



TRIBUNALE di GENOVA

Sezione IX IMPRESE

ORDINANZA

Il Giudice dott. Roberto BRACCIALINI

Nella causa

ELLIOTT INTERNATIONAL L.P. contro HITACHI RAIL ITALY INVESTMENTS S.R.L.

Viste le note introduttive autorizzate, sentite le parti all'udienza decorsa, a scioglimento della riserva ivi assunta, rileva quanto segue.

L'odierno contenzioso riguarda le conseguenze dell'offerta pubblica di acquisto presentata il 2 novembre 2015 da società del gruppo giapponese HITACHI a seguito dell'acquisizione del 40% delle azioni della società quotata ANSALDO STS per un corrispettivo di 761 milioni di euro, già di proprietà della finanziaria FINMECCANICA S.p.A.

Si discute più esattamente delle imminenti decisioni societarie che dovrà assumere l'assemblea dei soci della spa ANSALDO STS, convocata al prossimo 13 maggio per deliberare sul bilancio di esercizio del 2015; sulla destinazione dei 35 milioni di euro di utili conseguiti e sulla designazione del nuovo consiglio di amministrazione.

Per un sommario inquadramento della vicenda, conviene preliminarmente riferire la consistenza economica dei soggetti in campo ed i rispettivi assunti.

I Fondi di investimento ricorrenti (ELLIOTT INTERNATIONAL L.P., The LIVERPOOL LIMITED PARTNERSHIP; ELLIOTT ASSOCIATES L.P.) sono azionisti di ANSALDO STS S.p.A. con un partecipazione azionaria complessiva pari al 20,5871% e detengono posizioni in strumenti derivati (cc.dd. "altre posizioni lunghe") per

l'8,8246%, il tutto per una "posizione lunga complessiva" pari al 29,4117%

ANSALDO STS è una società quotata, attualmente controllata da HITACHI Ltd. tramite HITACHI Rail Italy Investments s.r.l., la quale ultima possiede una partecipazione azionaria corrispondente al 50,772% del capitale di ANSALDO STS: capitale composto da 200 milioni di azioni del valore nominale di 50 centesimi di euro. L'"azienda bersaglio" viene così descritta nella comunicazione del CdA del 31.12.2015 di presentazione dell'OPA qui in discussione (v. doc. 13 ricorrenti):

"ANSALDO STS, quotata alla Borsa Italiana, è un Gruppo tecnologico internazionale che opera nella progettazione, realizzazione e

gestione di sistemi di trasporto e di segnalamento per le linee ferroviarie e metropolitane su rotaia, sia per merci, che per passeggeri.

Il Gruppo opera come Main Contractor e fornitore di sistemi "chiavi in mano" a livello mondiale. ANSALDO STS ha sede a Genova ed

impiega circa 3.800 addetti in più di 30 paesi. Nel 2014, ha realizzato ricavi per 1.303,5 milioni di Euro con un risultato operativo

(EBIT) di 124,5 milioni di Euro ed un utile netto consolidato di 80,7 milioni di Euro.

Consultando il relativo sito web, si apprende che HITACHI Ltd., società capogruppo dell'omonimo gruppo di imprese, aveva (nel 2015) un capitale sociale di 458.790 milioni di yen, un fatturato consolidato di 8761,970 milioni di yen e occupava, al marzo dell'anno scorso, 31.375 addetti e 333.150 nell'intero gruppo.

Nella vicenda dell'OPA in esame opera come "Società veicolo" HITACHI RAIL ITALY Srl, interamente controllata dalla holding giapponese, nonché parte resistente in questa sede cautelare.

Dalle difese introduttive si apprende che nella prossima assemblea degli azionisti di ANSALDO STS, fissata per il 13 maggio 2016, verrà presentata una bozza di bilancio di esercizio 2015 predisposta dal Consiglio di Amministrazione

che si chiude con un utile superiore ai 35 milioni di euro, il che consentirebbe un dividendo di 0,18 euro per azione. Ulteriori determinazioni all'ordine del giorno riguardano la destinazione degli utili e la designazione del nuovo consiglio di amministrazione: lo Statuto prevede un voto per liste in base al quale la lista più votata esprime 2/3 dei nuovi consiglieri.

Nell'odierna sede cautelare i ricorrenti chiedono di inibire a HITACHI Rail Italy Srl l'esercizio del diritto di voto (e, correlativamente, di ordinare ai competenti organi sociali di ANSALDO STS di non ammettere HITACHI RAIL al voto) nell'imminente assemblea sociale chiamata a deliberare sui fondamentali argomenti indicati, in applicazione dell'art. 110, primo comma, del D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (Testo Unico Finanziario, TUF).

Prospettano e richiedono quindi la tutela anticipata del loro diritto ad incidere sulla "governance" societaria onde assicurare anticipatamente gli effetti sostanziali di una pronuncia di merito avente ad oggetto, testualmente:

l'accertamento della intervenuta violazione, da parte di HITACHI, delle prescrizioni di cui all'art. 106, primo e secondo comma, del TUF e 106, terzo comma, lett. d, n. 2, del TUF;

in applicazione dell'art. 110, primo comma, del TUF, l'accertamento del divieto, in capo ad HITACHI, di esercitare il diritto di voto relativo alla partecipazione azionaria detenuta in ANSALDO STS.

L'assunto di base dei Fondi, che costituisce l'impalcatura motivazionale dell'intero ricorso, è che l'acquisizione da parte di HITACHI della partecipazione in ANSALDO STS sia avvenuta in violazione degli obblighi previsti dal TUF in materia di offerte pubbliche di acquisto (OPA obbligatorie), il che determina il divieto di esercitare il diritto di voto "inerente all'intera partecipazione detenuta" in capo al soggetto autore della violazione.

In tesi dei ricorrenti, la violazione delle norme in materia di OPA obbligatoria ha avuto luogo nel quadro dell'operazione di dismissione da parte di FINMECCANICA S.p.A. delle proprie attività nel settore "trasporti", attraverso la quasi contestuale e collegata cessione del ramo di azienda di

ANSALDO-BREDA Spa, operante nel settore ferroviario da tempo in grave crisi, e la cessione della maggioranza (40%) delle azioni della società collegata, e quotata, ANSALDO STS, leader nel settore della segnalazione ferroviaria e capace di realizzare utili di impresa della consistenza di oltre 35 milioni di euro (nella bozza di bilancio al 31.12.2015).

Il fatto che l'operazione sia stata strutturata come un'operazione unitaria e inscindibile avrebbe consentito a HITACHI di sottrarsi artatamente al rispetto delle norme in materia di OPA obbligatoria e, in particolare, di acquisire il controllo di ANSALDO STS andando esente dall'obbligo, che la legge imperativamente prescrive all'offerente, di garantire agli azionisti di minoranza della società *target* la possibilità di liquidare le proprie partecipazioni beneficiando del medesimo prezzo (e del medesimo "premio") riconosciuto al venditore.

HITACHI - d'intesa con FINMECCANICA - avrebbe sfruttato la circostanza che il *business* trasporti di FINMECCANICA posto in vendita fosse costituito da due diversi *asset* facendo sì che una significativa parte del prezzo in realtà pagato da HITACHI (e quindi percepito da FINMECCANICA) per l'acquisizione di ANSALDO STS venisse "travasato" e fatto figurare come prezzo per l'acquisizione del Ramo BREDA.

In tal modo – sempre nelle allegazioni di ELLIOTT e THE LIVERPOOL - si è realizzato lo scopo di deprimere quanto più possibile il prezzo formalmente pagato a FINMECCANICA a titolo di acquisto delle azioni (quotate) di ANSALDO STS, in modo da poter lanciare la successiva OPA sulle restanti azioni a un prezzo "vile" e non attrattivo per il mercato, così di fatto sottraendosi al rispetto della disciplina dell'OPA obbligatoria.

L'obiettivo sarebbe stato realizzato mediante la collusiva creazione, ad opera delle controparti, di false rappresentazioni sia della struttura dell'operazione, sia del valore dei due *asset* in gioco, con conseguente veicolazione al mercato di informazioni decettive e fuorvianti.

Nelle difese di HITACHI Rail, già parzialmente anticipate nel procedimento amministrativo definito dalla CONSOB con suo provvedimento n. 19.507 del 3.2.2016 e nelle difese giudiziarie sviluppate distintamente nei due successivi

procedimenti giurisdizionali di impugnazione di tale delibera da parte di HITACHI e di altri azionisti investitori, attualmente pendente presso il Tar Lazio con udienza discussiva fissata al 17 maggio prossimo, si eccepisce in primo luogo il difetto di giurisdizione dell'autorità giudiziaria ordinaria a conoscere delle richieste cautelari così riassunte.

Si contesta poi la ricostruzione del quadro normativo e sanzionatorio operato dei ricorrenti, in quanto si assume che solo l'autorità garante del mercato (ed il giudice amministrativo) abbiano il potere di esaminare la questione della congruità del prezzo dell'offerta pubblica di acquisto. Si nega inoltre che il divieto di voto per lo "scalatore" si estenda oltre l'ipotesi della mancata promozione dell'OPA obbligatoria, per cui non riguarderebbe l'OPA "collusiva".

In ogni caso, per HITACHI RAIL, le determinazioni economiche della CONSOB del febbraio scorso avrebbero fatto venir meno il divieto per il "socio scalatore" di partecipare alle deliberazioni della "società bersaglio". Prima ancora, viene messo radicalmente in discussione nelle difese della resistente il presupposto di base del ricorso, cioè l'esistenza stessa di un' "Opa collusiva" tra HITACHI e a FINMECCANICA.

La posizione della società ANSALDO è di sollecito ad una prudente ponderazione dei presupposti cautelari per le dirompenti conseguenze che avrebbero non appropriate decisioni giudiziarie; mentre sul versante processuale si contesta l'esistenza dei presupposti propri per la tutela cautelare atipica dell'articolo 700 c.p.c.

Il Collegio Sindacale della STS è intervenuto nel procedimento per sollecitare l'organo amministrativo ad un'appropriata e pronta difesa in giudizio, rimettendosi al decidente per le opportune statuizioni.

Prendendo le mosse delle questioni processuali, già le parti hanno fatto chiarezza in esordio di discussione sulla non necessità di designazione di curatore speciale alla società ANSALDO STS: ciò, per la ragione che non si configura nella specie una attività surrogatoria del socio di minoranza rispetto agli adempimenti societari, visto che gli organi societari sono semplici destinatari dei provvedimenti eventuali di inibitoria,

che esaurirebbero la loro efficacia nel momento in cui si tenga l'assemblea sociale.

Ugualmente non è stata contestata in alcun modo la legittimazione all'intervento del Collegio sindacale, visto che lo stesso partecipa alle assemblee sociali ed è autonomamente titolato all'eventuale impugnazione dei deliberati.

La giurisdizione dell'autorità giudiziaria ordinaria è invece messa in discussione in modo radicale nella memoria di costituzione di HITACHI ma, si ritiene, senza fondamento.

La contemporanea pendenza di procedimento giurisdizionale presso il giudice amministrativo non determina alcuna sovrapposizione rilevante (cioè incidente su statuizione con valori di giudicato) tra le questioni trattate presso il giudice speciale e quelle oggetto dell'odierna disamina. Mentre la giurisdizione amministrativa esamina la legittimità del provvedimento di integrazione del prezzo dell'Opa assunto dalla CONSOB, in questa sede si chiede la verifica della violazione delle regole sull'Opa obbligatoria e la conseguente sterilizzazione del diritto di voto del "socio scalatore"; pertanto, è apprezzabile la diversità di titolo della domanda e di richieste indirizzate al giudice ordinario, rispetto a quanto si sta esaminando presso la giurisdizione amministrativa.

Peraltro, la più efficace confutazione dell'eccezione in esame, con la messa in luce della piena "giustiziabilità" presso l'AGO dei diritti sociali elencati nel ricorso, è stata proposta in udienza dalla difesa dei Fondi quando, richiamando le disposizioni che nell'art. 110 TUF rimandano, seppure con impropria numerazione (dopo la novella operata con d.lgs. 229 del 2007), ai precedenti commi 5 e 6 dell'art. 14, contemplano l'impugnazione – anche da parte della CONSOB – della deliberazione assunta con il voto del socio, cui tale diritto sarebbe inibito.

Allo stesso modo, non ricorrano gli estremi per doversi sospendere l'odierno procedimento per la contemporanea pendenza di giudizio presso il TAR Lazio, considerate: la parziale diversità delle parti che agiscono e resistono nei procedimenti, le diverse prospettazioni delle parti circa i diritti azionati, i diversi provvedimenti di cui è chiesta l'emanazione.

L'ulteriore indagine presuppone la verifica di due passaggi: l'esistenza o meno di una collusione tra la venditrice FINMECCANICA e l'acquirente HITACHI, diretta a deprimere il prezzo di vendita del pacchetto azionario di proprietà della prima; nonché le reazioni dell'ordinamento rispetto a tale positiva evenienza in termini di "sterilizzazione" del diritto di voto del socio "scalatore" nell'assemblea dei soci della "società-bersaglio".

Per tale secondo profilo si impone in particolare, in caso di verifica positiva della collusione, un necessario chiarimento sulle conseguenze sanzionatorie di un Opa non conforme all'obbligo previsto dall'articolo 106 secondo comma del TUF, che pretende che il prezzo convenuto tra il "socio scalatore" ed il cedente sia pari al prezzo più elevato pagato dall'offerente nei 12 mesi precedenti l'acquisto per titoli della stessa specie.

Ad avviso di questo giudice, ricorrono seri indizi di una non casuale – ma concertata - sottostima del valore effettivo, quindi del prezzo, del pacchetto azionario di maggioranza di ANSALDO STS, per effetto nella collegata sovrastima del valore e del prezzo del ramo di azienda di ANSALDO BREDA.

Non è il caso di ripercorrere in questa sede le complesse vicende negoziali che hanno portato alla dismissione del settore elettromeccanico e trasporti deciso da FINMECCANICA attraverso la cessione del ramo di azienda della sua impresa manifatturiera che costruiva treni (ANSALDO BREDA) e la cessione del pacchetto di maggioranza della società operativa nel settore del segnalamento ferroviario (ANSALDO STS), ripercorse nei paragrafi B.I e B.II del ricorso introduttivo e, in posizione di terzietà, nella memoria di costituzione della CONSOB avanti il Tar del Lazio del 29 aprile scorso, sul ricorso proposto da altri fondi investitori (prod. 8D HITACHI).

A tali due riepiloghi si può fare affidabile rinvio anche per gli sviluppi, in termini di proroghe ed impugnative, che si sono registrate sull'OPA lanciata da HITACHI il 2.11.2015, fino alla chiusura della stessa nel marzo scorso.

La memoria di costituzione della CONSOB contiene anche un'importante aggiornamento degli sviluppi successivi alle impugnazioni amministrative. Tra questi ultimi, assumono speciale rilevanza la costituzione di un deposito bancario da parte di HITACHI in favore degli azionisti aderenti all'Opa, dapprima per l'integrazione del prezzo delle azioni nei termini monetari indicati dalla CONSOB e, successivamente, per adeguare l'offerta al maggior prezzo di euro 10,50 per azione, riconosciuto da ultimo da HITACHI ad altri azionisti per l'acquisizione di un'ulteriore quota del pacchetto azionario, determinante per acquisire la maggioranza assoluta dello stesso (cd. *Best price rule*, art. 42.3 regolamento Emittenti CONSOB n. 11971 del 1999).

La delicatezza della trattativa imbastita fin dal 2011 tra la finanziaria di Stato per la dismissione del comparto elettromeccanico, ed uno dei più grossi gruppi imprenditoriali mondiali operanti nello stesso settore, emerge in modo abbastanza palese sia nella cronologia degli accadimenti riassunta dalla CONSOB nella sua citata memoria difensiva, sia nella corrispondenza e documentazione societaria depositata dei ricorrenti (cfr. in particolare produzioni da 6 a 18).

In sostanza, il programma di dismissioni prevedeva che FINMECCANICA cedesse sia l'azienda manifatturiera ANSALDO BREDA, da tempo in forte difficoltà economiche (definita addirittura un "cavallo morto" dai ricorrenti e comunque titolare di un "brand offuscato", secondo un'eloquente relazione degli amministratori di FINMECCANICA del 19.6.2014 doc.22); sia il pacchetto di controllo di ANSALDO STS, leader nel segnalamento ferroviario e impresa che al contrario godeva di buona salute, come comprovato dai recenti e dai precedenti utili di esercizio.

La diversa appetibilità delle due imprese partecipate da FINMECCANICA era ben nota alle parti contraenti, per quanto chiaramente desumibile dallo scambio di corrispondenza negoziale intercorso nelle trattative (doc.9 ricorr.), ma anche per le clausole che nei contratti di vendita condizionavano l'efficacia della cessione del pacchetto

azionario al perfezionamento della cessione di ramo di azienda (vedi doc. 6,8).

Ora, apprezzabili conferme di un'intesa collusiva tra le parti contraenti diretta a rappresentare e realizzare una sottostima del prezzo di cessione del pacchetto azionario STS (ceduto per 761 milioni di euro), e di una collegata sovrastima del ramo di azienda BREDA (ceduto per un euro; oltre a 32 milioni di cessioni di immobili da altra società controllata dalla venditrice), derivano dagli elementi debitamente valorizzati nelle pagine da 11 a 18 del ricorso introduttivo (Sezione B, capitoli IV-VI), cui per brevità si rinvia.

Non si ritiene necessario acquisire ulteriori conferme della sottostima azionaria, come quelle che potrebbero derivare dalla relazione che il fiduciario THE ROYAL BANK of SCOTLAND aveva a suo tempo predisposto per gli amministratori indipendenti di STS, o dagli sviluppi della parallela indagine penale in Milano, perché già eloquente – e con sostanziale valenza confessoria – appare in proposito la relazione al consiglio di amministrazione della *holding* HITACHI del 10 dicembre 2014 (documento 10), nella quale viene rappresentato che il prezzo per l'acquisizione del pacchetto di controllo della società italiana, in una prospettiva di mercato, sarebbe di € 12 per azione.

Nella stessa relazione si dà conto invece del valore fortemente negativo di ANSALDO BREDA, che viene stimata negativamente per 550 milioni di euro, rappresentando la necessità di una negoziazione *flessibile* con la controparte italiana per poter acquisire il controllo della società competitiva: “flessibilità” consistente esattamente nella contemporanea acquisizione della società manifatturiera con forti *performance* negative.

Ulteriori elementi che convincono della non adeguatezza del prezzo riconosciuto da HITACHI a FINMECCANICA sono dati dall'esito negativo dell'Opa lanciata dalla prima, che ha raccolto una scarsa percentuale di adesioni, di poco superiore al 6%: il mercato stesso quindi, come efficacemente sottolineato dei Fondi nella discussione orale, ha dato tale negativa risposta all'offerta di un prezzo sottostimato. Si deve ancora considerare che, per acquisire una partecipazione tale

da garantire il controllo dell'impresa di segnalamento, HITACHI ha da ultimo pagato per la percentuale mancante un corrispettivo di € 10,50 per ogni azione.

Nell'impossibilità di licenziare un'indagine peritale in tempi compatibili con assemblea societaria convocata per il 13.5, che faccia finalmente chiarezza tra le molteplici e contrapposte stime dei beni ceduti che si accavallano nelle difese delle parti, un punto di chiarezza - rilevante in termini di gravità indiziaria - è costituito dal provvedimento CONSOB n. 19507 del 3.2.2016, che ha dato conto di una collusione tra le parti delle cessioni in questione, quantificando in 32 milioni di euro il "premio di maggioranza" negato agli azionisti diversi da FINMECCANICA: importo corrispondente, nella stima dell'Autorità di controllo del mercato azionario, al "non valore" di ANSALDO BREDA.

Tale provvedimento può porsi al momento a fondamento della ricostruzione in fatto, rilevante per le odierne statuizioni, dato che contiene un'appropriata argomentazione delle ragioni per le quali la CONSOB ritiene di non poter prendere a riferimento le stime valutative degli azionisti di minoranza, in considerazione del fatto che l'oggetto della compravendita BREDA è stato nelle more diversamente configurato. Allo stesso tempo, il provvedimento 19507/16 contiene un'efficace confutazione della difesa dell'acquirente, nella parte in cui sottolinea la scarsa plausibilità della rettifica di valore operata da HITACHI (per l'appunto, pari a 32 milioni di euro) intervenuta tra il 16 gennaio ed il 5 febbraio 2015 per quanto riguarda la predetta ANSALDO BREDA (pag. 5 del provvedimento e 21-29 dell'Atto di Accertamento).

Indicazioni di segno assolutamente coerente con la valutazione negativa della "realtà BREDA" vengono infine dalle relazioni e audizioni dei vertici di Finmeccanica, anche posteriori all'esaurimento della trattativa, come si apprende dalle recenti produzioni in udienza dei Fondi (Doc. 45-48).

Ritiene conclusivamente lo scrivente, a fronte della mancanza allo stato di un accertamento tecnico realmente risolutivo svolto nel contraddittorio e da esperto imparziale, che le determinazioni dell'Autorità di controllo compendiate nel suo provvedimento n. 19507/16 e giustificate nel collegato Atto di

Accertamento (doc. 14) forniscano al momento compendio indiziario adeguato, ai fini cautelari, per potersi parlare di un'intesa collusiva tra HITACHI e FINMECCANICA nei termini prospettati dai ricorrenti, anche se per una dimensione economica più contenuta; seppur non proprio disprezzabile, visto che il differenziale di prezzo che l'offerente avrebbe dovuto corrispondere ai Fondi, se questi ultimi avessero aderito all'OPA secondo le stime della delibera CONSOB, ammonterebbe pur sempre ad oltre 30 milioni di euro (euro 0,399 le oltre 80 milioni di azioni di titolarità dei Fondi).

Tale artificiosa manipolazione dei prezzi di cessione, non certamente rappresentata al mercato nelle comunicazioni HITACHI di promovimento dell'OPA obbligatoria, si può definire "collusione vietata" nel significato proprio dell'art. 106 TUF e nella pertinente definizione datane da TAR Lazio 19.3.2014 n. 3009 (doc. 6 delle produzioni giurisprudenziali), nella parte in cui si precisa che costituisce "*collusione*" anche la cooperazione tacita, quando abbia "*anche soltanto quale effetto, l'elusione delle norme che presidiano la fissazione del prezzo dell'OPA obbligatoria*", ossia quando "*il prezzo effettivamente incamerato dal venditore di un pacchetto di controllo in ragione della cessione non corrisponda a quello pagato dall'acquirente di tale partecipazione (che si riverbera sul prezzo dell'OPA offerto alla totalità degli azionisti)*" e, di conseguenza, il venditore percepisca "*un premio di controllo non «spalmabile» sugli altri azionisti, ad evidente detrimento degli stessi*".

Non si condividono, rispetto allo specifico caso qui in discussione, le perplessità da ultimo palesate dal Consiglio di Stato nel suo recente provvedimento con cui in altra vicenda è stata sollevata questione pregiudiziale presso il Giudice comunitario per quanto riguarda l'indeterminatezza della definizione di "collusione", come da ultimo si apprende dalle memorie difensive versate nel procedimento presso il TAR.

Nella fattispecie, gli elementi documentali valorizzati nel ricorso introduttivo e la prudente ma affidabile ricostruzione da parte della CONSOB del percorso negoziale portano a ritenere che le alterazioni di prezzo evidenziate nella deliberazione del 3 febbraio scorso siano conseguenza di un

preciso accordo intervenuto tra le parti stipulanti la duplice cessione per favorire l'acquirente nella previsione della doverosa Opa conseguente all'acquisto del 40% del pacchetto azionario di ANSALDO STS.

Si tratta a questo punto di prendere in esame le reazioni dell'ordinamento rispetto alla non trasparente conduzione dell'OPA obbligatoria e, in particolare, stabilire se dai divieti del TUF scaturiscano o meno diritti soggettivi – e quali – in favore degli azionisti pregiudicati da tale comportamento.

L'art. 110, primo comma, del TUF, dispone infatti che *“in caso di violazione degli obblighi previsti dalla presente sezione in materia di OPA obbligatoria, il diritto di voto inerente all'intera partecipazione detenuta non può essere esercitato e i titoli eccedenti le percentuali indicate negli articoli 106 e 108 devono essere alienati entro dodici mesi”*.

La ratio di questa particolare sanzione è chiara: mira a *“impedire il protrarsi di una situazione di controllo acquisita illegittimamente con la violazione dell'obbligo di opa”* (da ultimo, Cassaz. Sez.1, 4.4.2016, n. 650).

In tal senso la norma è diretta a evitare che un soggetto, che abbia acquisito una posizione di controllo in spregio dei diritti degli azionisti di minoranza, possa sfruttare tale posizione *“inquinando”* la formazione delle maggioranze assembleari con un diritto di voto acquisito in modo illegittimo.

Vi è contrasto tra le opposte difese sul fatto che la violazione dell'obbligo inerente il prezzo da riconoscersi in sede di Opa, ai sensi del richiamato articolo 106, possa determinare o meno la sterilizzazione dei diritti di voto del socio che ha formulata l'OPA: infatti, secondo la difesa di HITACHI, una sanzione di tale consistenza è possibile solo per i soggetti che abbiano violato del tutto l'obbligo di formulare un'offerta pubblica di acquisto, quando ne ricorressero i presupposti.

Tale riduttiva lettura dell'articolo 110 TUF non convince perché una simile delimitazione della portata sanzionatoria non è testualmente prevista dal dato letterale della disposizione e priverebbe di ogni deterrenza le scalate *“collusive”*, realizzate per le ragioni e con le metodiche più varie attraverso la sottostima del reale valore delle azioni trasferite: una condotta

non meno censurabile di quella di chi non abbia del tutto formulato l'Opa, e anzi forse più pericolosa e callida.

Dunque è meditato convincimento di questo giudice che anche l'"OPA collusiva" possa costituire premessa per l'applicazione delle sanzioni del TUF.

Ora, parlando di sanzioni, è possibile ravvisare un preciso collegamento teleologico tra la più volte citata disposizione speciale del TUF e le norme "ordinarie" del Codice sugli organi societari, nella parte in cui stabiliscono per le società per azioni le regole per la validità delle decisioni collettive con norme di azione, procedurali e di legittimazione.

In particolare, secondo chi scrive, l'art. 110 TUF pare *aggiungere* per le società quotate, in una posizione collocabile all'interno dell'articolo 2370 c.c., una disposizione specifica che esclude dal diritto di voto lo "scalatore" che abbia violato le regole OPA.

In tale ordine di considerazioni, pare perciò particolarmente puntuale la ricostruzione dell'efficacia dell'apparato sanzionatorio così integrato che propone la Corte d'Appello di Milano nel suo provvedimento del 27.2.2012 (doc. 5 del fascicolo di consultazione prodotto sub 41 dai Fondi).

La giurisprudenza milanese raccolta nell'allegato documentale sub 41 dei ricorrenti si è ulteriormente addentrata nella disamina delle conseguenze – in termini di norme di relazione a prò dei soci pretermessi – giungendo ad enucleare, dalle disposizioni in esame, un vero e proprio diritto sostanziale e procedimentale del socio : la tutela cioè del suo "*diritto attuale di far valere il proprio peso per scegliere la governance della società*" (in particolare, v. Tribunale Milano Sez. VIII, decreto 16.7.2012 est.DAL MORO, doc. 11).

Secondo tale lettura, quando sussiste un "*diritto attuale del socio a far valere il proprio 'peso' in termini di capitale rappresentato per scegliere la governance della società*", l'esigenza di intervenire con provvedimento d'urgenza deve individuarsi nel fatto che, nonostante la delibera possa essere poi "*dichiarata illegittima in relazione alla proclamazione del risultato*", non si assicurerebbe lo stesso risultato (*..[ciò] comunque avverrebbe in un tempo decisamente incompatibile con il diritto attuale del socio ... e mai comunque giungerebbe*

al medesimo risultato che avrebbe consentito la possibilità di esercitare il proprio buon diritto”).

Si legge nell’ordinanza del 20.2.2012 della stessa Sezione VIII, Giud. CONSOLANDI (prod. 12), che la cautela anticipatoria atipica può essere accordata quando vi è un pericolo di danno per il socio di minoranza di dover *“comunque sopportare interinalmente un consiglio di amministrazione illegittimamente nominato, durante il periodo necessario alla sospensione cautelare”*.

Ora, il problema che si pone rispetto al caso specifico in discussione è esattamente quello di stabilire se in sede cautelare “atipica” sia possibile anticipare la tutela del socio, penalizzato da un’OPA collusiva, ad una soglia che preceda addirittura l’assunzione di delibere illegittime per la non corretta formazione delle maggioranze assembleari.

Tale questione è posta con particolare incisività nelle difese della società ANSALDO, la quale per l’appunto si interroga sul necessario rapporto di strumentalità tra inibitoria al voto e lo strumentario cautelare tipico del settore societario: segnatamente, si sta parlando dell’articolo 2378 codice civile. Questo profilo appare allo scrivente realmente decisivo e merita qualche riflessione ulteriore.

Il rapporto di strumentalità necessaria nel particolare procedimento disciplinato dagli articoli 700 e seguenti c.p.c. va apprezzato sotto un duplice profilo: la tipicità, cioè la ricorribilità ad esso in assenza di provvedimenti cautelari tipici; e l’esistenza di un pregiudizio imminente ed irreparabile, come presupposto per la cautela.

Ricordate tali essenziali caratteristiche del procedimento nei casi ordinari, si condividono per la materia societaria le osservazioni svolte da entrambe le società resistenti sull’opportunità che nel settore contenzioso in esame si tenga conto anche dell’approccio comparativo tra interessi in conflitto, previsto dal terzo comma dell’articolo 2378 c.c.

Se infatti viene sostanzialmente chiesta oggi l’anticipazione di una delibazione, come quella disciplinata dalla norma codicistica per l’impugnazione delle delibere societarie, la quale impone per l’appunto al giudice procedente di prendere in considerazione gli interessi in conflitto in una prospettiva

comparativa, ne discende che si deve tenere presente tale necessario approccio anche in una sede di “tutela estremamente avanzata”, come l’odierna.

A tali premesse va aggiunto che la valutazione dei presupposti di immanenza ed irreparabilità del pregiudizio rispetto ai tempi normalmente occorrenti per una tutela tipica va svolta in concreto, *calandola nel singolo caso in decisione* e, quindi, tenendo anche specifico conto degli oggetti delle future determinazioni assembleari e della pregnanza ed efficacia delle difese amministrative e processuali fin qui svolte dalle parti interessate.

Nel contesto valutativo così sommariamente descritto, non si ravvisa uno specifico interesse dei Fondi ricorrenti ad agire per quanto riguarda la non ammissione al voto di HITACHI Rail relativamente all’approvazione del bilancio dell’esercizio 2015.

Per questa prima parte dell’OdG della prossima assemblea, nessun socio ha mosso contestazioni al fatto che il progetto di bilancio approvato dal consiglio di amministrazione fotografi in modo fedele il risultato dell’esercizio 2015. Pertanto la mancata sottoposizione all’approvazione di esso - approvazione, che si profilerebbe come assolutamente scontata in una situazione non conflittuale, e ragionevolmente nessun azionista vecchio o nuovo avrebbe ragione di dolersene - riuscirebbe sicuramente di pregiudizio per una società quotata in borsa ed inoltre senza alcuna concreta utilità per le parti ricorrenti. Queste ultime non hanno contestato infatti il risultato di esercizio, ma la probabile decisione del nuovo socio di maggioranza di non procedere a distribuzione dell’utile conseguito.

Rispetto a tale secondo profilo, vi è in primo luogo da considerare che HITACHI RAIL si è riservata la facoltà di opporsi alla distribuzione dell’utile, ma è impossibile dire prima della concreta manifestazione di volontà quale sarà il definitivo intendimento del predetto socio, che potrebbe essere anche modificato dalle nuove evenienze di cui si dà conto nelle difese al TAR.

In ogni caso, rispetto a questo specifico argomento all’ordine del giorno, si registra - oltre all’appena evidenziato difetto di

attualità del pregiudizio - la natura riparabile del danno economico che deriverebbe agli azionisti di minoranza da una decisione negativa sulla distribuzione degli utili (viceversa apprezzabile per l'autofinanziamento di STS).

La dimensione esclusivamente patrimoniale del pregiudizio che conseguirebbe alla deliberazione negativa sulla distribuzione degli utili, di per sé risolutiva, consente di superare l'opposto argomento dei ricorrenti circa l'indispensabilità di cautela atipica a fronte di deliberazioni societarie di tale segno.

Indubbiamente più delicata è la terza questione all'ordine del giorno, cioè la designazione del nuovo consiglio di amministrazione, che in tesi dei ricorrenti determinerebbe - per effetto del voto di lista e del "premio di maggioranza" per la lista più votata - una totale dipendenza del nuovo organo amministrativo dalla controllante giapponese, prima ancora che sia risolta la questione della titolarità definitiva del pacchetto azionario di controllo; oltre a tutte le problematiche di adeguatezza professionale dei candidati HIUTACHI, oggetto di forti stigmatizzazioni nel ricorso cautelare.

Pur comprendendosi le preoccupazioni dei soci di minoranza al riguardo, ritiene questo giudice - in linea con le difese svolte da ANSALDO STS - che le previsioni contenute nell'articolo 2378 c.c. rappresentino un efficace strumento di tutela tipico, adeguato alle esigenze cautelari del caso di specie.

Tali previsioni sono congegnate in modo tale da non paralizzare la vita di una società di capitali prima che si sia manifestata la volontà degli organi assembleari; contengono disposizioni di salvaguardia della "volontà valida", ad onta della possibile presenza di voti non computabili; consentono all'autorità giudiziaria un bilanciamento degli interessi in gioco ed un possibile attività conciliativa.

Ciò non esclude che, come ritenuto dalla giurisprudenza milanese, permangano utili spazi di operatività per una tutela cautelare atipica, assai anticipata, quando il pregiudizio sia effettivamente imminente e irreparabile: vale a dire quando i tempi di tutela giurisdizionale siano incompatibili con la salvaguardia effettiva del diritto di socio. Nell'esemplificazione dei provvedimenti cautelari milanesi,

una situazione così tutelabile viene ravvisata per i possibili tempi dilatati della risposta giudiziaria o per evitare il rischio di una “impugnazione affrettata” della deliberazione sociale illegittima.

Quest’ultimo rischio non ricorre certamente nella situazione in esame rispetto ai tempi decisionali di questa Sezione specializzata, anche alla luce di un “presidio monocratico avanzato” che può operare *inaudita altera parte* in base alla parte iniziale del terzo comma della più volte citata disposizione del codice.

Parimenti, la prospettiva di una compressione delle esigenze difensive dei ricorrenti, costretti a svolgere un’impugnazione affrettata, non è seriamente sostenibile. La vicenda contenziosa che si snoda in questa sede non è nata certamente a ridosso dell’assemblea sociale STS di maggio e da molti mesi i difensori dei ricorrenti sono impegnati a rappresentarne gli interessi, con iniziative assai incisive, nelle diverse sedi, amministrative giurisdizionali, man mano coinvolte.

In tal senso, il ricorso introduttivo del 2 maggio scorso non ha assolutamente caratteri di frette e può trasformarsi in tempo quasi reale negli atti introduttivi, di merito e cautelare, previsti dal terzo comma dell’articolo 2378 c.c. per le congrue impugnazioni.

Per concludere l’indagine sui profili cautelari processuali si consideri che, in fondo, una valutazione di adeguatezza della “tradizionale” impugnazione delle deliberazioni sociali viene dallo stesso TUF proprio nella specifica disciplina degli effetti delle violazioni delle regole sull’OPA obbligatoria.

Ferma la coercizione indiretta del divieto di voto con sanzioni economiche di peso appropriato, si noti infatti che il combinato disposto degli artt. 110 e 14 TUF non prevede la “sospensione preventiva” di ogni momento deliberativo, ma reagisce ammettendo contro la delibera assunta con la partecipazione del socio interdetto dal voto la classica impugnativa codicistica, estendendo alla CONSOB la titolarità dell’azione entro un più ampio arco temporale.

Si vuole evitare, vien modo di credere, un rimedio peggiore del male, perché si paralizzerebbe preventivamente tutta la vita sociale delle società quotate, quando invece è possibile che le

delibere illegittimamente assunte possano sopravvivere alla “prova di resistenza” prevista nelle regole societarie ordinarie ed in quelle speciali del TUF.

Così, per trasferire tali ultime considerazioni nell’odierna materia contenziosa, si pensi ad una deliberazione societaria di ANSALDO STS intervenuta nel periodo in cui HITACHI aveva messo insieme solo il 46% delle azioni: non è pensabile che il restante 54% della compagine azionaria non avrebbe approvato, ad esempio, l’ultimo bilancio di esercizio.

Dalle precedenti considerazioni consegue l’inammissibilità del ricorso introduttivo per difetto dei caratteri della *residualità*, stante la presenza nell’ordinamento di efficace misura cautelare “tipica”, nonché per difetto dei restanti presupposti di *strumentalità necessaria* previsti per ricorrere alla tutela cautelare atipica, in relazione al tipo di pregiudizio allegato.

Alla stessa conclusione negativa si perviene anche in base ad una diversa linea argomentativa che invece fa riferimento all’esistenza del “*fumus boni juris*” e riguarda perciò direttamente il *merito cautelare*.

A mò di premessa generale, si è visto poc’anzi quale sia la *ratio* del divieto di voto previsto per il “socio scalatore”, con richiamo alla copiosa giurisprudenza prodotta sub 41, che ha fatto particolare chiarezza al riguardo.

Le successive riflessioni toccano da vicino il delicato rapporto tra *public* e *private enforcement* nella conduzione e sviluppo delle offerte pubbliche di acquisto di azioni di società quotate e sono alla base dell’interrogativo postosi nella discussione orale sulla dimensione solo amministrativa, o anche giudiziale, della tutela accordata ai soci di minoranza dall’articolo 110 TUF in caso di Opa collusiva.

Ad avviso di questo giudice, una lettura (già proposta in dottrina) dell’articolo 110 compatibile con il generale principio di proporzione delle sanzioni e con le regole societarie del codice civile deve necessariamente prevedere che la limitazione del diritto di voto in danno del “socio scalatore” non possa proseguire *ad libitum*, ma sia contenuta entro limiti temporali funzionali alle decisioni sulle sorti finali delle quote che sarebbero state illegittimamente acquisite. Sorti, per le quali la riforma introdotta con decreto legislativo

numero 229 del 2007 non ha più previsto il solo obbligo di cessione della quota eccedente la percentuale del 30% ma, in alternativa e previa valutazione comparativa degli interessi menzionati nei nuovi commi 1 bis e seguenti, contempla l'integrazione imposta dalla CONSOB del prezzo di acquisto delle azioni oggetto dell'Opa.

Solo tale lettura funzionale del divieto di voto è in grado di evitare lo snaturamento del fondamentale principio di maggioranza, che presiede all'organizzazione societaria, riconoscendo "a ciascuno il suo" secondo una gamma differenziata di interessi necessariamente diversificati fra "azionisti risparmiatori", "azionisti investitori" e azionisti imprenditori".

Inoltre la limitazione del divieto di voto, contingentato fino all'indicato bivio, può evitare interferenze strumentali per pure ragioni economiche sulla *governance* aziendale. Tutto ciò, al fine di evitare che il contenzioso degli azionisti sul prezzo delle azioni trasferite e offerte vada a discapito della imprenditorialità dell'azienda-bersaglio.

Fermi restando i precedenti rilievi sull'attuale presenza nell'ordinamento di efficaci rimedi cautelari tipici, si ritiene quindi che, prima che la Pubblica amministrazione abbia *conformato* il diritto dell'azionista pregiudicato da una scalata collusiva, sciogliendo l'alternativa tra vendita obbligatoria delle quote eccedenti o integrazione del prezzo offerto in sede di OPA, vi sia un *diritto pieno* del socio pregiudicato ad ottenere l'inibitoria per il diritto di voto del "socio scalatore".

Quando però la Pubblica amministrazione abbia operato la valutazione discrezionale degli interessi in gioco tenendo conto di tutte le variabili menzionate dalle norme integrative dell'articolo 110 introdotte con il decreto legislativo 229/2007, e si sia in tal senso determinata non già ad obbligare lo "scalatore collusivo" a cedere le quote eccedenti, ma esclusivamente ad integrare il prezzo dell'Opa, in tale momento stesso viene meno il divieto al voto. Infatti, con tali statuizione l'Autorità di controllo manifesta il chiaro intendimento di non toccare l'assetto societario e le nuove proporzioni della compagine sociale e si entra, per il socio danneggiato, in una dimensione esclusivamente patrimoniale,

e perciò riparabile, nella quale sarà ben possibile sindacare la stima valutativa dell'Autorità di vigilanza, e non solo presso la giurisdizione amministrativa.

Si potrebbe obiettare che il comma 1 ter dell'articolo 110 testualmente prevede che il divieto di voto venga meno con la vendita della quota eccedente o con l'integrazione del prezzo dell'Opa secondo le determinazioni economiche della CONSOB.

Nel caso qui discussione si versa tuttavia in una situazione di sostanziale equivalenza rispetto all'imbocco dell'alternativa delineata dalla disposizione del TUF citata perché:

- fin dal 3 febbraio scorso la CONSOB ha optato per imporre ad HITACHI esclusivamente una maggiorazione del prezzo di Opa;
- HITACHI si è di fatto adeguata, predisponendo depositi bancari delle differenze economiche sia rispetto alla maggiorazione di prezzo stabilita dalla CONSOB, sia rispetto all'integrazione da essa autonomamente decisa dopo l'ultimo acquisto di azioni operato sul mercato per ottenere la certezza del controllo della società- bersaglio;
- A fronte di tale comportamento, CONSOB ha eccepito presso la giurisdizione amministrativa il sopravvenuto difetto di interesse di HITACHI a coltivare il ricorso sulla determinazione del prezzo di acquisto delle azioni (vedi ancora prod. 8D HITACHI);
- gli stessi Fondi ricorrenti hanno impugnato lo scorso 6 aprile le determinazioni economiche della CONSOB (vedi la memoria della CONSOB del 29 aprile 2016 nel procedimento Tar Lazio R.G. 3501/2016, pagina 15) senza prospettare o richiedere la cessione delle quote eccedenti da parte del nuovo socio di maggioranza.

Di fronte all'interrogativo sulle ragioni per le quali è stata imboccata la "strada economica", che comporta risvolti di tipo solo risarcitorio, lo scrivente si è risposto nei seguenti termini, sempre in un'ottica anticipatoria delle logiche proprie dell'art. 2378 c.c.

Può ragionevolmente opinarsi che la CONSOB, in una prospettiva comparativa quale quella imposta dal comma 1 bis dell'articolo 110, e quindi con un maggiore spettro valutativo che va anche agli interessi dello sviluppo economico e del mercato, rispetto alla sola prospettiva endosocietaria propria dell'articolo 2378 c.c., abbia ritenuto che il progetto industriale di HITACHI, che vede ANSALDO STS ridotta ad una "azienda del gruppo HITACHI" e non più impresa completamente autonoma (in linea peraltro con un disegno dismissivo dello specifico settore elettromeccanico delle Partecipazioni statali condiviso anche dall'autorità governativa), sia comunque preferibile ad un "non progetto industriale", che non vede assunzione di responsabilità gestionali/imprenditoriali da parte dei Fondi ricorrenti o degli altri azionisti di minoranza.

In un contesto di mercato globale, non si può fare a meno di interrogarsi sulle poco serene prospettive di prosecuzione dell'attività aziendale con le sole forze di STS, senza più alle spalle la solidità della *holding* della Partecipazioni statali, dovendo ANSALDO competere con gruppi economici 100 volte più grandi e ramificati, come la stessa HITACHI.

Si pensi, per concludere questa riflessione sviluppata sulla trama del bilanciamento di interessi, alla sola onerosità della "garanzia della regina" ("*Queen Guarantee Release Letter*", produzione 8E di HITACHI), cioè la garanzia data dalla nuova capogruppo ai creditori sociali di ANSALDO STS per quanto riguarda l'adempimento degli obblighi discendenti dai precedenti rapporti contrattuali: un impegno nel quale il gruppo HITACHI si è sostituito alla precedente capogruppo FINMECCANICA assumendo una garanzia del valore di 2 miliardi di euro.

Rispetto alla consistenza di tali determinazioni imprenditoriali non si è colta, nella discussione all'udienza decorsa e nelle produzioni iniziali e successive, una disponibilità dei Fondi ricorrenti, che pure detengono quasi 1/3 del capitale sociale, ad analoghi impegni finanziari; e neppure una reale contrapposizione alla gestione HITACHI che prefiguri una diversa conduzione produttivo/commerciale dell'impresa di segnalamento.

L'impugnazione giurisdizionale del prezzo dell'OPA fissato da CONSOB, il 6 aprile scorso, di cui si apprende dalle memorie difensive della stessa Commissione, non può non leggersi come iniziativa che suggella la sostanziale "scelta di campo" dei Fondi per una dimensione patrimoniale e risarcibile del contenzioso tra i soci, piuttosto che per un conflitto sulle prossime strategie imprenditoriali di ANSALDO STS che saranno decise a Tokio.

La conclusione di quanto sopra esposto è quindi che l'inibitoria al voto non può essere ritenuta ancora efficace per effetto dell'evoluzione del contesto di riferimento, e nello specifico in conseguenza del deliberato assunto dalla CONSOB sulla sola integrazione economica del prezzo dell'Opa e non sulla cessione delle quote eccedenti la percentuale del 30% da parte di HITACHI RAIL.

Il ricorso va conseguentemente rigettato sotto entrambi i profili, di ammissibilità e fondatezza, sopra esaminati, con conseguente onere di rifusione da parte dei ricorrenti delle spese di procedimento.

La parziale novità e delicatezza delle questioni controverse, in un quadro normativo connotato da non facile armonizzazione tra tutela amministrativa e tutela giurisdizionale (ordinaria) del socio di minoranza in ipotesi di Opa collusiva; come pure la soccombenza di HITACHI sulle questioni pregiudiziali, sull'esistenza di un quadro indiziario dimostrativo di una collusione con il venditore, che ha portato ad una non corretta formulazione del prezzo offerto per le azioni di ANSALDO STS, come pure sulla portata precettiva dell'art. 110 TUF, giustificano la compensazione della metà delle spese di lite.

Queste ultime sono determinate come da Dm 55 del 2014, a partire dalla parcella sottoposta dalla resistente, che di tale normativa tariffaria fa esatta applicazione ed in base alla quale va dunque operata la riduzione a metà.

Nei rapporti con la società ANSALDO, che non ha contestato la giurisdizione, non si giustifica analoga compensazione delle spese.

Le difese della società genovese, tuttavia, sono state articolate esclusivamente sul versante processuale dei rimedi cautelari tipici, senza alcun riferimento alla consistenza del contenzioso

economico, e pertanto la liquidazione avviene come da tabella 10 nello scaglione del valore indeterminato, al netto dei compensi di fase istruttoria (che non ha avuto concreto corso), con le seguenti statuizioni analitiche: euro 3500 per la fase di studio; 1200 per fase introduttiva, 2000 per fase discussiva finale.

Meritano integrale compensazione le spese di lite nei riguardi del Collegio Sindacale, che non ha assunto una posizione di contrasto con i ricorrenti ma, semmai, ha svolto esclusivamente un'azione di pressione sugli organi amministrativi di ANSALDO STS per una pronta costituzione in giudizio (che non è mancata).

P.Q.M.

Pronunciando in sede cautelare,

Dichiara inammissibile il ricorso proposto da ELLIOT INTERNATIONAL L.P., THE LIVERPOOL LIMITED PARTNERSHIP ed ELLIOT ASSOCIATES L.P. per difetto dei presupposti di cui all'art. 700 c.p.c., in presenza di efficace tutela cautelare tipica, e comunque infondato lo stesso per intervenuto esaurimento del divieto di voto.

Condanna le parti ricorrenti a rifondere a HITACHI RAIL ITALY la metà delle spese di lite, liquidate per tale frazione in euro 75 per esborsi e 10.465 per compensi professionali, oltre spese a forfait 15%, IVA e CPA come per legge, compensando la residua metà; ed a rifondere le spese di lite di ANSALDO STS, liquidate in euro 6700 per compensi professionali oltre spese a forfait 15%, IVA e CPA come per legge.

Compensa integralmente le spese tra i ricorrenti e Collegio interveniente.

Si comunichi urgentemente via PCT

Genova, 11 maggio 2016 Il Giudice U. des.

Dr. Roberto BRACCIALINI

