ad avviso del Collegio, la controversia rientra nell'ambito della giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo ai sensi dell'art. 133, comma 1, lettera c) del c.p.a., che ha ad oggetto, tra l'altro, "le controversie [...] afferenti alla vigilanza sul credito, sulle assicurazioni e sul mercato mobiliare".

L'azione proposta, considerata nel suo complesso alla luce del consolidato criterio del *petitum* sostanziale, attiene proprio alla tutela avverso l'operato della CONSOB nell'esercizio dei poteri di vigilanza, dei quali viene lamentato il cattivo esercizio.

In questo ambito rientrano pacificamente i profili impugnatori, ma anche quelli relativi all'accertamento (che alla stregua di A.P. 23 marzo 2011, n. 3 e 29 luglio 2011, n.15, sono immanenti nel sistema), nonché quelli *tout court* "conseguenziali", siano essi di carattere risarcitorio e/o assumano la

veste di una tutela “in forma specifica” ai sensi dell’art. 34, comma 1, lettera c) c.p.a.. E ciò anche a prescindere dal grado di specificazione della domanda originaria, avuto riguardo anche ad alcune precisazioni ricavabili dagli atti della parte ricorrente, le quali costituiscono, in questo contesto, un’ammissibile emendatio libelli, da cui si evince con chiarezza il risultato che la stessa parte intende conseguire: rimettere in discussione l’esito dell’offerta ai fini dell’acquisizione del controllo di RCS, anche per il tramite dell’imposizione a Cairo di alienare le azioni acquisite e/o di non esercitare i diritti di voto, o comunque di provvedimenti idonei a incidere sulle titolarità delle azioni e sull’esercizio dei relativi diritti.

8.1.2. Con specifico riferimento, poi, al (parziale) difetto “relativo” di giurisdizione in ordine ai profili attinenti alla materia societaria, il Collegio non può non riconoscere che le relative questioni rientrano nella giurisdizione del giudice ordinario, ove considerate direttamente in sé stesse.

Ma nel caso di specie la parte ricorrente non chiede a questo giudice di pronunciarsi direttamente su una controversia societaria o comunque civilistica, quanto piuttosto di sindacare l’esercizio (o il mancato esercizio) dei poteri della CONSOB, pronunciandosi in via consequenziale mediante l’adozione di atti rientranti nelle forme di tutela in forma specifica, alla stregua del codice del processo amministrativo. In altri termini, si tratterebbe di conoscere dei profili civilistici e societari in via mediata, tramite la considerazione del potere amministrativo, di cui il giudice amministrativo è - nel nostro sistema - il giudice “naturale” (cfr. l’art. 7 c.p.a., che fa riferimento all’esercizio o al mancato esercizio del potere amministrativo).

Anche sotto questo profilo, quindi, si tratta di un’azione rientrante in linea di principio nella giurisdizione di questo giudice; ferma restando, poi, la necessità di esaminare nel merito la portata e i contenuti delle pretese azionate in giudizio, sotto il profilo della compatibilità con il vigente ordinamento sostanziale e processuale.

8.1.3. Analogamente va detto con riferimento alla dedotta attribuzione al giudice ordinario della cognizione sui provvedimenti sanzionatori, in quanto essi non vengono direttamente in rilievo nella presente controversia quale oggetto di un'apposita domanda di accertamento o condanna.

8.2. Le difese dell'Amministrazione e dei controinteressati hanno poi eccepito, sotto vari ulteriori profili, la inammissibilità e/o improcedibilità del ricorso per carenza originaria e/o sopravvenuta di interesse.

Le eccezioni si fondano sui seguenti rilievi:

a) il comunicato impugnato non è un provvedimento amministrativo, mentre gli atti istruttori della CONSOB sono atti endoprocedimentali privi del carattere di lesività, e come tali non impugnabili; mentre un'eventuale contestazione andava proposta nelle forme del rito previsto per l'impugnazione del silenzio;

b) l'offerta avente ad oggetto le azioni di RCS si è ormai definitivamente conclusa; ne consegue che l'accoglimento del ricorso non potrebbe comunque rimettere in discussione l'esito della contesa per il controllo di RCS, ormai irrevocabilmente consolidatosi, in quanto nessun provvedimento giudiziale potrebbe far regredire la situazione allo status quo ante, tanto più che nel caso in esame mancherebbe la prova del fatto che l'adesione del mercato all'offerta degli odierni ricorrenti potesse raggiungere un livello tale da comportare l'acquisizione del controllo di RCS;

c) in particolare, l'auspicato riesercizio del potere di sospendere o interdire le offerte si è esaurito il 22 luglio 2016 (data di conclusione dell'offerta Cairo), o al più tardi il 4 agosto 2016 (data di conclusione della fase tecnica di "migrazione" degli aderenti all'offerta IMH verso l'offerta Cairo risultata vittoriosa): e quindi, dall'annullamento e dal connesso accertamento giudiziale, nonché dai conseguenti provvedimenti di condanna, nessuna utilità potrebbe risultare per la parte ricorrente;

d) le stesse ricorrenti hanno infine riconosciuto - con i comunicati stampa del 18 e 21 luglio 2016 - l'inefficacia dell'OPA lanciata su RCS, trattandosi di OPA condizionata al raggiungimento del controllo di diritto sulla società - target, o quantomeno a un numero di adesioni tali da consentire all'offerente di esprimere un numero di voti sufficiente a determinare l'esito delle delibere dell'assemblea ordinaria di RCS;

e) Pirelli S.p.A. non è dotata di autonoma legittimazione a ricorrere.

8.2.1. L'eccezione di cui al precedente punto a) è infondata.

Va anzitutto sottolineata la difficoltà di adattare le categorie dogmatiche tratte alla complessa fenomenologia dell'azione delle cd. Authorities, come normativamente e istituzionalmente configurata; non possono sottacersi, d'altra parte, le recenti elaborazioni dottrinali dirette a superare la rigida distinzione tra provvedimenti e atti strumentali, o addirittura a superare la nozione di "mero atto amministrativo".

In particolare, poi, è decisivo osservare che parte ricorrente ha impugnato sia il comunicato sia gli atti presupposti (questi ultimi implicitamente con il ricorso introduttivo e quindi puntualmente con i motivi aggiunti: ciò vale in particolare per la deliberazione collegiale della Commissione, quale risultante dal relativo verbale).

Il *volitum* amministrativo, risultante dal deliberato collegiale della CONSOB, è stato esternato e reso pubblico - ancorché in forma sintetica - mediante il comunicato. Si tratta, in buona sostanza, di due momenti di un agire unitario che si è concretato in atti aventi valore pienamente dispositivo delle situazioni giuridiche coinvolte, posto che - com'è noto - anche il cd. "rifiuto di provvedimento" si manifesta mediante un provvedimento negativo in senso proprio, il quale costituisce esercizio (in negativo) del potere.

E' innegabile, quindi, che questi atti sono complessivamente idonei a incidere sulle situazioni giuridiche soggettive dei partecipanti alla gara: essi sono dotati di piena lesività, la quale postula una (altrettanto) piena garanzia di tutela.

E al riguardo è appena il caso di precisare che qui non ricorre la classica ipotesi di “mancato provvedimento” a seguito di un esposto del privato, sia perché in effetti l’Amministrazione si è pronunciata (ancorché negativamente), sia perché le segnalazioni provenivano da un soggetto “concorrente” nell’acquisizione del controllo di RCS e come tale titolare di una posizione particolarmente qualificata a pretendere il corretto esercizio dei poteri di vigilanza (essendo noto che, secondo la giurisprudenza amministrativa, l’obbligo di provvedere non nasce solamente da norme specifiche, ma anche in presenza di situazioni tali da giustificare un particolare e qualificato affidamento del privato). Profilo, questo, che conferma anche - sotto altro aspetto - la sussistenza di un provvedimento negativo, attesa l’impossibilità di qualificare la decisione di non adottare il richiesto provvedimento, da parte della CONSOB - se non quale silenzio inadempimento - almeno quale una sorta di “non atto”, ossia quale “decisione (esplicita e non tacita) di non adottare un provvedimento”: secondo autorevole dottrina, questa evenienza deve infatti essere esclusa quando l’operato dell’amministrazione, anche se avviato ex officio, coinvolge comunque interessi di privati.

E del resto la “decisione” riportata nel verbale n. 5498 è così articolata: “La Commissione non ritiene, allo stato, sussistenti i presupposti per la sospensione cautelare dell’offerta Cairo”.

8.2.2. Parimenti infondate sono le eccezioni di cui ai punti b) e c), per l’assorbente considerazione che l’odierna ricorrente si è riservata di proporre (con il ricorso introduttivo) e poi ha effettivamente proposto (con i motivi aggiunti) l’azione risarcitoria.

Ciò è sufficiente per configurare l’originaria e perdurante sussistenza dell’interesse al ricorso, alla stregua dei principi comunemente ricevuti, in considerazione dell’utilità dell’eventuale accoglimento del ricorso, quantomeno ai fini dell’eventuale declaratoria dell’illegittimità dei provvedimenti della CONSOB (arg. ex art. 34, comma 3, c.p.a.).

8.2.3. L'eccezione di cui al punto d) va anch'essa disattesa, in quanto è evidente che la semplice presa d'atto, da parte di IMH, del mancato raggiungimento dell'obiettivo dell'offerta, così come configurata originariamente, lungi dal far venir meno l'interesse a ricorrere, ne costituisce invece un presupposto fondamentale: il ricorso è infatti volto proprio a rimettere in discussione il risultato finale di una competizione asseritamente alterata.

8.2.4. Infondata è infine l'eccezione sub e), in quanto Pirelli S.p.A. ha agito formalmente quale "soggetto coinvolto" (alla stregua del relativo documento di offerta, p. 15 s.) e come tale è pienamente legittimata alla proposizione del ricorso in quanto titolare di una posizione differenziata e qualificata (cfr. TAR Lazio, sez. II, 19 marzo 2014, n. 3011).

9. Una volta deliberate le eccezioni pregiudiziali, occorre passare all'esame del merito della controversia.

Dette questioni sono state opportunamente articolate dalla stessa ricorrente in tre motivi di impugnazione (con i correlati motivi aggiunti), i quali nel complesso raggruppano una pluralità di censure ed hanno rispettivamente ad oggetto:

- 1) i profili procedurali e istruttorio-motivazionali;
- 2) le quattro questioni attinenti all'acquisto di azioni RCS da parte di UTC ed Equita, nonché alla modifica dell'Offerta Cairo:
 - a) violazione del divieto di acquisti a prezzi superiori sancito dall'art. 44, comma 8, del Regolamento Emittenti;
 - b) violazione delle regole di correttezza e di parità di trattamento di cui all'art. 103, comma 1, del TUF e dell'art. 42 del Regolamento Emittenti, negli acquisti effettuati da UTC ed Equita;
 - c) violazione della "cash alternative rule" di cui all'art. 106, comma 2-bis, del TUF, negli acquisti effettuati da UTC ed Equita;
 - d) illegittimità dell'ultimo rilancio di Cairo, con aggiunta di una componente in denaro, in quanto comportante una radicale modifica

dell'offerta al di fuori dei termini previsti dall'art. 44, comma 4, del Regolamento Emittenti;

3) i profili concernenti le azioni manipolative sui titoli RCS e Cairo, asseritamente volte a favorire surrettiziamente l'Offerta Cairo.

10. Con il primo motivo di ricorso (e con il corrispondente motivo aggiunto) si censura l'operato di CONSOB sotto un complessivo profilo procedurale, istruttorio e motivazionale sostenendosi (in sintesi):

- che il comunicato è carente di un'effettiva motivazione circa "i presupposti di fatto e le ragioni giuridiche che hanno determinato la decisione dell'amministrazione in relazione alle risultanze dell'istruttoria" (art. 3 L. 241/90, nonché, in termini identici per quanto riguarda i provvedimenti della CONSOB, art. 24 della L. n. 262/05);

- che il comunicato impugnato appare adottato anche in difetto di un'idonea istruttoria e di un quadro informativo adeguato;

- che la CONSOB ha assunto una posizione soprassessoria del tutto illogica: da un lato ha ritenuto immotivatamente insussistenti i presupposti per la sospensione dell'Offerta Cairo, escludendo la ricorrenza del "fondato sospetto di violazioni" (ai sensi dell'art. 102, comma 6, lett. a) del TUF); dall'altro si è riservata, del tutto contraddittoriamente, un potere di intervento solo ex post, in frontale contrasto proprio con l'asserita insussistenza dei presupposti per la sospensione cautelare, in tal modo trascurando il collegamento tra i due profili;

- che detta contraddizione emerge anche dal fatto che la CONSOB ha negato la sussistenza del "fondato sospetto" rilevante ai fini della richiesta sospensione, pur dando atto, come emerge dalla documentazione depositata in giudizio, dell'esistenza di verifiche ed approfondimenti in corso - da parte della Divisione Mercati - sulle questioni sollevate con gli esposti della ricorrente;

- che la Commissione, nella qualità di titolare del potere di disporre la sospensione e/o la decadenza dell'OPAS ai sensi dell'art. 102, comma 6,

lett. a) e c), del TUF, non è tenuta ad accettare in modo acritico e dogmatico le conclusioni raggiunte dai propri Uffici, dovendo svolgere un'istruttoria autonoma o quantomeno di una sua valutazione critica: cosa che nella specie non sarebbe avvenuta.

10.1. Il motivo è complessivamente infondato.

L'operato della CONSOB nella vicenda in esame è stato conforme ai principi che governano l'istruttoria e la motivazione nel procedimento amministrativo.

10.1.1. Al riguardo occorre svolgere anzitutto alcune considerazioni in ordine al tipo di potere attribuito alla CONSOB alla stregua del disposto dell'art. 102, comma 6, lett. a) e c), del TUF:

"6. In pendenza dell'offerta la Consob può:

a) sospenderla in via cautelare, in caso di fondato sospetto di violazione delle disposizioni

del presente capo o delle norme regolamentari;

.....

c) dichiararla decaduta, in caso di accertata violazione delle disposizioni o delle norme

indicate nella lettera a)".

Si tratta di una previsione in cui si concentrano i poteri di vigilanza sulle offerte pubbliche di acquisto e che va attentamente considerata sotto il profilo dei presupposti, del contenuto delle "misure" a disposizione del vigilante, dell'ambito temporale del relativo esercizio.

L'esatto inquadramento e la corretta ricostruzione del contenuto e della portata di questo potere appare essere determinante per l'impostazione della decisione non solo del primo motivo, ma anche, a ben vedere, dell'intera controversia.

In primo luogo deve porsi in evidenza che questo potere può essere esercitato solamente entro un ambito temporale ben definito, che è quello della cd. "pendenza dell'offerta". Il legislatore ha fatto al riguardo una scelta netta, la quale non è passibile di interpretazioni estensive o

comunque "correttive", alle quali osta l'inequivocabile lettera della legge, considerata anche alla luce della riconosciuta rilevanza del principio di legalità con la connessa esigenza di tipicità (non essendo ammissibile la configurazione di poteri cd. "impliciti" in capo alle autorità).

Esigenza che è tanto più forte in un contesto che non è riconducibile alla classica - seppur controversa - figura del cd. "ordinamento sezionale", in quanto la CONSOB opera in buona sostanza - nella materia in questione - come arbitro di una partita che viene giocata nel mercato in piena autonomia dagli operatori economici, che non sono riducibili a meri "soggetti amministrati".

Ora, il legislatore ha stabilito che i poteri amministrativi decisivi in ordine a una possibile incidenza "reale" sullo svolgimento e sull'esito della contesa per il controllo societario siano esercitabili dal vigilante unicamente entro il predetto circoscritto ambito temporale. Rimanendo nell'ambito dell'analogia sportiva (che non ha carattere meramente retorico-metaforico in quanto rinvia alle soluzioni proprie del relativo ordinamento), si tratta di una configurazione tipica, secondo cui l'arbitro assume le sue decisioni né prima né dopo la gara, ma solamente mentre la gara è in corso di svolgimento.

E' vero che non si tratta di una soluzione astrattamente priva di alternative (come dimostra, del resto, lo stesso ordinamento sportivo in ambiti disciplinari diversi da quello calcistico): essa costituisce il frutto di un'opzione del legislatore, della quale il giudice non può che prendere atto in ossequio al principio di legalità ex art. 101, comma 2, della Costituzione.

Del resto questa opzione riflette una ragionevole esigenza di certezza dell'assetto dei rapporti economici, nonché di rispetto delle sfere di autonomia di tutti i soggetti che operano sul mercato azionario.

Per converso, essa non si rivela aprioristicamente lesiva dell'integrità dell'ordinamento, che conosce, oltre al generale diritto al risarcimento dei danni, una serie di misure di attuazione e tutela di rilievo sanzionatorio

(penale, amministrativo e civile-societario), le quali ineriscono (in via più o meno diretta o mediata) alla materia in questione.

In secondo luogo va rilevato che la disposizione adopera il verbo modale "può", in tal modo connotando inequivocabilmente questo potere come potere intriso di discrezionalità (anche se a contenuto prevalentemente tecnico), con una duplice conseguenza:

- da un lato, si esclude con ciò stesso la tesi che configura quasi come "necessaria" la sospensione cautelare in pendenza dell'offerta per la sola presenza di approfondimenti ulteriori in corso;
- dall'altro, si impone a questo giudice di rimanere nei consueti limiti propri del sindacato sulla discrezionalità tecnica (che non può spingersi ad una sostituzione del proprio apprezzamento a quello dell'Autorità di vigilanza).

In realtà, la CONSOB ha a disposizione - alla stregua della menzionata previsione legislativa - una serie di possibilità di intervento (o di non intervento, che presuppone però sempre una forma di esercizio del relativo potere come sopra chiarito): essa può decidere di non intervenire, ove le irregolarità non attingano la soglia del "fondato" sospetto (l'aggettivo presuppone infatti logicamente la distinzione tra "mero" sospetto e sospetto per così dire "qualificato"); ovvero potrà intervenire in via cautelare (con la sospensione) e/o definitiva (con la decadenza), a seconda della consistenza dei dati in proprio possesso, da valutarsi non in maniera meccanica, ma avendo riguardo alla sostanza dei principi e delle posizioni in gioco, anche alla stregua di una prognosi ex ante sui possibili esiti e sulla relativa conformità alla normativa vigente.

E tutto questo - si badi bene - senza introdurre fattori distorsivi che trasformerebbero l'intervento autoritativo in un arbitrario vantaggio per una delle parti in competizione (soprattutto nell'ipotesi - che ricorre nella specie - di OPA concorrente).

Per quanto qui interessa, è essenziale rilevare che questa gamma di opzioni va esercitata - come rilevato sopra - in un lasso di tempo

notevolmente circoscritto. Ciò impone che la relativa istruttoria sia commisurata in maniera ragionevole al tempo disponibile, secondo uno standard di esigibilità che rileva anche nel sindacato giurisdizionale dell'esercizio del potere: il che conduce a ritenere non pertinenti, nella specie, i richiami delle parti all'elaborazione giurisprudenziale sulla nozione di "fondato sospetto" di cui all'art. 2409 c.c..

A ragionare diversamente, occorrerebbe configurare il potere di sospensione come sostanzialmente privo di limiti temporali impliciti: la CONSOB potrebbe sospendere l'offerta per tutto il tempo ritenuto utile al completamento di ogni sorta di indagini, in tal modo vanificando del tutto la ordinaria funzionalità del mercato mobiliare.

10.1.2. Dall'esame degli atti alla luce delle precedenti considerazioni, il Collegio ricava che la CONSOB non ha operato in maniera contraddittoria nel provvedere in senso negativo, nel contempo riservandosi ulteriori indagini a fini sanzionatori; e ancor prima, che essa ha posto in essere un'attività istruttoria la quale, alla stregua dei dati versati in giudizio, risulta essere adeguata e nel contempo proporzionata ai tempi e all'oggetto della decisione.

Anche il profilo motivazionale - connesso a quello istruttorio - risulta essere in tal modo soddisfatto, ancorché per relationem.

10.1.3. Va infine rilevato che la Commissione opera - come qualunque organo collegiale - quale organo decidente, servendosi dei risultati dell'istruttoria che rientra nelle competenze degli uffici amministrativi, e sottoponendola - come è accaduto anche nella specie alla stregua del relativo verbale - a una ponderazione di carattere dialogico, che si estrinseca fisiologicamente nelle richieste di chiarimenti ai funzionari all'uopo convocati e nella discussione tra i membri dell'organo: il che consente di disattendere il relativo profilo di censura.

11. Occorre ora passare all'esame delle quattro censure di cui al precedente paragrafo 9, punto 2, lettere a), b), c) e d), prospettate con il secondo motivo del ricorso introduttivo e/o con i motivi aggiunti.

11.1 Al riguardo occorre premettere alcune considerazioni.

In primo luogo, va ribadita la necessità di una piena aderenza dell'interprete al principio di legalità e al dettato normativo.

In questo contesto, il ricorso ad argomentazioni di "analisi economica del diritto" non può rivestire carattere dirimente, ma tutt'al più integrativo - se del caso - soprattutto ove si tratti di argomenti che rilevano essenzialmente - per loro stessa natura - nella fase delle scelte normative "secondarie" e delle relative analisi "di impatto" della regolamentazione. Ciò anche perché questo tipo di scelte riflette una forma peculiare di discrezionalità regolatoria la quale ha un contenuto ampio, nei limiti della compatibilità con la normativa eurounitaria e con la legge nazionale.

In secondo luogo - e di conseguenza - occorre ben distinguere i profili de jure condito da quelli de jure condendo.

In terzo luogo, bisogna aver ben presente che nella vicenda dell'OPA concorrente, se è vero che occorre prestare particolare e rafforzata attenzione ai profili di parità di trattamento tra gli offerenti accanto a quelli ordinariamente concernenti la tutela degli azionisti di minoranza, è altresì vero che la stessa esistenza di una competizione impone di aver riguardo a peculiari esigenze di certezza e di reciproco affidamento dei concorrenti nel rispetto di un quadro regolatorio possibilmente univoco: il che comporta l'esigenza di una certa cautela nel ricorso ad argomenti interpretativi di tipo teleologico in funzione sostanzialmente estensiva o "correttiva" - ex post - del testo delle disposizioni vigenti.

11.2. La prima censura riguarda la prospettata violazione del divieto previsto dall'art. 44, comma 8, del Regolamento Emittenti, il quale così dispone:

"Dalla data di comunicazione di offerte concorrenti e fino alla chiusura del relativo periodo di adesione, gli offerenti non possono acquistare, direttamente, indirettamente o per interposta persona, gli strumenti finanziari oggetto di offerta, ovvero il diritto ad acquistarli anche a data

successiva, a prezzi superiori al corrispettivo più elevato delle offerte comunicate”.

Questa disposizione va oltre la “best price rule” di cui all’art. 42, comma 2, del Regolamento Emittenti, che impone solamente - a tutela della parità di trattamento degli oblati - l’adeguamento del prezzo di offerta al corrispettivo più alto pagato “fuori offerta”: essa pone un vero e proprio divieto di acquisto fuori offerta a un prezzo superiore, sostanzialmente allo scopo di evitare un’elusione delle scansioni normativamente previste per l’effettuazione dei “rilanci” dall’art. 44, commi 2, 3 e 4, del medesimo testo normativo.

Parte ricorrente lamenta il fatto che Equita abbia acquistato azioni di RCS, a partire dal 1° luglio 2016 fino al 15 luglio 2016, a corrispettivi compresi tra € 0,81 e € 0,988, come tali superiori a quelli offerti nel periodo 1° luglio 2016 - 8 luglio 2016 da Cairo Communication (che era compreso tra € 0,70 ed € 0,75 motivi aggiunti) oltre che dalla stessa IMH (pari a € 0,80 per azione).

La censura è infondata per una considerazione assorbente, che esonera il Collegio dall’esame degli altri possibili profili controversi, e che risiede nella mancata emersione - nel periodo dell’offerta e del concomitante esercizio da parte della CONSOB dei poteri di vigilanza - di elementi idonei a qualificare inequivocabilmente Equita quale soggetto agente di concerto o soggetto comunque interposto rispetto a Cairo Communication.

Infatti alla data dell’adozione degli atti qui impugnati questi accertamenti erano ancora in corso, attesa la rilevante complessità tecnica degli stessi.

Per quanto riguarda i dati emersi successivamente, è comunque opportuno riportare per intero uno stralcio della relazione tecnica della CONSOB:

“In attuazione del citato comma 4-ter, lett. a), dell’art. 101-bis del TUF, il Regolamento Emittenti, all’art. 44-quater prevede che “1. Si considerano persone che agiscono di concerto, salvo che provino che non ricorrono le

condizioni previste dall'articolo 101-bis, comma 4, del Testo unico: [...] b) un soggetto e i suoi consulenti finanziari per operazioni relative all'emittente, ove tali consulenti o società appartenenti al loro gruppo, dopo il conferimento dell'incarico o nel mese precedente, abbiano effettuato acquisti di titoli dell'emittente al di fuori dell'attività di negoziazione per conto proprio effettuata secondo l'ordinaria operatività e a condizioni di mercato.

Si ricorda altresì che l'eventuale accertamento del concerto non avrebbe avuto rilievo, come già chiarito, per l'accertamento di violazioni della disciplina in materia di OPA obbligatoria.

II. Al fine di considerare come integrata o meno la fattispecie di cui all'art. 44-quater, comma 1 lett. b), del Regolamento Emittenti in relazione a EQUITA, l'analisi dei rapporti tra quest'ultima e CAIRO si è concentrata su due specifici profili: i) il contenuto del mandato conferito da CAIRO a EQUITA, al fine di verificare se poteva ritenersi integrato l'elemento soggettivo della fattispecie in esame e ii) l'operatività di quest'ultima sul titolo RCS, avuto particolare riguardo alle operazioni di compravendita poste in essere nei giorni decorrenti dal 1° aprile 2016 e sino alla conclusione delle offerte, al fine di verificare se l'operatività poteva ritenersi "anomala".

Dall'analisi del mandato conferito da CAIRO a EQUITA, acquisito in esito alla trasmissione alla DCG e alla DME della prima Relazione riguardante l'ispezione svolta presso EQUITA, datata 8 agosto 2016, non vi sono dubbi che il medesimo rientri pienamente nella fattispecie astratta disciplinata dalla norma di cui all'art. 44-quater del Regolamento Emittenti (i.e. consulenza finanziaria per operazioni relative all'emittente); risulta, infatti, dalla lettera dell'incarico di consulenza finanziaria conferito l'8 aprile 2016, che oggetto dell'incarico sarebbero state una serie di attività, tra cui:

- la consulenza e assistenza a CAIRO nello studio e nella strutturazione dell'offerta promossa da CAIRO;

- il monitoraggio del sentiment degli investitori istituzionali nei confronti dell'offerta; - il monitoraggio dell'andamento del mercato, del prezzo e dei volumi scambiati dalle azioni ordinarie dell'Emittente e dell'Offerente, sia nelle fasi antecedenti il periodo dell'offerta sia durante il periodo d'offerta (cfr. art. 2.1 del contratto).

Inoltre, ai sensi dell'art. 2.2 del medesimo contratto era previsto che EQUITA, nell'ambito dell'incarico, non potesse fornire alcuna prestazione di consulenza diversa da quella indicata nel contratto medesimo.

L'art. 3.4 dell'incarico di consulenza, recita: "A norma dell'art. 44-quater del Regolamento Conso 11971/99, Equita dichiara e garantisce che né Equita, né altre società facenti parte del gruppo di società di cui fa parte Equita (il "Gruppo Equita") hanno effettuato, nel mese precedente il conferimento del presente Incarico, acquisti di titoli dell'Emittente al di fuori dell'attività di negoziazione per conto proprio effettuata secondo l'ordinaria operatività e a condizioni di mercato e si impegna, per il periodo successivo al conferimento del presente Incarico a non effettuare - e a far sì che le altre società del Gruppo Equita non effettuino - acquisti di titoli dell'Emittente al di fuori dell'attività di negoziazione per conto proprio effettuata secondo l'ordinaria operatività e a condizioni di mercato".

Essendo dunque EQUITA un "consulente finanziario" di CAIRO, per poter ritenere integrata l'ipotesi di concerto de qua, è necessario verificare se ricorrono anche gli altri elementi richiesti dalla norma (effettuazione di acquisti "al di fuori dell'attività di negoziazione in conto proprio effettuata secondo l'ordinaria operatività e a condizioni di mercato").

Nel fare rinvio all'allegata Nota Tecnica per un dettaglio delle analisi svolte..., appare utile rappresentare le seguenti circostanze emerse dalle informazioni di vigilanza acquisite. In particolare, il conto proprio di EQUITA:

- aveva una posizione pari allo 0,2% del capitale sociale di RCS alla data dell'annuncio dell'OPSC;

- ha incrementato in maniera progressiva la propria posizione, soprattutto dalla seconda metà di maggio, dopo l'annuncio dell'OPA, arrivando a detenere una posizione pari a circa l'1% del capitale sociale al 30 giugno 2016;
 - nelle sedute comprese tra il 1° luglio e l'8 luglio 2016 ha operato sul mercato regolamentato. Conseguentemente può ritenersi che tale operatività sia avvenuta a prezzi "di mercato", che in quel momento esprimevano un valore superiore al valore implicito nell'OPSC ed al valore dell'OPA. Ed infatti il prezzo ufficiale delle azioni RCS registrato sul MTA nelle sedute oggetto di analisi è variato tra € 0,8124 (1° luglio 2016) ed € 0,8528 (8 luglio 2016);
 - nelle stesse sedute del periodo 1° luglio - 8 luglio 2016 ha alternato vendite e acquisti, incrementando solo marginalmente la propria posizione prima delle "offerte al buio" dell'8 luglio 2016. Infatti, il conto proprio di EQUITA ha aumentato la posizione per 382.552 azioni, pari allo 0,07% del capitale sociale, arrivando a detenere all'8 luglio 2016 circa l'1,1% del capitale sociale;
 - ha operato prevalentemente in acquisto nella settimana 11 luglio - 15 luglio 2016 - in particolare, nelle sedute del 12 e 13 luglio 2016 - registrando un saldo positivo di circa 16 mln di azioni. Tale incremento è stato motivato dalla stessa EQUITA con l'opportunità di conseguire un rendimento di breve periodo, stimato tra il 6,5% in caso di successo dell'OPSC e l'1,3% in caso di successo dell'OPA, attraverso l'acquisto delle azioni RCS e la successiva adesione ad una delle due offerte. La possibilità di conseguire un simile rendimento è confermata anche dall'analisi degli studi diffusi dagli analisti finanziari nel periodo di riferimento.
- Ciò premesso, dalle evidenze informative e documentali, allo stato degli accertamenti tecnici effettuati, l'attività posta in essere da EQUITA risulta essere stata effettuata a condizioni di mercato e non appare in modo inequivoco estranea all'ordinaria attività di gestione del conto proprio sulla base di quanto illustrato nell'allegata Nota Tecnica. E' peraltro in

corso di completamento l'esame degli elementi informativi acquisiti e delle valutazioni tecniche effettuate anche alla luce delle risultanze ispettive da ultimo pervenute.

Infine, le verifiche svolte sull'operatività in conto proprio posta in essere da EQUITA sul titolo RCS nel periodo rilevante (su cui v. Nota Tecnica) non evidenziano alcun elemento che possa far supporre o ritenere che l'operatività sui titoli RCS fosse, in realtà, riconducibile all'offerente Cairo ed effettuata dalla SIM in qualità di mero soggetto "interposto".

Il Collegio ritiene che questi risultati siano - a maggior ragione - tali da confermare ex post la non irragionevolezza della valutazione compiuta dalla CONSOB circa l'insussistenza, alla data dei provvedimenti in esame, di un sospetto che raggiungesse almeno la soglia della "fondatezza"; impregiudicati restando ovviamente gli ulteriori possibili futuri sviluppi in sede sanzionatoria, correlabili solamente ad accertamenti ulteriori, chiaramente incompatibili con la tempistica dell'OPA alla stregua dei principi sopra enunciati.

E' poi importante rilevare, come giustamente sottolinea la difesa di CONSOB, che Equita ha effettuato operazioni di trading "in proprio" nel periodo 1 luglio - 8 luglio, la cui ordinarietà risulta dalle analisi effettuate, ed è confermata:

- dal fatto che essa ha non solo acquistato ma anche venduto titoli RCS, con un saldo positivo poco rilevante in termini quantitativi (acquisti per 2.410.771 azioni e vendite per 2.028.219 azioni);

- dalla constatazione che, in presenza di una competizione in corso, è fisiologico che l'attività di trading si concentri sulla stessa, al fine di porre in essere le attività tipiche degli operatori del mercato finanziario secondo le logiche di profitto proprie di questo ambito.

Si tratta di un'operatività che - allo stato degli atti e in considerazione della tempistica, dei volumi e delle connesse modalità operative - non può essere riferita con un sufficiente grado di certezza giuridica a Cairo, neppure indirettamente o per interposta persona, in assenza di una prova

rilevante ai sensi dei parametri e dei criteri normativi rilevanti in materia: essa risulta per converso rispondere, secondo l'id quod plerumque accidit e alla stregua delle valutazioni della CONSOB, che non appaiono manifestamente irragionevoli, alle normali logiche economiche di negoziazione in proprio, perseguite dalla struttura di proprietary trading di Equita, ordinariamente separata internamente da quella di advisory mediante le cd. chinese walls).

Ed è appena il caso di precisare che se è vero che la presunzione juris tantum di cui all'articolo 44 - quater, comma 1, lettera b), del Regolamento Emittenti può essere vinta solamente con la prova dell'insussistenza di un accordo rilevante ai sensi dell'art. 101 - bis, comma 4, del TUF ("accordo espresso o tacito, verbale o scritto...volto ad acquisire, mantenere o rafforzare il controllo della società emittente o a contrastare il conseguimento degli obiettivi di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio"), è pur vero che la fattispecie che integra, a monte, la presunzione rimane soggetta agli ordinari criteri probatori: ed essa prevede appunto che si acquisisca la prova (nel caso di specie insussistente) dell'avvenuta effettuazione, ad opera del consulente, di "acquisti di titoli dell'emittente al di fuori dell'attività di negoziazione per conto proprio effettuata secondo l'ordinaria operatività e a condizioni di mercato".

11.3. La seconda questione concerne la lamentata violazione delle regole di correttezza e di parità di trattamento di cui all'art. 103, comma 1, del TUF e dell'art. 42 del Regolamento Emittenti, in considerazione degli acquisti di azioni RCS da parte di soggetti che agiscono di concerto con Cairo Communication.

Si tratta di una censura proposta con il secondo motivo di ricorso e ampiamente sviluppata con i motivi aggiunti.

Essa muove dal duplice rilievo:

a) della centralità dei principi di parità di trattamento dei destinatari dell'offerta, nonché tra le offerte concorrenti, alla stregua dell'artt. 103,

comma 1, TUF, nonché dell'art. 42 del Regolamento Emittenti, da cui discende la necessità di evitare comportamenti e accordi, soprattutto se collusivi e occulti, idonei ad alterare la valutazione degli oblati in ordine alla convenienza delle rispettive offerte;

b) del fatto che in pendenza dell'Offerta Cairo, che prevedeva un corrispettivo misto di titoli e denaro, ed in presenza di un'offerta pubblica di acquisto concorrente, che prevedeva un corrispettivo esclusivamente in denaro, UTC ed Equita (qualificabili come soggetti che agiscono in concerto con l'offerente) hanno realizzato acquisti di ingenti quantitativi di azioni RCS fuori offerta e/o fuori mercato, dietro pagamento di un corrispettivo interamente in denaro: in particolare, i pacchetti acquistati da Equita (pari a circa il 4% del capitale di RCS) e da UTC (pari al 4,2%) sono poi stati portati in adesione all'Offerta Cairo.

La CONSOB ha rilevato che, da un lato, non vi sarebbe né nel TUF né nel Regolamento Emittenti alcuna norma che espressamente vieti all'offerente che ha promosso un'offerta di scambio di effettuare acquisti sul mercato in pendenza di offerta, mentre - dall'altro - gli acquisti di titoli sui mercati regolamentati possono essere pagati solo in denaro.

Parte ricorrente fa presente, anzitutto, che gli acquisti effettuati da UTC sono avvenuti fuori mercato, tramite operazioni "ai blocchi" (ossia tramite una contrattazione privata tra venditore e acquirente) e quindi potevano ben essere regolati attraverso la dazione di un corrispettivo diverso dal denaro.

Essa propone poi un'interpretazione "sistematica" diretta a valorizzare sia l'esigenza di parità di trattamento dei destinatari dell'offerta sia la parità delle offerte concorrenti.

11.3.1. Quanto al primo profilo, parte ricorrente fa presente:

- che tale principio si ricava sia dall'art. 3, par. 1, lettera a), della direttiva europea 2004/25/CE sulle OPA ("tutti i possessori di titoli di una società emittente della stessa categoria devono beneficiare di un trattamento equivalente; inoltre, se una persona acquisisce il controllo di una società,

gli altri possessori di titoli devono essere tutelati; (...)", sia dall'art. 103, comma 1, del TUF ("(...)L'offerta è rivolta a parità di condizioni a tutti i titolari dei prodotti finanziari che ne formano oggetto");

- che esso risponde, secondo le migliori analisi dottrinali, alla funzione di assicurare una scelta non-distorta degli oblati, provvedendo: ad assicurare una undistorted choice degli azionisti della società bersaglio; a riequilibrare il rapporto tra azionisti vicini e azionisti meno vicini al mercato; a dare maggiore protezione agli azionisti di minoranza rispetto a quelli di controllo;

- che esso pone rimedio alla "pressione a vendere" cui sono soggetti gli azionisti della società bersaglio, i quali essendo azionisti diffusi non riescono a coordinare efficacemente le loro strategie nei confronti dell'OPA e sono conseguentemente portati ad aderire anche quando il prezzo e le altre condizioni non siano per essi ottimali;

- che detta pressione consentirebbe - in assenza di regole - all'offerente di discriminare tra gli oblati, negoziando condizioni diverse in modo da incontrare le preferenze di ciascuno e rompere il fronte unitario che pure sarebbe nell'interesse degli oblati di mantenere: se l'offerente potesse discriminare offrendo prezzi diversi a gruppi diversi di azionisti, il prezzo medio di acquisto sarebbe più basso e l'OPA non riuscirebbe a massimizzare il valore della società; il principio di parità di trattamento spinge verso l'alto questo prezzo, costringendo l'offerente a dividere con gli oblati almeno una parte dei guadagni attesi (in ragione di sinergie, ristrutturazioni, ecc.) nel caso di successo dell'OPA;

- che gli acquisti in contanti effettuati dall'offerente di per sé favoriscono i venditori dei relativi titoli rispetto agli altri oblati, perché il denaro ha un valore "certo", mentre il prezzo degli strumenti finanziari quotati è spesso volatile e, comunque, difficile da fissare quando il mercato dei relativi titoli sia sottile, come nel caso di società con azionisti di controllo e scarso flottante: in situazioni simili, gli investitori possono preferire un'offerta in denaro e all'offerente si apre la possibilità di discriminare tra gli oblati

offrendo ad alcuni un corrispettivo in denaro e ad altri un corrispettivo in titoli;

- che per ovviare a tanto occorre richiedere che a tutti gli oblati si offrano le medesime condizioni, non solo (com'è pacifico) all'interno della OPS, quanto rispetto all'insieme delle transazioni compiute - sul mercato o anche fuori di esso - in pendenza di un'offerta pubblica: transazioni le quali "snaturano" l'offerta di scambio, facendone nella sostanza un'offerta "mista", nella quale però è l'offerente a scegliere il tipo di corrispettivo da pagare (denaro o titoli) con tattiche discriminatorie (accentuate nel caso di specie dal fatto che gli acquisti in questione sono stati effettuati "fuori mercato, con selezione individuale delle controparti);

- che secondo autorevole dottrina non sarebbero quindi ammissibili acquisti in denaro "fuori offerta" da parte dell'offerente di una OPS, a meno che tale offerente non estenda la medesima possibilità a tutti gli oblati, offrendo quindi agli stessi una cd. cash alternative;

- che nei principali ordinamenti europei questa soluzione è stata espressamente sancita (secondo varie modalità).

11.3.2. Con riguardo alla parità tra gli offerenti parte ricorrente osserva:

- che secondo i principi dettati in materia di offerte pubbliche di acquisto già richiamati, nonché per i principi inerenti alla libera contendibilità delle società quotate, le offerte concorrenti debbano svolgersi in un contesto di correttezza reciproca e di "pari opportunità", sul presupposto che lo svolgimento delle offerte concorrenti in tale contesto comporti un beneficio anche per il mercato;

- che quando vi siano due offerte concorrenti, una delle quali preveda un corrispettivo esclusivamente in denaro e l'altra un corrispettivo in titoli (ovvero misto), l'acquisto dei titoli oggetto delle offerte, per contanti, da parte dell'offerente che abbia promosso un'offerta di scambio, o di acquisto e di scambio, attribuisce evidentemente un vantaggio indebito a tale offerente, il quale sarà il solo a poter offrire agli oblati anche il corrispettivo offerto dal concorrente;

- che in tal modo uno dei due offerenti può sottrarre al concorrente - con una strategia di vera e propria "aggressione selettiva" - tutta quella porzione di "mercato" interessata a monetizzare il proprio investimento, ricevendo solo denaro, in tal modo inficiando i principi di "pari opportunità" e di "reciproca correttezza" tra offerte concorrenti, con potenziali danni a tutto il mercato;

- che pertanto sembra corretto sostenere che in presenza di offerte concorrenti che presentino corrispettivi di diversa natura, ciascun offerente dovrà limitarsi ad offrire (in caso di acquisti effettuati fuori offerta) un corrispettivo della stessa natura di quello offerto nell'ambito della propria offerta;

- che tale interpretazione non appare affatto incompatibile con il dettato dell'art. 44, comma 8, del Regolamento Emittenti, il quale si concentra esclusivamente sul quantum del corrispettivo offerto (e non sulla natura dello stesso) disponendo che, in presenza di offerte concorrenti, "gli offerenti non possono acquistare, direttamente, indirettamente o per interposta persona, gli strumenti finanziari oggetto di offerta, a prezzi superiori al corrispettivo più elevato delle offerte comunicate";

11.3.3. In ultima analisi parte ricorrente ritiene che:

(a) per i principi di parità di trattamento, l'offerente di una OPS non potrà effettuare acquisti fuori offerta offrendo un corrispettivo in contanti (o, al limite, potrà farlo solo offrendo il medesimo corrispettivo quale cash alternative a tutti gli oblati);

(b) a maggior ragione, tale regola risulta rafforzata in caso di offerte concorrenti, nell'ambito delle quali, alla luce dei principi sopra richiamati, nonché per i principi di correttezza e "pari opportunità" tra offerenti concorrenti, l'offerente che offra un corrispettivo in tutto o in parte costituito da titoli potrà realizzare acquisti al di fuori dell'offerta solamente offrendo un corrispettivo della medesima natura di quello offerto nella propria offerta di scambio (o di acquisto e scambio);

(c) in aggiunta a quanto precede, il prezzo di acquisto - in ossequio allo stesso art. 44, comma 8, Regolamento Emittenti - non potrà essere superiore al corrispettivo dell'offerta, potendo, invece, essere inferiore.

11.3.4. Per l'esame di questa censura occorre premettere che essa mantiene il suo valore anche ove si ritenga non provata, allo stato degli atti - come in effetti ritiene il Collegio alla stregua di quanto affermato in precedenza - la riconducibilità degli acquisti effettuati da Equita alla figura del "concerto": non si dubita, infatti, che gli acquisti di UTC siano invece pacificamente riconducibili all'Offerta Cairo, trattandosi di un soggetto che ha agito dichiaratamente di concerto con Cairo).

11.3.5. Il Collegio ritiene che la posizione della ricorrente, pur pregevolmente argomentata, debba essere disattesa.

Al riguardo va in primo luogo riconosciuta la pregnanza del principio di parità di trattamento dei destinatari dell'offerta, ricavabile dalle disposizioni di fonte eurounitaria e nazionale invocate dalla ricorrente.

Quanto all'esigenza di assicurare la parità degli offerenti nel caso di OPA concorrente, è evidente che la competizione deve svolgersi nei limiti delle regole, secondo meccanismi che in linea di principio offrano a entrambi i concorrenti le stesse opportunità.

Tali assunti di principio devono però essere ordinariamente conciliati con il principio di legalità e con le connesse esigenze di tassatività e certezza giuridica, non essendo ammissibile che la "gara" si svolga sulla base di regole non adeguatamente precostituite e secondo meccanismi di vigilanza non rispettosi del diritto di libera iniziativa economica, garantito alla stregua dell'ordinamento eurounitario e nazionale.

Sulla base di questa premessa, è possibile rilevare anzitutto che la disciplina eurounitaria in materia riveste il carattere di previsione di principio diversamente modulabile e attuabile nei vari ordinamenti, come si evince dagli stessi esempi addotti da parte ricorrente, i quali mostrano soluzioni non integralmente coincidenti in Inghilterra, in Francia, in Germania: in particolare, la Germania prevede una franchigia per gli

acquisti in contanti pari al 5% delle azioni o dei diritti di voto della società bersaglio. Del resto, l'art. 13, lettera c), della Direttiva 25/2004/CE demanda espressamente agli stati membri la disciplina delle offerte concorrenti.

Ora, il nostro ordinamento ha disciplinato in dettaglio la materia delle offerte concorrenti nell'art. 44 del Regolamento Emittenti, che conviene riportare nel testo integrale:

<<Art. 44

(Offerte concorrenti)

1. Le offerte concorrenti sono pubblicate fino a cinque giorni prima della data prevista per la chiusura del periodo di adesione, anche prorogato, dell'offerta precedente.
2. I rilanci e le altre modifiche delle offerte sono resi noti mediante un comunicato diffuso ai sensi dell'articolo 36 contenente la natura e l'entità del rilancio o della modifica e l'avvenuto rilascio delle garanzie integrative. Per i rilanci non è ammessa la riduzione del quantitativo richiesto.
3. Fatta salva la facoltà di cui al comma 4, i rilanci e le altre modifiche sono effettuati entro il termine di cinque giorni dalla pubblicazione dell'offerta concorrente o di un precedente rilancio o modifica di altro offerente.
4. Nessun rilancio può essere effettuato oltre il quinto giorno anteriore alla chiusura del periodo di adesione dell'ultima offerta. Previa comunicazione alla Conso, in tale giorno tutti gli offerenti, ad eccezione di quelli per i quali sia già scaduto il termine previsto dal comma 3, possono effettuare un ulteriore rilancio; non sono ammesse altre modifiche dell'offerta.
5. Il periodo di adesione delle offerte e la data prevista per la pubblicazione dei risultati sono allineati a quelli dell'ultima offerta concorrente, salvo che gli offerenti precedenti, entro cinque giorni dalla pubblicazione dell'offerta concorrente, comunichino alla Conso e al mercato di voler mantenere inalterata la scadenza originaria; in tal caso essi non possono effettuare rilanci.

6. Si applica l'articolo 40, comma 6.

7. Dopo la pubblicazione di un'offerta concorrente o di un rilancio le adesioni alle altre offerte sono revocabili. Nei cinque giorni successivi alla pubblicazione dei risultati dell'offerta che ha prevalso possono essere conferiti ad essa, previa revoca dell'accettazione, i prodotti finanziari apportati alle altre offerte.

8. Dalla data di comunicazione di offerte concorrenti e fino alla chiusura del relativo periodo di adesione, gli offerenti non possono acquistare, direttamente, indirettamente o per interposta persona, gli strumenti finanziari oggetto di offerta, ovvero il diritto ad acquistarli anche a data successiva, a prezzi superiori al corrispettivo più elevato delle offerte comunicate>>.

Come risulta dal testo dell'articolo, e in particolare dal comma 8, la normativa italiana ha scelto di non vietare gli acquisti di titoli "fuori offerta", né in generale né distinguendo il caso dell'OPS/OPAS da quello dell'OPA.

In particolare, il comma 8, nel vietare gli acquisti a prezzi superiori al corrispettivo più elevato delle offerte comunicate, presuppone con assoluta evidenza logica (e senza distinzioni o eccezioni) la liceità di quelli effettuati a prezzi pari o inferiori.

Non vi è spazio, quindi, per interpretazioni diverse, fondate su considerazioni economico-teleologiche, in quanto palesemente incompatibili non solo con la lettera, ma proprio con la struttura logica della disposizione, nonché con il carattere tendenzialmente esaustivo e "chiuso" della disciplina ricavabile dall'articolo 44, salvo che si dimostri - il che non risulta - la sussistenza di una lacuna propriamente intesa (ossia non di una lacuna "ideologica" o "de jure condendo", ma di un effettivo vuoto normativo, che non esiste nella fattispecie). Al riguardo va precisato che nella specie il ricorso all'argumentum a contrario scaturisce, prima ancora che da argomentazioni sistematiche e di principio, proprio dalla semplice considerazione della struttura intrinseca della disposizione

(come accade in alcune ipotesi studiate dalla dottrina che si è occupata dei temi attinenti all'interpretazione giuridica): è chiaro che, in assenza di ulteriori limitazioni positivamente ricavabili aliunde, il divieto di alcune modalità di un'attività presuppone logicamente che l'attività considerata in sé stessa sia libera; o meglio, che la medesima disposizione non possa essere contraddittoriamente (e/o inutilmente) intesa come rivolta a vietare la medesima attività (implicitamente) in tutto e contemporaneamente (ed esplicitamente) soltanto in parte.

Ad abundantiam, va poi comunque osservato che l'impostazione adottata dal Regolamento Emittenti non risulta palesemente irragionevole o illogica. Essa risulta infatti compatibile:

- con l'esigenza di parità di trattamento degli oblati, i quali non sono fondamentalmente discriminati da acquisti effettuati fuori offerta a un prezzo non superiore (e anzi inferiore, con riferimento al caso in esame);
- con l'esigenza di una corretta e paritaria competizione tra gli offerenti, che risulta garantita, nel caso in cui anche a chi ha lanciato un'offerta pubblica di scambio venga concessa la possibilità di acquistare in contanti al pari del suo concorrente che abbia lanciato un'offerta pubblica di acquisto (e la difesa della CONSOB ha ben chiarito, da un punto di vista tecnico, come anche nelle operazioni "ai blocchi" il denaro è comunque la necessaria contropartita dei titoli acquisiti).

E' vero che "de jure condendo" non possono escludersi soluzioni diverse e per certi aspetti forse più idonee a garantire le predette esigenze, anche se mai perfettamente, trattandosi di equilibri instabili e complessi non solo nell'analisi economica "scientifica" e nella ricostruzione ex ante ed ex post dei comportamenti di tutti gli attori del mercato, con i relativi nessi causali, che non sono facilmente identificabili (in generale, ma ancor più con riferimento ai singoli casi).

Ma tutto ciò rende ancor più necessario ribadire, per quanto interessa nella presente sede, che:

- da un lato, si tratta di scelte riservate all'Autorità nel momento regolatorio;
- dall'altro, si tratta di scelte non contestabili in giudizio, ad eccezione di palesi e assolutamente univoci profili di irragionevolezza rilevanti sotto il profilo strettamente giuridico, che nella specie non sussistono.

11.4. La terza censura attiene alla violazione, dedotta in via subordinata, della "cash alternative rule" di cui all'art. 106, comma 2-bis, del TUF negli acquisti effettuati da UTC ed Equita:

"Il corrispettivo dell'offerta può essere costituito in tutto o in parte da titoli. Nel caso in cui i titoli offerti quale corrispettivo dell'offerta non siano ammessi alla negoziazione su di un mercato regolamentato in uno Stato comunitario ovvero l'offerente o le persone che agiscono di concerto con questi, abbia acquistato verso un corrispettivo in denaro, nel periodo di cui al comma 2 e fino alla chiusura dell'offerta, titoli che conferiscono almeno il cinque per cento dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea della società i cui titoli sono oggetto di offerta, l'offerente deve proporre ai destinatari dell'offerta, almeno in alternativa al corrispettivo in titoli, un corrispettivo in contanti".

In sintesi, parte ricorrente lamenta il fatto che i soggetti che hanno agito di concerto con Cairo Communication abbiano acquistato più del 5% del capitale di RCS offrendo un corrispettivo esclusivamente in denaro, senza offrire a tutti gli oblati, almeno in alternativa al corrispettivo misto, un corrispettivo esclusivamente in denaro.

Essa sostiene, in particolare:

- a) che la disposizione in questione si applica non solamente alle offerte obbligatorie, ma anche a quelle volontarie;
- b) che l'opposta interpretazione adottata dalla CONSOB comporta una lacuna normativa grave, con la connessa disparità di trattamento;
- c) che lo stesso articolo 106 del TUF detta espressamente alcune disposizioni che si applicano esclusivamente alle offerte volontarie (ivi incluse le OPS e le OPAS); infatti, il comma 4 di tale articolo è proprio la

norma cui tutti gli operatori del diritto (e la CONSOB medesima) fanno generalmente riferimento per inquadrare le offerte pubbliche di acquisto totalitarie volontarie;

d) che il dato testuale dell'art. 106, comma 2-bis, del TUF ha carattere generale e non richiama in alcun modo le offerte obbligatorie;

e) che la disposizione in questione ha preso il posto dell'art. 47 del Regolamento Emittenti (abrogato nel 2011), dettando disposizioni applicabili a tutte le offerte pubbliche, sia volontarie che obbligatorie e disponendo in via generale che "il corrispettivo dell'offerta può essere costituito in tutto o in parte da titoli";

f) che la stessa fonte eurounitaria dell'art. 106, comma 2-bis, del TUF, ossia l'art. 5, comma 5, della Direttiva OPA, che pure sembrerebbe far riferimento soprattutto alle offerte obbligatorie, delinea altresì alcuni principi che il legislatore italiano (di rango primario e secondario) ha recepito in norme applicabili sia alle offerte volontarie che a quelle obbligatorie (come la cosiddetta best price rule che, indubabilmente, trova applicazione sia con riferimento alle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie che a quelle volontarie alla stregua dell'art. 42, comma 2, del Regolamento Emittenti);

g) che in ultima analisi non si vede davvero quale possa essere la ragione per cui il legislatore avrebbe dovuto privare di ogni tutela i destinatari di un'offerta pubblica volontaria, posto che anche tali offerte, come quelle obbligatorie, sono finalizzate ad acquisire il controllo dell'offerente sulla relativa società quotata;

h) che il comportamento di Cairo ha danneggiato la parte ricorrente, la quale si è vista privata di un rilevante numero di soggetti interessati a vendere esclusivamente per contanti e che, quindi, avrebbero con ogni probabilità aderito all'offerta di IMH.

11.4.1. La censura va disattesa per una ragione assorbente.

Essa si fonda sul presupposto di fatto secondo cui gli acquisti di UTC, sommati a quelli operati da Equita, hanno interessato complessivamente una partecipazione pari a 8,217% di RCS.

Ma alla stregua della conclusione in precedenza raggiunta dal Collegio in ordine alla mancata sussistenza, allo stato degli atti, della prova della riconducibilità degli acquisti effettuati da Equita alla figura del "concerto", è sufficiente rilevare che è incontestato il fatto che i soli acquisti effettuati da UTC - pari al 4,24 % di RCS - non attingano la soglia del 5% rilevante per l'applicazione della disposizione invocata dalla ricorrente.

Ciò consente di dichiarare infondata la censura senza che sia necessario in questa sede, per evidenti ragioni di economia processuale, esaminare nel merito i complessi profili interpretativi attinenti alla vigente disciplina dell'OPA volontaria.

11.5. L'ultima censura del presente gruppo ha per oggetto l'asserita violazione dell'art. 44, comma 4, del Regolamento Emittenti, il quale così dispone:

"Nessun rilancio può essere effettuato oltre il quinto giorno anteriore alla chiusura del periodo di adesione dell'ultima offerta. Previa comunicazione alla Consob, in tale giorno tutti gli offerenti, ad eccezione di quelli per i quali sia già scaduto il termine previsto dal comma 3, possono effettuare un ulteriore rilancio; non sono ammesse altre modifiche dell'offerta".

Secondo la parte ricorrente, Cairo, aggiungendo in sede di ultimo rilancio eseguito "al buio" una componente cash di euro 0,25 per ciascuna azione, avrebbe illegittimamente modificato l'offerta originaria trasformandola in un'offerta pubblica di acquisto e scambio; mentre la disposizione invocata consente, in sede di ultimo rilancio, esclusivamente incrementi del prezzo e nessuna altra modifica.

Infatti, ad avviso della ricorrente:

a) l'aggiunta di una componente in contanti nel corso di una OPS modifica la struttura dell'offerta e, quindi, la sua stessa natura giuridica: in un'offerta di scambio sono offerti in sottoscrizione titoli, solitamente

emessi in sede di aumento di capitale; con l'introduzione di una componente in contanti, si offre invece di pagare un corrispettivo a titolo di prezzo e quindi per una causa di compravendita; l'offerta assume quindi una natura giuridica mista e ciò comporta, ad evidenza, una modifica all'offerta medesima che non può essere fatta nell'ultimo giorno utile per i rilanci ai sensi dell'art. 44, comma 4, del Regolamento Emittenti;

b) la diversa interpretazione, secondo la quale si tratterebbe di un semplice rilancio, porrebbe nel nulla le nette differenze tra offerta di scambio e offerte in contanti e trascurerebbe le ragioni dei concorrenti ai quali non verrebbe consentito di reagire adeguatamente all'esito di un mutamento così radicale della struttura dell'offerta concernente, non solo la misura del corrispettivo, ma soprattutto la sua natura giuridica e il relativo impatto economico;

c) la CONSOB stessa sembra aver adottato un atteggiamento contraddittorio in relazione all'ultima modifica apportata all'Offerta Cairo, avendo imposto a Cairo Communication di pubblicare, in data 11 luglio 2016, un nuovo supplemento al documento di offerta, nel quale l'Offerta Cairo viene correttamente qualificata come "offerta pubblica di acquisto e scambio", a differenza di quanto fatto nei documenti precedentemente pubblicati. In altre parole, se si fosse trattato di un semplice rilancio, non sarebbe stato necessario pubblicare un nuovo supplemento al documento di offerta; si tratta, invece, di una modifica della struttura dell'offerta, che ha un contenuto radicalmente novativo, in palese contrasto con la norma regolamentare.

11.5.1. L'esame della censura deve prendere le mosse da una duplice constatazione: da un lato, la direttiva UE ha rimesso – come sopra rilevato – l'intera disciplina delle offerte concorrenti ai singoli ordinamenti nazionali; dall'altro, la previsione dell'art. 44, comma 4, consente l'ultimo rilancio escludendo ogni altro tipo di modifica all'offerta.

Si tratta quindi di interpretare la nozione di rilancio, quale unica modifica consentita nella fase finale della "competizione".

Secondo la prospettazione contenuta nell'ultima relazione della CONSOB, questa espressione "è riferita all'incremento del corrispettivo offerto agli oblati, non rilevando, invece, la circostanza che tale incremento sia rappresentato da cash, azioni ovvero, come nella specie, sia da cash che da azioni. In altri termini, i rilanci, proprio perché intesi tecnicamente come incremento del corrispettivo offerto - senza che sia fatta alcuna differenza tra corrispettivo in denaro o in titoli - si distinguono dalle modifiche dell'offerta essendo queste ultime inerenti ad altri elementi della proposta contrattuale formulata dall'offerente. La disciplina lascia ampia libertà agli offerenti sull'incremento del corrispettivo, consentendo a chi ha lanciato un'offerta di scambio di rilanciare anche in cash".

Ad avviso del Collegio questa impostazione è tecnicamente corretta: se per rilancio non può intendersi altro, secondo la nozione corrente, che l'aumento del corrispettivo, e se quest'ultimo può essere costituito da titoli e/o contanti secondo la disciplina generale delle OPA/OPAS (cfr. anche l'art. 5, par. 5, della direttiva 2004/25/CE), questo vale anche per l'ultimo rilancio, secondo una logica che tende a massimizzare la possibilità di "contendere il controllo" offrendo pari opportunità di competizione a entrambi i concorrenti (e questo anche nel caso in cui l'offerente di una OPS non abbia a disposizione i titoli necessari per l'incremento del corrispettivo in titoli: esempio, questo, che vale in generale - a prescindere dal caso di specie - per ricostruire la portata oggettiva della previsione normativa).

L'interpretazione prospettata dalla ricorrente fa leva anzitutto sul mutamento della causa civilistica: ma questo profilo comporterebbe in realtà un'analisi di volta in volta della fattispecie del negotium mixtum (e della connessa disciplina applicabile), la quale comporterebbe valutazioni incompatibili con l'esigenza di certezza propria della procedura in questione: si tratta in realtà di un profilo estraneo al punto di vista della disciplina del mercato mobiliare, che invece si preoccupa dei relativi obblighi procedurali e di trasparenza, non contraddittoriamente ed anzi

del tutto coerentemente osservati nella specie: con ciò venendo meno anche l'ulteriore profilo prospettato dalla ricorrente al riguardo, ai sensi del precedente punto 11.5, lettera c).

In secondo luogo, la ricorrente accentua in maniera eccessiva la differenza tra corrispettivo in titoli e in contanti, dal punto di vista del funzionamento economico del mercato mobiliare; e in ogni caso va ricordato che si tratta di una competizione in condizioni di parità di opportunità offerte a entrambi i contendenti nell'esercizio della libertà di iniziativa economica, in un contesto di maggiore beneficio per i destinatari dell'offerta. Non a caso la disciplina vigente, quando ha voluto attribuire rilievo alla forma del corrispettivo, lo ha fatto espressamente, come nelle ipotesi di cui agli articoli 108 e 111 del TUF (*ubi lex voluit dixit*).

11.5.2. La censura deve quindi essere disattesa.

12. Occorre ora passare all'esame del terzo mezzo di impugnazione, che nel complesso è volto a prospettare la sussistenza di asserite azioni manipolative sui titoli RCS e Cairo, volte a favorire surrettiziamente l'Offerta Cairo mediante una *cd. pressure to tender* tale da far artificialmente apparire quest'ultima come più conveniente, in violazione della normativa vigente e in particolare, tra l'altro, dell'art. 42 del Regolamento Emittenti. In particolare la ricorrente lamenta l'avvenuto verificarsi:

a) di anomalie nelle negoziazioni dei titoli RCS;

b) di un artificioso sostentamento delle quotazioni delle azioni, anche mediante:

- la decisione di Cairo Communication di distribuire il dividendo straordinario;

- la dichiarazione del dott. Cairo sull'acquisto di una quota del 5% di Cairo Communication;

- le dichiarazioni sulle conseguenze in caso di prevalenza dell'OPA IMH in merito al grado di certezza del disinvestimento delle azioni RCS;

- le dichiarazioni sull'esistenza di "investitori professionali o amici".

12.1. In primo luogo parte ricorrente rileva una serie di asserite anomalie nelle negoziazioni di titoli RCS.

Essa osserva (in sintesi):

a) che tra l'11 e il 13 luglio (nella settimana conclusiva delle offerte concorrenti) è stato scambiato sul mercato il 24,3 % del capitale sociale di RCS (pari al 45% del flottante), cui vanno aggiunti l'1,9% scambiato nelle giornate del 14 e 15 luglio e il 4,2% transitato ai blocchi il 15 luglio;

b) che la Commissione avrebbe dovuto sospendere il procedimento di offerta, per accertare - vista l'anomalia assoluta degli scambi in quei tre giorni - cosa stava succedendo in borsa sul titolo RCS, anche tramite le informazioni raccolte dalla Divisione Mercati, che tuttavia, non risultano esserle invece state fornite in alcun modo (almeno prima della decisione);

c) che dopo gli ultimi rilanci effettuati il giorno 8 luglio 2016, il titolo RCS si è adeguato al livello di € 1 per azione (corrispondente a quanto offerto per cassa da IMH); pertanto i summenzionati acquisti di azioni RCS sono stati effettuati sul mercato (quando ormai era noto che non ci sarebbero stati ulteriori rilanci) ad un prezzo sostanzialmente pari al prezzo dell'Offerta IMH per poi immediatamente far confluire le relative azioni nel contesto dell'Offerta Cairo;

d) che siffatto comportamento non trova una propria logica economico-finanziaria per un normale e "avveduto" investitore - e tanto più per un fondo dedito ad attività di arbitraggio - che, paradossalmente, avrebbe acquistato per cassa titoli liquidi RCS (sborsando 1 euro circa per azione senza possibilità, come detto, di ulteriori incrementi) per poi apportarli all'OPAS ricevendo però titoli Cairo Communication, poco liquidi e con scarso flottante e quindi con tutte le difficoltà a smobilizzarli;

e) che il comportamento di tali acquirenti potrebbe invece ben trovare una propria logica nell'ottica di un disegno unitario volto ad "eliminare" dal mercato investitori (tra cui, per l'appunto, i numerosi fondi speculativi che si erano posizionati nelle settimane precedenti scommettendo sui rilanci di Cairo e di IMH) i quali, per loro natura, avrebbero aderito all'Offerta IMH

e a creare comunque una sorta di “rete di protezione” in favore di Cairo con evidente violazione della par condicio;

f) che nei medesimi giorni l’8% del capitale RCS è stato intermediato da Equita, che tra l’altro ha comunicato alla CONSOB il superamento della soglia del 3% del capitale di RCS (avvenuto in data 12 luglio u.s.) soltanto in data venerdì 15 luglio 2016, con successiva comunicazione al mercato il successivo martedì 19 luglio 2016;

g) che, oltre che sul titolo RCS, risultano essere stati effettuati movimenti anomali anche sul titolo Cairo Communication, il quale - in date cruciali dell’Offerta Cairo (coincidenti con i rialzi) - sembrerebbe essere stato artificialmente sostenuto al fine di innalzare il valore del corrispettivo offerto (consistente, appunto, per la maggior parte da titoli Cairo Communication).

Ad avviso del Collegio, occorre ribadire, con riferimento all’insieme dei profili attinenti all’asserita manipolazione del mercato, che nella specie non vengono direttamente in rilievo i profili sanzionatori amministrativi cui sono finalizzate le indagini “definitive” (nella misura in cui le stesse fossero - o siano - ancora in corso rispettivamente all’epoca dell’adozione dei provvedimenti impugnati e/o dell’ultima relazione della CONSOB depositata agli atti di causa), con riferimento al cd. market abuse. Si tratta, invece, dell’esercizio di un delicato potere cautelare discrezionale, temporalmente circoscritto, secondo una serie di apprezzamenti di fatto e di bilanciamenti rimessi alla discrezionalità della CONSOB, da riferirsi alla sussistenza dei presupposti per l’adozione di un provvedimento interdittivo/cautelare ai sensi dell’art. 102, comma 6, del TUF. L’esercizio di questo potere non è direttamente sindacabile da questo giudice se non in presenza di macroscopico travisamento dei fatti o palese irragionevolezza e/o illogicità.

Ora, dalla documentazione in atti risulta anzitutto che alla data del 22 luglio 2016 non era stata avviata alcuna indagine di abuso di mercato da parte dell’Ufficio competente, essendo in corso la consueta attività di

analisi meramente preliminare da parte degli Uffici della Divisione Mercati.

Per quanto riguarda poi, in particolare, le asserite anomalie nelle negoziazioni dei titoli RCS, il Collegio ritiene non manifestamente irragionevoli o illogiche le osservazioni di CONSOB in ordine al carattere nient'affatto straordinario, in primo luogo, dei dati relativi ai volumi, ove si raffrontino dati omogenei relativi a operazioni di finanza straordinaria di pari rilevanza: in tali tipi di operazioni (puntualmente richiamate da CONSOB nella memoria di replica) è possibile verificare come in poche sedute possa essere scambiato un ammontare pari a circa il 50% del flottante di una società. E in ogni caso occorre tenere conto del carattere eccezionale - specialmente per il nostro mercato - della vicenda delle OPA concorrenti. Mentre d'altra parte risulta plausibile anche il "netting" positivo delle operazioni di acquisto e rivendita parte dei fondi.

Il Collegio ritiene, in ultima analisi, che l'assunzione di un provvedimento cautelare della portata di quello invocato dalla ricorrente debba fondarsi su assunzioni certe e non su mere estrapolazioni presuntive elaborate a partire da dati (più o meno) aggregati. Ciò è vero anche con riferimento alle dettagliate analisi contenute nella nota tecnica allegata all'ultima relazione della CONSOB, anche con riferimento al ruolo di Equita, le quali denotano un quadro che consente di escludere la sussistenza di univoci indizi di manipolazione allo stato degli atti (e tanto più alla data dell'adozione degli atti impugnati in questa sede).

12.2. Con riferimento agli altri elementi che la parte ricorrente adduce a sostegno dell'allegata sussistenza di un artificioso sostentamento del corso del titolo Cairo Communication, va osservato quanto segue.

12.3. In primo luogo la ricorrente richiama la decisione di Cairo Communication di distribuire il dividendo straordinario: in data 17 giugno 2016, nell'effettuare il primo rilancio sul corrispettivo dell'OPAS, Cairo Communication rendeva nota la deliberazione assunta dal Consiglio di Amministrazione dello stesso offerente "di proporre a una successiva

assemblea che sarà all'uopo convocata, la distribuzione di un dividendo straordinario, pari a complessivi Euro 20 milioni (Euro 0,256 per azione), nel caso in cui l'Offerta di Cairo Communication non dovesse risultare prevalente rispetto all'offerta concorrente"; si tratta di una scelta idonea a creare un sostegno artificiale alle quotazioni delle azioni Cairo Communication, al fine di potenzialmente evitarne la discesa al di sotto di una soglia che avrebbe potuto rendere comparativamente svantaggiosa l'Offerta Cairo rispetto al corrispettivo monetario proposto da IMH.

In particolare, la ricorrente fa presente:

- che, in presenza di offerte concorrenti, la decisione di offrire un dividendo straordinario (volto a sostenere le quotazioni in borsa del titolo Cairo Communication), era rivolta non agli azionisti RCS (verso i quali era effettuato il lecito rilancio) bensì (in sede di rilancio in corso d'OPA, questo sì a favore degli azionisti RCS) a favore dei soli azionisti Cairo Communication;
- che tale proposta di dividendo straordinario è stata fatta non in occasione della prima offerta da parte di Cairo (e cioè in data 8 aprile) bensì in occasione del primo rilancio, e cioè il 17 giugno e, quindi, dopo l'annuncio dell'OPA IMH con l'effetto di "falsare" la concorrenza tra le due offerte; mentre la medesima decisione non avrebbe assunto alcuna rilevanza laddove fosse stata assunta prima del lancio dell'offerta IMH;
- che la decisione - come risulta dal supplemento al documento di offerta - viene ritenuta "coerente con il saldo positivo della posizione finanziaria netta detenuta e con la circostanza che la sostenibilità finanziaria del Piano Cairo Communication è assicurata dai flussi di cassa netti che si prevede saranno generati dal conseguimento degli obiettivi previsti";
- che non è verosimile né credibile che solo il 17 giugno e quindi dopo l'annuncio dell'OPA IMH (avvenuto il 16 maggio) e dopo soli 3 mesi dall'approvazione del progetto di bilancio 2015 (sfociata nella proposta di distribuzione di un dividendo di complessivi € 15,7 milioni) il Consiglio di

Cairo si sia reso conto di avere disponibilità liquide in portafoglio in eccesso rispetto alle necessità di natura operativa.

12.3.1. Il Collegio ritiene che questo profilo vada disatteso.

Da un lato è evidente che detta comunicazione era un atto dovuto da parte della società emittente ai sensi dell'art. 114, comma 1, del TUF; e che la notizia non era né falsa né fuorviante.

Dall'altro, che le richiamate esigenze di certezza giuridica precludevano sicuramente, alla data di emanazione dei provvedimenti contestati in questa sede, la configurazione di un fondato sospetto di violazione della disciplina in materia dell'OPA basata su una mera ricostruzione ipotetica del movente economico nascosto di un'operazione societaria che si presentava coerente con la situazione dell'emittente e con la tempistica dell'operazione in corso. E' importante osservare, al riguardo, che la relazione della CONSOB ha ragionevolmente considerato l'operazione "in ogni caso giustificabile dal punto di vista economico in quanto, una volta accertata l'eventuale non prevalenza dell'OPSC, ben avrebbe potuto CAIRO distribuire ai propri azionisti parte della propria liquidità disponibile (Euro 20 milioni), come confermato dal dato sulla posizione finanziaria netta complessiva al 31 dicembre 2015, positivo per Euro 105,8 milioni".

Senza dimenticare, infine, che si tratta di un'operazione societaria di per sé pienamente lecita, ove considerata nella sua "causa" obiettiva (con la conseguenza che qui *jure suo utitur neminem laedit*); mentre ogni considerazione relativa ai motivi e alle finalità recondite (asseritamente manipolative del mercato) richiede, a tacer d'altro, un apparato probatorio univoco e concordante, la cui acquisizione era comunque incompatibile con la tempistica della procedura di vigilanza.

12.4. In secondo luogo la ricorrente fa riferimento alle dichiarazioni del 12 luglio 2016, con le quali il dott. Urbano Cairo:

- dichiarava di esser pronto a effettuare un'operazione di RAB (reverse accelerated bookbuilding) e quindi prospettava l'acquisto di una quota

sino al 5% del capitale di Cairo Communication, qualora l'elevato numero di adesioni all'Offerta Cairo avesse determinato il pericolo di una significativa diluizione della partecipazione detenuta dallo stesso Urbano Cairo in Cairo Communication, così ponendo in essere una condotta potenzialmente atta a sostenere il corso delle azioni Cairo Communication, nonché idonea a generare negli azionisti RCS che avessero aderito all'Offerta Cairo la legittima aspettativa di poter eventualmente, rivendere allo stesso Cairo parte delle azioni Cairo Communication ricevute in scambio: al riguardo si rammenta che, a fronte della diluizione di Cairo al 35,7% in Cairo Communication in caso di adesione all'OPS del 100% del capitale RCS (come indicato da CONSOB), Cairo aveva già deliberato di sottoporre all'assemblea del 18 luglio 2016 la modifica statutaria per l'adozione del voto maggiorato;

- dichiarava poi di avere contatti con alcuni investitori professionali o amici interessati a prendere un 5% della Cairo, così ponendo in essere una condotta potenzialmente idonea a generare l'affidamento del mercato in ordine alla appetibilità e al futuro e prospettico valore delle azioni Cairo Communication, nonché sulla futura possibilità di dismettere le azioni Cairo ricevute in scambio e, conseguentemente, ad alimentare artificialmente la sensazione di maggiore convenienza dell'Offerta Cairo rispetto all'Offerta IMH; assumendo che le accennate dichiarazioni siano veritiere, non si può peraltro escludere la sussistenza di patti occulti (non debitamente comunicati ai sensi dell'art. 122 del TUF) tra Cairo e i suddetti investitori professionali dallo stesso citati; mentre risulterebbe violato anche l'art.41, comma 5, del Regolamento Emittenti, il quale dispone che "ogni messaggio in qualsiasi forma diffuso avente carattere promozionale relativo all'offerta ovvero inteso a contrastare un'offerta deve essere riconoscibile come tale".

Secondo la ricorrente, insomma, le suddette dichiarazioni manifestavano intenzioni (neppure indicate nel documento di offerta) dirette unicamente a rendere i titoli di Cairo Communication più "appetibili" (grazie ad una

loro più facile liquidabilità, essendosi palesato un compratore - e cioè Cairo - pronto a fronteggiare i ribassi del titolo Cairo Communication dovuti alle vendite post OPAS) per i destinatari dell'Offerta Cairo, con lo scopo evidente di promuovere quest'ultima offerta.

12.4.1. Anche con riferimento a queste dichiarazioni il Collegio non può che rilevare:

- che non si trattava di notizie false o fuorvianti e quindi di per sé idonee a integrare la fattispecie della manipolazione informativa;
- che la dichiarazione sul RAB, secondo la condivisibile ricostruzione della CONSOB, “risultava coerente con la circostanza comunicata al mercato che nell’ipotesi in cui fossero state apportate all’OPSC azioni RCS rappresentative del 100% del capitale sociale di RCS la diluizione di Urbano Cairo in CAIRO sarebbe stata pari al 35,75%, il che giustificava la programmazione di un’operazione finalizzata a contenere l’effetto diluitivo conseguente al pieno successo dell’offerta”;
- che l’intenzione di riacquisto riguardava solamente il 5% dei titoli, con la conseguenza che essa non poteva - come giustamente osserva la difesa di CONSOB - offrire alcuna certezza agli aderenti di poter rivendere le azioni ricevute in cambio;
- che il RAB “ha avuto effettivamente esecuzione il 10 agosto 2016 consentendo a UTC, UT Belgium Holding S.A. e Urbano Cairo di raggiungere il 49,61% del capitale di CAIRO, a cui hanno fatto seguito ulteriori acquisti sul mercato per un ammontare pari allo 0,5%, per effetto dei quali le azioni complessivamente possedute sono n. 67.344.246, pari al 50,10% circa del capitale sociale”;
- che quanto alla dichiarazione riguardante contatti con potenziali investitori interessati a rilevare il 5% di CAIRO, essa non riveste affatto la natura di messaggio promozionale o pubblicitario ed è di per sé generica e come tale poco idonea a manipolare veramente il mercato: “Alcuni investitori professionali amici potrebbero essere interessati a prendere un

5% anche loro: abbiamo dei contatti, ma niente di definito" (AskaNews del 12 luglio 2016).

Va aggiunto, a questo riguardo, che l'espressione "niente di definito" non compare nel testo Reuters (allegato n. 37 di parte ricorrente); mentre sul sito www.milanofinanza.it compare la precisazione che "'non c'e' nulla di deciso....Ci potrebbe essere qualcuno che ha le risorse e compra. Potrebbe esserci, avro' degli amici anche io" ha scherzato Cairo".

Ne risulta confermata la poca idoneità di questo contesto linguistico e comunicativo a costituire l'univoca prova di una volontà indirizzata alla manipolazione del mercato.

12.5. Infine la ricorrente richiama la dichiarazione resa dal dott. Cairo all'Agenzia Reuters in data 11 luglio: "secondo il nostro consulente legale, lo studio Erede, ci deve essere un'offerta a prevalere e in quel momento chi ha aderito all'altra può entro cinque giorni consegnare le sue azioni al vincitore o tenersele. Certamente le azioni non rimangono all'offerta perdente, che si tiene le azioni di partenza".

Si tratterebbe di un'affermazione oltremodo equivoca e almeno in parte gravemente errata, idonea a influenzare le valutazioni del mercato in merito al grado di certezza del disinvestimento delle azioni RCS tramite l'adesione all'OPA di IMH: infatti, la frase "certamente le azioni non rimangono all'offerta perdente" induce a ritenere (erroneamente) che gli aderenti all'Offerta IMH avrebbero potuto vedersi restituite le azioni RCS nel caso in cui l'OPA non fosse risultata prevalente, cosa non veritiera a ragione della mera facoltà (prevista dall'art. 44, comma 7, del Regolamento Emittenti), per gli aderenti all'offerta non prevalente, di revocare la propria adesione; tale interpretazione era idonea ad influenzare le decisioni degli investitori, spingendoli a monetizzare le azioni RCS, tramite vendite sul mercato, per non incorrere nel rischio di non poter "monetizzare" tramite l'Offerta IMH, così come paventato dalle dichiarazioni rilasciate dal dott. Cairo.

12.5.1. Anche questo profilo va disatteso, in quanto, ad avviso del Collegio, i margini di imprecisione rinvenibili in questa sintetica dichiarazione non apparivano univocamente idonei a influenzare le decisioni di disinvestimento degli oblati.

Giustamente la difesa di CONSOB osserva al riguardo:

- che, da un lato, la dichiarazione non sembra mettere in discussione l'esistenza della mera facoltà per gli aderenti all'offerta perdente, di revocare l'adesione già data;

- che, dall'altro, la possibilità per gli aderenti all'OPA IMH di monetizzare le azioni RCS nell'ambito della medesima offerta era anche collegata all'avveramento della condizione del superamento del quantitativo minimo indicato nella stessa, e nell'eventuale rinuncia - poi non verificatasi - alla predetta condizione da parte di IMH in caso di mancata prevalenza della propria offerta.

In questo contesto, è da presumersi che il mercato avesse tutte le informazioni per determinarsi in piena autonomia, anche a prescindere dalle caratteristiche della dichiarazione de qua; e va comunque rilevato che il nesso causale tra le vendite di titoli RCS nei giorni dall'11 al 13 luglio e la dichiarazione in oggetto rimane del tutto indimostrato.

13. Le suesposte considerazioni conducono alla reiezione del ricorso con i relativi motivi aggiunti e con la conseguenziale domanda risarcitoria.

14. La novità e la complessità della controversia giustificano l'integrale compensazione delle spese di giudizio.

P.Q.M.

Il Tribunale Amministrativo Regionale per il Lazio (Sezione Seconda Quater) definitivamente pronunciando sul ricorso in epigrafe e sui relativi motivi aggiunti, li respinge.

Dispone la compensazione delle spese e delle competenze di giudizio.

Ordina che la presente sentenza sia eseguita dall'autorità amministrativa.

Così deciso in Roma nella camera di consiglio del giorno 22 novembre 2016 con l'intervento dei magistrati:

Leonardo Pasanisi, Presidente
Francesco Arzillo, Consigliere, Estensore
Stefano Toschei, Consigliere

L'ESTENSORE	IL PRESIDENTE
Francesco Arzillo	Leonardo Pasanisi

IL SEGRETARIO

© 2014 - giustizia-amministrativa.it Guida al sito Mappa del sito
Accessibilità Regole di accesso Informativa privacy Condizioni di
utilizzo