

ATTO DI ACCERTAMENTO

1. Il procedimento per l'aumento del prezzo dell'offerta pubblica di acquisto obbligatoria promossa da Lauro Sessantuno S.p.A. su azioni Camfin S.p.A.

1.1. La Comunicazione di avvio del Procedimento per l'aumento del prezzo di offerta

Con nota Prot. n. 74051/13 del 12 settembre 2013 la Consob ha avviato il Procedimento n. 4002/2013 per l'aumento del prezzo dell'offerta pubblica di acquisto obbligatoria promossa, ai sensi degli articoli 102, 106, comma 1 e 109 del d.lgs. 24 febbraio 1998 n. 58, da Lauro Sessantuno S.p.A. (l'“**Offerente**” o “**Lauro 61**”) su azioni ordinarie emesse da Camfin S.p.A. (“**Camfin**” o l'“**Emittente**”) e con successiva nota prot. n. 74144/13 dello stesso giorno – che di seguito si trascrive – la Consob ha reso note le valutazioni poste alla base della decisione di avvio del suddetto procedimento (la “**Comunicazione**”).

“1. Premessa

*Nell'ambito dell'attività di vigilanza svolta dalla Consob in merito alla cessione a codesta società della partecipazione detenuta, direttamente e indirettamente, da Malacalza Investimenti S.r.l. (“**MCI**”) in Camfin e al contestuale acquisto, da parte di MCI, di una partecipazione in Pirelli & C. S.p.A. (“**Pirelli**”) pari al 6,98% del capitale sociale (la “**Partecipazione Pirelli**”), sono emersi taluni profili di criticità.*

2. Descrizione degli eventi

*In data 5 giugno 2013, Lauro 61 ha diffuso un comunicato stampa con cui ha reso noto il perfezionamento degli accordi per l'acquisizione di una partecipazione nel capitale di Camfin complessivamente pari al 60,99% e lo scioglimento della partnership relativa a Gruppo Partecipazioni Industriali S.p.A. (“**GPI**”) e Camfin tra Marco Tronchetti Provera & C. (“**MTP**”), Marco Tronchetti Provera Partecipazioni S.p.A. (“**MTPP**”) e MCI.*

*In pari data, con comunicazione resa ai sensi degli artt. 102, del d.lgs. n. 58/98 (“**TUF**”) e 37, del Regolamento Consob n. 11971/99 (“**Regolamento Emittenti**”), Lauro 61 ha comunicato il sorgere dell'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto totalitaria sulle azioni ordinarie Camfin (l'“**Offerta**”).*

Secondo quanto rappresentato, il corrispettivo offerto nell'ambito dell'Offerta sarebbe stato pari a Euro 0,80, in quanto prezzo più elevato pagato dall'Offerente per l'acquisto di azioni Camfin nei dodici mesi precedenti alla suddetta comunicazione.

*Nella medesima data del 5 giugno 2013, il Sindacato di Blocco Azioni Pirelli & C. S.p.A. (il “**Patto**” o il “**Sindacato**”) ha comunicato che “i partecipanti al Patto hanno, su richiesta, dato il consenso” (i) ad Allianz S.p.A. (“**Allianz**”) per svincolare l'intera partecipazione detenuta in Pirelli e conferita al Patto, pari a n. 20.977.270 azioni ordinarie Pirelli (pari al 4,41% del capitale sociale); (ii) a Fondiaria-Sai S.p.A. (“**Fonsai**”) per svincolare dal Patto complessive n. 12.229.394 azioni ordinarie Pirelli (pari al 2,57% del capitale sociale); (iii) a Camfin per*

svincolare dal Patto complessive n. 33.300.000 azioni ordinarie Pirelli (pari al 7% del capitale sociale)¹.

Infine, ancora in data 5 giugno 2013, MCI ha diffuso un comunicato stampa mediante il quale ha reso noto di aver acquistato in pari data, “da soggetti aderenti al sindacato di blocco Pirelli, a ciò debitamente autorizzati”, n. 33.206.664 azioni ordinarie Pirelli (pari al 6,98% del capitale sociale), al prezzo di Euro 7,80 per azione e di aver venduto, nella medesima data, “per un controvalore complessivo pari a circa 160 milioni di Euro, le proprie partecipazioni in GPI S.p.A. – Gruppo Partecipazioni Industriali – (pari al 30,94% del capitale sociale) e Camfin S.p.A. (pari al 12,37% del capitale sociale) queste ultime ad un prezzo unitario di 0,80 Euro”.

Codesta società, nei termini di legge, il 25 giugno 2013 ha depositato il documento concernente l’Offerta, che è stato approvato dalla Consob con delibera n. 18617 del 24 luglio 2013; l’Offerta ha avuto inizio il 12 agosto 2013 e terminerà il 13 settembre 2013.

1. Attività di vigilanza svolta dalla Consob

3.1. *Nell’ambito dell’attività di vigilanza svolta, la Divisione Ispettorato ha svolto una verifica ispettiva nei confronti di Pirelli (6 giugno 2013-9 agosto 2013), MCI (12 giugno 2013 – 9 agosto 2013), Camfin (12 giugno 2013 – 9 agosto 2013), Unicredit S.p.A. (“Unicredit”; 17 giugno 2013 – 9 agosto 2013), Intesa Sanpaolo S.p.A. (“Intesa”; 17 giugno 2013 – 9 agosto 2013), Clessidra SGR S.p.A. (“Clessidra”; 17 giugno 2013 – 9 agosto 2013), Banca IMI S.p.A. (20 giugno 2013 – 9 agosto 2013), nel corso della quale sono stati acquisiti elementi informativi e documentali concernenti la cessione di azioni Camfin da parte di MCI e l’acquisto da parte di quest’ultima società della partecipazione del 6,98% in Pirelli (“Partecipazione Pirelli”).*

Alle principali evidenze ispettive poste a fondamento delle valutazioni della Consob sarà fatto, di volta in volta, riferimento nella presente nota.

3.2. *In ragione delle peculiarità dell’operazione in esame, la Consob ha formulato le richieste di informazioni, ai sensi dell’art. 115, del TUF, che di seguito si riepilogano.*

*A) Con nota del **12 giugno 2013** è stato chiesto al sig. Marco Tronchetti Provera (n.q. Presidente della Direzione del Sindacato) di trasmettere copia delle lettere con cui Allianz, Fonsai e Camfin hanno chiesto di svincolare le partecipazioni dalle medesime detenute in Pirelli e conferite al Patto, nonché una sintesi degli argomenti che avevano formato oggetto di discussione della riunione dei partecipanti al Patto nel corso della quale erano state discusse le predette richieste; detta richiesta è stata riscontrata il 14 giugno 2013 e nella medesima il signor Tronchetti Provera ha, tra l’altro, precisato che l’assenso allo svincolo di azioni richiesto da uno o più degli aderenti al Patto non è materia di competenza della direzione del Patto e che, pertanto, la direzione stessa non si era all’uopo riunita e l’assenso era stato rilasciato tramite sottoscrizione del Codicillo n. 21 al Patto.*

*B) Con note del **17 giugno 2013** è stato chiesto ad Allianz e Fonsai di trasmettere una*

¹ Al riguardo, Camfin ha diffuso, sempre in data 5 giugno 2013, un comunicato stampa con cui ha precisato che la partecipazione svincolata dal Patto non era destinata alla vendita, in quanto lo svincolo era “volto a garantire il rispetto delle regole del patto che fissano determinate soglie alle azioni che ciascun partecipante può detenere sul totale delle quote conferite”.

memoria concernente l'iter che ha portato dette società ad assumere la decisione di svincolare e, successivamente, cedere a MCI, l'una parzialmente e l'altra totalmente, le azioni dalle medesime detenute in Pirelli e conferite al Patto. Dette richieste sono state riscontrate il 20 giugno 2013.

In particolare, Fonsai ha precisato che la cessione della partecipazione detenuta in Pirelli rientrava tra gli obiettivi della capogruppo. Pertanto, una volta appreso, per il tramite di Unicredit, l'interesse del gruppo Malacalza ad acquistare una quota della suddetta partecipazione, al prezzo unitario di Euro 7,80, e valutata la convenienza economica dell'operazione, la società ha provveduto ad effettuare la vendita di una quota pari al 2,57% di Pirelli².

Analogamente, Allianz ha rappresentato di essere stata contattata, in data 29 maggio 2013, per le vie brevi dal sig. Tronchetti Provera che ha comunicato "di aver ricevuto una manifestazione di interesse all'acquisto della Partecipazione detenuta da Allianz S.p.A. al prezzo unitario di euro 7.80, senza specificare quale fosse il potenziale acquirente" e ha precisato di essere pervenuta alla decisione di cedere al Gruppo Malacalza la propria partecipazione in Pirelli in considerazione del carattere non più strategico di detta partecipazione e della congruità del prezzo offerto, tenuto anche conto del fatto che la vendita sarebbe avvenuta fuori mercato. Inoltre, Allianz ha rappresentato che nel gennaio 2013 aveva già intrattenuto contatti "del tutto preliminari con il Presidente dell'Accordo, volti a comprendere la possibilità di disporre delle azioni oggetto dell'Accordo stesso" e che a tale interlocuzione aveva fatto seguito "una manifestazione di disponibilità in tal senso da parte del Presidente, ricevuta dalla Società in data 11 gennaio 2013"³.

C) Con nota del 2 luglio 2013 è stato chiesto a codesta società e al sig. Tronchetti Provera di trasmettere una memoria contenente elementi informativi concernenti, tra l'altro, i criteri utilizzati per calcolare il valore delle partecipazioni detenute da MCI in Camfin e GPI,

² In particolare, Fonsai ha rappresentato che il proprio A.D. sig. Carlo Cimbri, è stato contattato, in data 29 maggio 2013, dall'A.D. di Unicredit il quale gli ha chiesto "se vi potesse essere l'interesse [...] a valutare l'eventuale cessione anticipata, qualora se ne fossero verificate le condizioni, di una quota di azioni Pirelli vincolate al Patto precisando che l'indomani sarebbe stato contattato da un proprio collaboratore che avrebbe fornito ulteriori informazioni. La mattina seguente detto esponente di Unicredit provvedeva a contattare l'amministratore delegato [di Fonsai] precisando che, nell'ambito di una possibile operazione di riassetto dell'azionariato di Pirelli (di cui non venivano fornite ulteriori indicazioni) vi era l'interesse del Gruppo Malacalza ad acquistare da Fondiaria-Sai, qualora quest'ultima fosse stata disponibile, n. 6.114.697 azioni, pari a una quota dell'1,29% del capitale ordinario di Pirelli, ad un prezzo unitario indicativo di circa Euro 7,80. In tale conversazione telefonica, il suddetto esponente di Unicredit evidenziava che analoga opportunità di dismissione era stata anche ad Allianz S.p.A., per l'intera quota di partecipazione in Pirelli dalla stessa conferita al Patto, e ad Assicurazioni Generali S.p.A., per un numero di azioni Pirelli pari a quello di Fondiaria-SAI.

[...] In data 2 giugno 2013, il Presidente della Direzione del Patto rappresentava all'amministratore delegato di Fondiaria-SAI l'obiettivo di concludere la prospettata operazione di cessione prima dell'apertura dei mercati finanziari del giorno successivo e, stante l'impossibilità dichiarata da Assicurazioni Generali di ottenere le necessarie autorizzazioni interne a cedere la propria quota entro detto termine, evidenziava la possibilità per Fondiaria-SAI di incrementare la quota da cedere a n. 12.229.394 azioni, pari al 2,57% sul capitale ordinario di Pirelli. In considerazione dell'interesse a smobilizzare l'investimento in Pirelli, previa condivisione con il Presidente e il vice-Presidente della Società, l'Amministratore Delegato confermava a stretto giro al Presidente della Direzione del Patto l'intenzione di dismettere anche l'ulteriore quota di azioni Pirelli e dunque la Partecipazione".

³ In particolare, nella predetta lettera il presidente del Patto rappresentava "di aver ricevuto, per le vie brevi, indicazioni da parte degli aderenti al Patto Pirelli & C. S.p.A. – patto che, una volta modificato nei termini condivisi dagli aderenti, si rinnoverà a scadenza per un anno – secondo cui, là dove codesta società decidesse di 'uscire' dal Patto prima della sua scadenza naturale (15 aprile 2014), la stessa avrebbe piena e libera disponibilità delle azioni conferite al Patto. Le assicuro, altresì, il mio personale impegno a far sì che sia consentito l'effettivo realizzarsi di tali indicazioni".

l'eventuale corresponsione a MCI di ulteriori componenti economiche, e l'indicazione del ruolo svolto dal sig. Tronchetti Provera nell'operazione di cessione delle azioni Pirelli a MCI da parte di Allianz e Fonsai.

*Le suddette richieste sono state riscontrate da codesta società e dal sig. Tronchetti Provera con separate note il **16 luglio 2013**. In particolare, codesta società ha precisato che l'acquisto della partecipazione diretta detenuta da MCI in Camfin è avvenuto ad un prezzo per azione pari a Euro 0,80 risultante da un confronto negoziale tra le parti. Il prezzo di acquisto della partecipazione detenuta da MCI in GPI è stato determinato come pro-quota della valorizzazione della partecipazione detenuta da GPI in Camfin, sulla base del medesimo valore unitario di Euro 0,80 per azione riconosciuto a MCI in sede di acquisto della partecipazione diretta in Camfin. Infine, codesta società ha affermato che nell'ambito dello scioglimento della partnership tra MTP e MCI nessuna ulteriore componente economica è stata corrisposta a MCI quale strumento compensativo.*

Nella propria nota di risposta, il sig. Tronchetti Provera ha dichiarato di non aver svolto alcun ruolo nell'operazione di cessione delle azioni Pirelli a MCI da parte di Allianz e Fonsai, essendo state le trattative condotte autonomamente tra le parti, pur riconoscendo di essere stato messo a conoscenza, in talune occasioni, dell'andamento delle stesse. Inoltre, lo stesso ha precisato che nessun trasferimento di utilità o di benefici di qualunque natura è avvenuto in favore di Allianz o Fonsai in ragione della rispettiva determinazione a cedere a MCI le rispettive partecipazioni in Pirelli.

*D) Con nota dell'**11 luglio 2013** è stato chiesto a MCI di trasmettere una memoria contenente elementi informativi relativi alla liquidazione della partecipazione dalla medesima società detenuta in Camfin e GPI e all'acquisto da parte di MCI della Partecipazione Pirelli. Nel riscontrare tale richiesta, MCI ha rappresentato che l'acquisto della Partecipazione Pirelli in concomitanza con la cessione delle azioni detenute in GPI e Camfin era considerato elemento imprescindibile e che l'intera operazione è stata oggetto di specifiche linee guida all'uopo predisposte da Unicredit. Inoltre, MCI ha dichiarato di non poter esprimere un giudizio sulla connessione fra l'acquisto della Partecipazione Pirelli e la più ampia operazione di riassetto dell'azionariato di Camfin, essendo l'operazione stata strutturata, negoziata ed eseguita senza alcun coinvolgimento della stessa MCI.*

Per quanto attiene ai criteri utilizzati per calcolare il valore delle partecipazioni in Camfin e GPI oggetto di cessione, MCI ha dichiarato che detti valori sono stati indicati a MCI sulla base di una valorizzazione di Camfin corrispondente al prezzo di Euro 0,80 per azione, che non è stato oggetto di negoziazione.

Infine, con riferimento ai criteri adottati per determinare il prezzo di acquisto della Partecipazione Pirelli, MCI ha dichiarato che essi erano collegati alla manifestata esigenza di rilevare una partecipazione in Pirelli che fosse equivalente a quella precedentemente detenuta in trasparenza tramite GPI e Camfin. Tale partecipazione era pari al 6,70% del capitale sociale di Pirelli, al lordo del debito di Camfin, cui corrispondeva un prezzo per azione Pirelli pari ad Euro 8,00 - prezzo massimo al quale MCI era disposta ad acquistare le azioni Pirelli; l'acquisto di azioni Pirelli da parte di MCI è, poi, avvenuto per un quantitativo lievemente superiore a quello ad essa riferibile in trasparenza (6,98% anziché 6,70%) per via del prezzo al quale Allianz e Fonsai si sono rese disponibili alla vendita (Euro 7,80 per azione).

E) In data 2 agosto 2013, è stato chiesto a Fonsai di indicare: (i) le valutazioni compiute dagli esponenti aziendali in ordine alle diverse opzioni possibili per addivenire alla cessione della partecipazione detenuta in Pirelli e, in particolare, di chiarire se fosse stata presa o meno in considerazione l'opzione di proporre l'esercizio del diritto di rilievo da parte degli altri partecipanti al Sindacato, atteso che una tale soluzione, ove accettata integralmente ed in caso di miglior esito della procedura stessa, avrebbe potuto comportare un maggior introito; (ii) i criteri sulla base dei quali il comitato esecutivo aveva valutato la convenienza economica dell'operazione di cessione, atteso che il consensus degli analisti finanziari sul titolo Pirelli evidenziava buone prospettive di crescita fino al 2014, in corrispondenza con la nuova scadenza del Sindacato fissata al 15 aprile 2014. Fonsai ha riscontrato la richiesta di informazioni in data 6 agosto 2013.

F) In data 23 agosto 2013 è stato chiesto a MCI di indicare: (i) le modalità con cui la società ha fatto fronte all'impegno finanziario per acquisire la Partecipazione Pirelli – in particolare per quanto attiene alla differenza tra l'esborso complessivo e i proventi derivanti dalla vendita della Partecipazione in Camfin e GPI; (ii) se il gruppo Malacalza ha ricevuto finanziamenti da parte di soggetti esterni al gruppo per finanziare l'acquisto della Partecipazione Pirelli e, in caso affermativo, di indicare per ciascun finanziamento l'identità del soggetto finanziatore, l'ammontare del finanziamento e le condizioni economiche, allegando ogni opportuna documentazione. Nel riscontro a tale richiesta, MCI ha comunicato di aver fatto fronte all'impegno finanziario richiesto per l'acquisizione della Partecipazione Pirelli esclusivamente per mezzo di un finanziamento soci e di non aver ricevuto alcun finanziamento da parte di soggetti terzi.

G) In data 29 agosto 2013 è stata formulata una richiesta a codesta società, a MTP e a Unicredit ("le Parti") con la quale, dopo avere ricostruito l'attività istruttoria svolta e riportata nella presente, è stato richiesto di fornire ogni elemento informativo o documentale attinente ai fatti sopra rappresentati avuto riguardo:

- (i) alle trattative negoziali intercorse in merito alla determinazione del prezzo di acquisto da parte di Lauro 61 della partecipazione detenuta da MCI in Camfin e ai criteri utilizzati per la suddetta determinazione;*
- (ii) alle trattative negoziale relative alla contestuale vendita di azioni Pirelli a MCI, per quanto a conoscenza dei destinatari della presente, nonché al ruolo svolto dal sig. Tronchetti Provera e da Unicredit nell'organizzazione di tale operazione e nell'individuazione del prezzo finale di Euro 7,80 per azione Pirelli;*
- (iii) alla circostanza che la vendita menzionata la punto precedente ha avuto ad oggetto una partecipazione pari al 6,98% di Pirelli al prezzo di Euro 7,8, mentre dal materiale acquisito dalla Consob risulta che ad una contropartita complessiva di Euro 255,4 milioni (Euro 160,4 milioni + Euro 95 milioni di quota di debito di Camfin di spettanza di MCI) corrisponderebbe un prezzo per azione di Euro 8 per consentire a MCI di ottenere la quota del 6,70%, equivalente alla quota già detenuta in trasparenza.*

In data 3 settembre 2013 le Parti hanno riscontrato la richiesta. In tale nota, dopo avere analizzato la fattispecie della collusione, le Parti hanno rilevato che non sussiste, nel caso di specie alcuna ipotesi collusiva, in quanto:

- si è in presenza di distinte operazioni, dotate ciascuna di propria autonoma giustificazione causale;*
- non esiste identità soggettiva tra l'Offerente, gli altri soggetti partecipanti all'OPA Camfin e coloro che hanno concluso il contratto di compravendita delle azioni Pirelli*

(Allianz, Fonsai e MCI);

- *non vi è stato alcun accordo tra l'Offerente (e/o gli altri partecipanti all'OPA Camfin) e Allianz e Fonsai, né tali soggetti sono stati condizionati per favorire una fissazione del prezzo dell'OPA sottostimata;*
- *il prezzo dell'OPA non presenta elementi di anomalia;*
- *non vi è prova di forme di ristoro o restituzione di una differenza rispetto al prezzo riconosciuto, che "sarebbe stato possibile solo accertando il trasferimento di utilità economiche (o economicamente apprezzabili) dall'offerente o dagli altri partecipanti all'OPA Camfin a favore di Allianz e di Fonsai così da giustificare l'ipotetico 'sconto' praticato a favore di MCI sul prezzo di acquisto di Pirelli";*
- *non vi sono elementi che inducano a mettere in dubbio la ragionevolezza del prezzo da pagato da MCI per l'acquisto di azioni Pirelli. Infatti, qualunque forma di scambio presuppone l'identità dei partecipanti ed è necessario che allo scambio partecipino sempre sia l'Offerente che il venditore; qualora allo scambio partecipi un terzo "non legato all'Offerente o al venditore da rapporti o da impegni che prevedano la retrocessione a quest'ultimo dei benefici dello scambio o la sopportazione da parte del primo del sacrificio economico derivante da due transazioni 'diseguali', il legame tra le due operazioni (lo scambio, appunto) si dissolve, poiché l'Offerente non sopporta alcun sacrificio aggiuntivo e il venditore non riceve dall'Offerente stesso alcun maggior beneficio".*

Con nota in data 9 settembre 2013 ("Nota Integrativa") le Parti hanno fornito ulteriori considerazioni e informazioni sulla vicenda a seguito dell'incontro tenutosi su istanza delle Parti presso la sede di Milano della Consob in data 6 settembre 2013.

In particolare, dopo aver ripercorso i passaggi salienti della vicenda, le Parti hanno rappresentato una serie di elementi informativi a supporto delle conclusioni cui pervengono, che di seguito si riassumono:

1. *la struttura dell'operazione, che prevedeva un prezzo di offerta pari ad euro 0,80 per azione Camfin, è stata individuata dai soci di Lauro 61 indipendentemente da MCI, con la quale non vi è stata alcuna condivisione, anche per quanto riguarda il prezzo di adesione all'Offerte;*
2. *l'acquisto di azioni Pirelli e le condizioni economiche dello stesso non sono state negoziate né dall'Offerente né dai soci dello stesso, alcuni dei quali hanno solo segnalato alle parti venditrici l'esistenza di interessi convergenti che potevano condurre alla conclusione dell'operazione, che poi le parti hanno effettivamente concluso in piena autonomia, valutandone la relativa convenienza;*
3. *la negoziazione in ordine al prezzo delle azioni Pirelli è da ricondurre allo scambio della proposta da parte di MCI con l'accettazione di quantità e prezzo che Allianz e Fonsai hanno autonomamente espresso;*
4. *non vi è stato alcun accordo collusivo né è stata rilasciata a MCI alcuna garanzia circa l'effettiva possibilità di acquisto delle azioni Pirelli;*
5. *non vi è stato il riconoscimento di alcuna utilità e/o beneficio da parte dell'Offerente e/o dei suoi soci a nessun soggetto.*

H) Con nota del 6 settembre 2013 è stato chiesto ad Assicurazioni Generali S.p.A. ("Generali") di trasmettere una memoria contenente i seguenti elementi informativi:

- *la conferma di aver ricevuto, alla fine del mese di maggio 2013, una proposta di dismissione della partecipazione detenuta in Pirelli, precisando, in caso affermativo,*

l'identità del soggetto che ha formulato la proposta, con i relativi termini e le condizioni prospettate avuto particolare riguardo al prezzo di cessione eventualmente indicato;

- *la natura attribuita all'investimento in Pirelli, precisando se in relazione allo stesso Generali, al momento della proposta, avesse già assunto determinazioni, anche non definitive, circa una possibile dismissione;*
- *le valutazioni compiute dagli esponenti aziendali in ordine alla proposta pervenuta e le motivazioni che hanno poi indotto Generali a non aderire alla suddetta proposta;*
- *gli eventuali contatti intervenuti, direttamente o indirettamente, con MCI, precisando, in caso affermativo, il relativo contenuto.*
- *gli eventuali contatti intervenuti con il Presidente del Sindacato, sig. Marco Tronchetti Provera, precisando, in caso affermativo, il relativo contenuto.*

Generali ha riscontrato la suddetta nota il 9 settembre 2013, rappresentando quanto segue:

- (i) *il 29 maggio 2013 il CEO di Generali è stato contattato telefonicamente dal sig. Tronchetti Provera "il quale ha sondato la disponibilità del Gruppo Generali a vendere, in tempi brevi, una parte della propria partecipazione vincolata al patto. La proposta riguardò inizialmente il 2,8% del capitale del capitale ordinario di Pirelli detenuto da Generali ma successivamente, stante la disponibilità ad analoga cessione da parte di altri paciscenti, il quantitativo richiesto fu ridotto a n. 6.114.697 azioni, corrispondente a circa 1,29% del capitale Pirelli. Il prezzo unitario, proposto domenica 2 giugno 2013, è stato di Euro 7,80".*
- (ii) *Generali ha manifestato la propria indisponibilità alla cessione il 2 giugno 2013 in quanto il prezzo di Euro 7,80 era inferiore a quello previsto dalle condizioni del patto parasociale e a quelli di mercato (al termine della seduta di Borsa del 31 maggio 2013 la quotazione di Pirelli era pari a Euro 8,945 e la proposta rifletteva quindi uno sconto di circa il 12,8%;*
- (iii) *Generali ha confermato la natura non strategica delle partecipazioni detenuta in Pirelli e la circostanza che la convenienza dell'esposizione al titolo Pirelli costituisce (e costituiva al momento della proposta del sig. Tronchetti Provera) oggetto di costante monitoraggio e valutazione;*
- (iv) *ha precisato che non ci sono stati ulteriori contatti con il sig. Tronchetti Provera e che non hanno avuto contatti di alcun tipo con MCI.*

1) In data 10 settembre 2013, è stata formulata un'ulteriore richiesta a MCI e UBS Italia S.p.A. ("UBS") con la quale è stato richiesto, con riferimento alla definizione del prezzo di acquisto, da parte di MCI, di azioni Pirelli, di Euro 7,80, l'identità dei soggetti con i quali tale prezzo era stato trattato, come si sia giunti alla definizione di tale prezzo (anche in considerazione di dichiarazioni rese in precedenza da MCI), da chi è stata avanzata la proposta di 7,80 euro e se questa è stata discussa con le società venditrici prima dei contatti intervenuti a partire dal 2 giugno 2013.

In data 10 settembre 2013 è stata trasmessa, rispettivamente a MCI e UBS, una richiesta ai sensi dell'art. 115, comma 2 del TUF, diretta ad accertare le modalità e il momento in cui è stato definito il corrispettivo di Euro 7,80 per l'acquisto di azioni Pirelli da parte di MCI avvenuto il 5 giugno 2013, con indicazione dei contatti intercorsi nel corso del mese di maggio 2013 con esponenti di Unicredit, società del gruppo Lazard, Allianz, Fonsai, nonché con il Sig. Tronchetti Provera e società dal medesimo controllate e/o altri soggetti ad essi riferibili.

- MCI ha riscontrato la predetta richiesta in data 11 settembre 2013, precisando che :*
- il corrispettivo è stato individuato nei contatti telefonici intercorsi il 2 giugno 2013 con i venditori e confermato verbalmente nella riunione svoltasi presso UBS in data 3 giugno 2013;*
 - il prezzo di Euro 7,80 è stato individuato nell’ambito del breve negoziato intercorso con le società venditrici e non è stato oggetto di discussione con le stesse prima dei contatti intervenuti a partire dal 2 giugno;*
 - tale prezzo riflette l’interesse di MCI a corrispondere il prezzo più basso possibile per le azioni Pirelli, fermo il prezzo massimo di 8,00 Euro.*

La richiesta non risulta, allo stato, riscontrata da parte di UBS.

Sempre in data 11 settembre 2013 è pervenuta una Nota da parte di codesta società, MTP e Unicredit con allegate la bozza di contratto preliminare di permuta azioni GPI e Camfin con azioni Pirelli, originariamente trasmessa da MCI (30 maggio 2013), poi non accettata in quanto ritenuta incongrua da Lauro 61, e la bozza di contratto di vendita azioni GPI e Camfin del 4 giugno.

Ad avviso delle Parti, dalla bozza di contratto di permuta si desumerebbe pacificamente la volontà unilaterale riconducibile a MCI di acquistare azioni Pirelli al prezzo di Euro 7,80 per una percentuale sul capitale del 6,885%.

Le Parti hanno, altresì, ribadito che, ai fini dell’accertamento dei patti tra l’offerente e i terzi, secondo la giurisprudenza consolidata, è necessaria la presenza degli elementi essenziali del contratto e deve sussistere la piena coincidenza tra proposta e accettazione, e che, comunque, la norma del Regolamento Emittenti fa espresso riferimento alla circostanza che tali accordi non possano essere provati in modo indiretto e indiziario ma debbano essere puntualmente accertati dall’Autorità.

** * **

Dalle evidenze acquisite nel corso dell’attività di vigilanza svolta, è emerso che la cessione della partecipazione detenuta da MCI in Camfin è stata soltanto una parte di una operazione negoziale più complessa, anche composta dal contestuale acquisto da parte di MCI di azioni Pirelli da soggetti individuati da soci dell’Offerente, a un prezzo tale da garantire a MCI di conseguire un ulteriore vantaggio economico che non si riverberasse sul prezzo dell’Offerta. In particolare, dall’analisi della complessa operazione si sono rilevati profili di criticità in relazione alla determinazione: (i) del prezzo di Euro 0,80 corrisposto dall’Offerente a MCI per l’acquisto della partecipazione dalla stessa detenuta in Camfin, e (ii) del prezzo di Euro 7,80 corrisposto da MCI ad Allianz e Fonsai per l’acquisto di una partecipazione in Pirelli.

Sono, infatti, emersi elementi che possono costituire indizi di una intesa tra le parti che ha portato l’Offerente, da un lato, a dichiarare un certo prezzo per l’acquisto delle azioni Camfin – rilevante ai fini della successiva promozione dell’Offerta – e, dall’altro, ad adoperarsi per consentire che al venditore fosse riconosciuto un corrispettivo più elevato (in termini di “sconto” sul prezzo di acquisto della Partecipazione Pirelli) di quello dichiarato. Tali elementi inducono a

ritenere che il prezzo di Euro 0,80 corrisposto a MCI sia inferiore a quello che ragionevolmente le parti avrebbero attribuito alle azioni Camfin in assenza della peculiare interdipendenza tra le operazioni di compravendita di azioni delle due società quotate (Camfin e Pirelli).

Il prezzo pagato per le azioni Camfin sembra, dunque, non coincidere con il valore effettivamente riconosciuto a MCI dalle parti per le medesime azioni, in quanto quest'ultimo è il frutto di una transazione che è parte di un'operazione più complessa, idonea a generare meccanismi compensativi ulteriori che vanno tenuti in considerazione ai fini del calcolo del prezzo ai sensi dell'art. 106, commi 2 e 3, del TUF.

4. Ricostruzione delle trattative che hanno portato al perfezionamento dell'accordo collusivo

4.1. Dalla documentazione in possesso della Consob, è stato possibile ricostruire lo svolgimento delle trattative come un processo sostanzialmente unitario che ha portato alla cessione di azioni Camfin da parte di MCI e al contestuale acquisto da parte dello stesso di azioni Pirelli nei termini di seguito rappresentati.

In particolare, emerge dalla documentazione esaminata che, nel riassetto della struttura proprietaria di Camfin e Pirelli, è stato perseguito e poi realizzato l'intento di una composizione del conflitto in essere fra MTP e MCI e, anche se in alcune fasi dell'operazione le ipotesi allo studio (almeno per alcuni dei protagonisti) sembravano prescindere da tale accordo, non si è in realtà mai smesso di cercare tale composizione poi effettivamente raggiunta.

4.2 È emerso che, già tra il 7 e il 29 maggio 2012, sono intercorsi tra il sig. Tronchetti Provera e il sig. Vittorio Malacalza incontri e scambi di bozze di un possibile accordo volto a far uscire MCI dalla compagine sociale di Camfin ma a definire i termini di una reciproca collaborazione nella società quotata industriale Pirelli di cui MCI avrebbe ottenuto, come contropartita alla cessione di azioni Camfin, azioni in misura corrispondente a tale partecipazione in trasparenza⁴.

In particolare, nell'ambito dei diversi appunti manoscritti (di cui alcuni su carta intestata del sig. Tronchetti Provera) rinvenuti nel corso dell'ispezione, è emerso che, nelle trattative del maggio 2012, le parti avevano inscindibilmente collegato la vendita di azioni Camfin all'acquisto di azioni Pirelli assumendo il sig. Tronchetti Provera, a seconda della diversa bozza di accordo, l'impegno a far acquisire al sig. Malacalza azioni Pirelli: (i) da parte di soggetti aderenti al Patto Pirelli alle condizioni del patto⁵; ovvero (ii) da parte di soggetti interni o esterni allo stesso ad un

⁴ Cfr. Documento "Appunto Tronchetti":

"- VM esprime, anche a nome dei figli, la volontà di rimanere vicino come azionista a MTP in Pirelli, uscendo dalla holding GPI e Camfin e investendo una parte o tutto il ricavato della vendita della totalità delle suddette azioni della holding direttamente in Pirelli.

[...]

- MTP si impegna a mantenere con VM e con i suoi figli un legame di fatto (consultazione, covendita) anche nell'ipotesi non prevedibile, di scioglimento del patto Pirelli, pur nel mutato assetto azionario della holding di cui ha la maggioranza. Tutto questo purché non si superi la soglia OPA.

- MTP propone e VM accetta, nell'ambito della suddetta riorganizzazione dei rapporti azionari, di potersi avvalere dell'esperienza di VM nell'ottimizzazione dell'assetto industriale della BV Truck-Industrial di Pirelli.

- Entrambi (M e T) convengono che la formula migliore per concretizzare la collaborazione sia quella di attribuire a VM il ruolo di "senior advisor B.V. Industrial" a fianco di MTP".

⁵ Cfr. documento "Accordo MTP-Malacalza": *"MTP si impegna ad individuare un venditore all'interno del patto Pirelli che, espite le formalità del patto, consegni le azioni P che VMC intende acquistare, alle condizioni del patto".*

prezzo in linea con quello di mercato delle stesse azioni⁶; ovvero (iii) tramite il coinvolgimento di un “socio investitore istituzionale straniero”⁷.

Le descritte trattative non sembrano essere andate a buon fine in tutti i termini indicati per il serio deterioramento delle relazioni fra le parti.

4.3. *Nel dicembre 2012, hanno luogo una serie di incontri tra MCI, MTP e Unicredit per definire un’ipotesi di operazione in grado di consentire la definizione della situazione di stallo dovuta al crescente disaccordo tra le parti⁸. Tale ipotesi prevedeva “la scissione di GPI, il lancio congiunto da parte del nucleo Tronchetti-Provera e Malacalza di un’offerta volontaria sul flottante di Camfin a condizioni di mercato, con l’obiettivo di delisting del titolo e, quale ultimo passaggio, a valle del delisting, la scissione proporzionale di Camfin con attribuzione a ciascuna parte di una partecipazione pressoché identica nel capitale di Pirelli, nonché una porzione di debito proporzionale in termini di ammontare all’attivo allocato”⁹.*

4.4. *A seguito del fallimento anche di tale nuovo tentativo di accordo, nel marzo 2013, sono state elaborate due nuove ipotesi di operazione:*

- (i) *una prima ipotesi (del 21 marzo 2013) prevedeva la promozione di un’offerta volontaria su Camfin (condizionata al raggiungimento di una soglia minima del 51% o del 67%) da parte “del nucleo Tronchetti-Provera” e la scissione di GPI da concordare prima dell’offerta tra il sig. Tronchetti Provera e il sig. Malacalza;*
- (ii) *una seconda ipotesi (del 27 marzo) prevedeva, a valle della scissione di GPI, l’immediata acquisizione da parte di MTP di un ulteriore pacchetto di azioni Camfin pari a circa il 18/20% (assumendone, così, il controllo di diritto) con conseguente successiva promozione di un’offerta obbligatoria su Camfin.*

4.5. *Nel corso dei mesi di aprile e maggio 2013, sono stati coinvolti nell’operazione, in qualità di investitori, Unicredit, Intesa e Clessidra, ciascuno dei quali ha sottoposto all’esame dei propri organi competenti l’operazione ipotizzata, al fine di ottenerne l’autorizzazione all’assunzione dell’impegno richiesto¹⁰. In particolare, la struttura dell’operazione proposta agli*

⁶ Cfr. Documento “Appunto Tronchetti”: “A MTP viene dato mandato da VM di ricercare contestualmente, all’interno o all’esterno del patto Pirelli, un pacchetto di azioni Pirelli da fare acquistare, al prezzo da stabilirsi, in linea con il mercato a VM – l’importo dell’investimento sarà indicato da VM”.

⁷ Cfr. documento “Accordo giugno 2012 Malacalza-MTP”: “MI e MTP Sapa concordano [...] di addivenire a una operazione, o complesso di operazioni, che, tramite il coinvolgimento di un socio investitore istituzionale straniero porti a far sì che MI detenga una quota di azioni Pirelli corrispondente al pro-quota – considerando il relativo debito – posseduto in trasparenza delle azioni Pirelli possedute da Camfin. [...]”

Resta inteso che la negoziazione con Terzo dell’operazione o del complesso di operazioni di cui sopra sarà compito del dott. Marco Tronchetti che porterà quanto prima un’ipotesi operativa all’attenzione di MP”.

⁸ Cfr. tabella “Riepilogo cronologico delle principali riunioni con parti terze relative alla strutturazione e negoziazione dell’operazione resa nota in data 5 giugno” (fornita da Unicredit nel corso dell’ispezione a seguito di richiesta della DIS di redigere una nota illustrativa degli incontri intervenuti e dei colloqui intrattenuti con riferimento alla complessiva operazione).

⁹ Cfr. documento “Note esplicative equity” (fornito da Unicredit nel corso dell’ispezione a seguito di richiesta della DIS di redigere una nota illustrativa degli incontri intervenuti e dei colloqui intrattenuti con riferimento alla complessiva operazione).

¹⁰ Cfr. Documento di Unicredit “IC Minutes – Investment in Camfin / Pirelli” dal quale emerge che il comitato investimenti di Unicredit ha individuato tra gli aspetti critici dell’operazione, l’accertamento dell’insussistenza di un obbligo di OPA a cascata su Pirelli e l’adozione di soluzioni di governance in grado di tutelare i diritti derivanti dall’investimento e la possibilità di una liquidazione dello stesso anticipata rispetto al calendario pianificato.

Cfr. altresì Verbale della riunione del Comitato investimenti di Clessidra, in particolare:

investitori e delineata nei dettagli nel mese di maggio 2013, prevedeva i seguenti passaggi¹¹:

1. *scissione societaria proporzionale di GPI in due società, GPI I e GPI II. Per effetto di tale scissione MTP ed altri soci di minoranza di GPI avrebbero avuto tramite la GPI I il 29,5% di Camfin, mentre la MCI avrebbe avuto tramite GPI II (e tramite partecipazioni dirette) il 25,6% di Camfin;*
2. *conferimento in GPI I da parte di alcuni azionisti di minoranza vicini al sig. Tronchetti Provera delle proprie quote detenute in Camfin (valorizzate a euro 0,80 per azione);*
3. *creazione di una Newco, con versamento di capitale da parte di investitori finanziari e di MTP;*
4. *conferimento nella Newco da parte di GPI I delle azioni detenute in Camfin (valorizzate a euro 0,72 per azione);*
5. *acquisto diretto da parte della Newco del 12,6% di Camfin (al prezzo di euro 0,80 per azione) messo a disposizione da alcuni azionisti, tra cui Intesa;*
6. *al termine delle operazioni descritte, la Newco avrebbe avuto il 50,6% circa di Camfin e avrebbe, quindi, promosso un'OPA obbligatoria sulla totalità della azioni Camfin (detenute dalla famiglia Malacalza per 25% circa e dal mercato per la restante parte), al prezzo di 0,80 euro per azione.*

L'operazione nei termini indicati avrebbe dovuto essere presentata a MCI nel corso di una riunione convocata il 22 maggio 2013 per il giorno successivo dal sig. Tronchetti Provera¹² (si noti che in una email dello stesso giorno il sig. Tronchetti Provera già esprime considerazioni relative alla presumibile richiesta di MCI di ricevere azioni Pirelli¹³) alla quale, tuttavia, MCI rifiuta di partecipare in ragione della determinazione a non aderire alla proposta formulata poste le "sopravvenute circostanze che hanno mutato radicalmente [...] i termini del nostro interesse all'acquisizione delle azioni di Camfin"¹⁴.

1. Il Comitato Investimenti di Clessidra nella riunione del 21 maggio 2013 ha esaminato l'operazione per valutare l'ipotesi di un investimento massimo pari a euro 150 milioni. Il Comitato ha espresso parere positivo sull'ipotesi di investimento in oggetto, assumendo tuttavia che fossero realizzate tutte le operazioni propedeutiche all'investimento prima dell'assunzione di qualsiasi obbligo contrattuale di Clessidra. Si evidenzia che tra le operazioni propedeutiche il verbale del Comitato indica espressamente "*la definizione dei rapporti e del contenzioso in essere con Malacalza Investimenti*"

2. Nella stessa giornata l'operazione ipotizzata è stata presentata al Consiglio di Amministrazione di Clessidra SGR. Anche quest'ultimo ha valutato positivamente "*l'ipotesi di investimento esaminata fermo l'ammontare massimo di € 150m*", ribadendo che tale valutazione assumeva che fossero realizzate le operazioni propedeutiche all'investimento prima dell'assunzione di qualsiasi obbligo da parte della SGR (o dei veicoli da essa controllati per conto del Fondo CCPII). Tra tali operazioni è stata mantenuta l'indicazione espressa della "*definizione dei rapporti e del contenzioso in essere con Malacalza Investimenti*", che ha poi concretamente rappresentato uno degli elementi essenziali della trattativa.

¹¹ Cfr. Presentazione power point di Rothschild dell'aprile 2013.

¹² Cfr. scambio di corrispondenza tra il sig. Tronchetti Provera e il sig. Malacalza del 22 e 23 maggio 2013.

¹³ Cfr. mail del sig. Tronchetti Provera indirizzata ai signori Giorgio Bruno, amministratore della MTP, e Chiappetta: "*La [...] risposta [di MCI] con ogni probabilità mirerà a garantirsi la consegna di azioni Pirelli. Bloccheranno la separazione ponendo questo tema. Ci ricorderanno che sono azionisti industriali. Aspettiamo ma prima o poi bisognerà lavorare su questa ipotesi*".

¹⁴ Cfr. scambio di corrispondenza tra il sig. Tronchetti Provera e il sig. Malacalza del 22 e 23 maggio 2013.

In particolare MCI ha evidenziato che la disponibilità di MTP alla separazione era stata manifestata solo nel momento in cui lo stesso aveva "*finalmente apprestato gli strumenti per determinare un contesto che avrebbe comportato lo snaturamento della nostra partecipazione in Camfin, di quella di cui siamo già titolari e di quella che avremmo potuto acquisire in esito alla scissione. È infatti del tutto evidente che le operazioni concordate dai soggetti attori del divisato lancio dell'OPA, con il concerto del dott. Marco Tronchetti Provera e delle Società che a lui fanno capo, comportano, a ragione della eliminazione del flottante e del programmato delisting, lo snaturamento della nostra attuale partecipazione in Camfin e di quella che dovrebbe esserci trasferita in adempimento delle Vostre obbligazioni*"

4.6. *A seguito dell'indisponibilità di MCI ad accettare le condizioni proposte, il 23 maggio 2013, ha luogo una discussione interna a Pirelli circa il testo di una nota informativa da diffondere alla stampa, dal cui testo definitivo viene, poi, espunto qualsiasi riferimento all'obiettivo finale di MCI di acquistare azioni in Pirelli.*

A partire da tale data, comincia, d'altra parte, a profilarsi, come nuova ipotesi allo studio delle parti, la possibilità di far acquistare a MCI una quota in Pirelli¹⁵. In particolare, tale nuova soluzione, è proposta da Unicredit e Clessidra¹⁶ che si adoperano per studiare le modalità più opportune per dar luogo a tale trasferimento a MCI di azioni Pirelli di proprietà anche di altri soggetti¹⁷ (che, nella corrispondenza, viene delineato come un vero e proprio scambio di azioni

¹⁵ Cfr. al riguardo email di Marco Tronchetti Provera del 23 maggio 2013:

"Oggi le azioni P non sono un tabù se sono un pacchetto esterno che loro comprano.

In passato, quando non avevano ancora mostrato il loro volto, avevamo partner pronti a comperare fuori 5% az. P dando a loro parte delle azioni P di Camfin alla fine di un percorso condiviso di semplificazione societaria.

Oggi non ci sono più i presupposti di un percorso condiviso, quindi azioni P di C sono intoccabili".

¹⁶ Cfr. email di Davide Mereghetti (Unicredit) del 23 maggio 2013 (ore 22,22):

"Just finished meeting with MTP.

We proposed (Uci and Clessidra) a different solution: the delivery of Pirelli shares to Malacalza, as requested by them.

Prior to the meeting, I discussed the solutions with the Fund.

It has not been so easy, but at the end, MTP agreed ... Instead of having us for dinner, as usual, we were kicked out.

We have been working on a solution and not on a fight, making it clear that, missing certain conditions, we could have changed our commitment.

Technically the solution can be achieved by an addendum to the current draft, tomorrow we are going to work on that".

Cfr., altresì, email di Davide Mereghetti (Unicredit) del 27 maggio 2013 a se stesso, citata.

In particolare: *"Per noi investitori avere un socio di Pirelli che possa garantire e stimolare un'attenta gestione finanziaria ed industriale nonché un potenziale acquirente che, come pattuito, al termine del periodo dell'investimento possa rilevare le nostre quote, rimane un aspetto positivo".*

¹⁷ Cfr. in proposito le seguenti email:

- email di Buzzi Ferraris (Unicredit) del 24 maggio 2013 (ore 00,06):

"Basically Malacalza final objective is to have P shares and we explained MTP that it is the only thing to do if he wants the deal to fly.

The alternative is a painful period of litigation and fights.

As Davide explained we will study a way to exchange Malacalza stake in C with P shares.

[...] The real decision is on the expiration of our investment approval: MTP asked to have as long the expiration as possible, given current conditions, to show Malacalza how supportive the financial investors are, so to force him to accept our exchange proposal and give his consent for the split of GPI".

- email di Jean Pierre Mustier (Unicredit) del 24 maggio 2013 (ore 06,21):

"We should need to have indeed more clarity on the issue once MTP himself has.

1- If the P shares come out of Camfin, which is then proportionally deleveraged this can be more of a positive for us in terms of risk profile.

2- I suspect this is what M wants, and not MTP, because then, C loses part of its P control feature.

3- I cannot see how the shares can be brought on the market, without specific public disclosure, which will then push up the price of P shares, but then Camfin might not have anymore the financial means for this transaction.

4- at the expiration of the pact, it is easy for M to bid up Camfin shares and squeeze MTP who does not have anymore financial flexibility.

Conclusion: it is likely that the situation will stall until the expiration of the pact, and that M might look at launching an offer on P or C.

=> all in all I can see the risk that we will be asked by MTP to keep our commitment for a while, and we might be asked as well to put up more money. Both issues are not what we want.

Let's see how it develops in the next few days.

In the meanwhile, Steven, can you look at what we do in terms of share dealing restriction on C and P ?"

- email di Buzzi Ferraris (Unicredit) del 24 maggio 2013 (ore 09,14):

"We'll elaborate more on this, but just to have some key pillars of the transaction fixed:

1 - we restated, if ever a clarification was needed, that our commitment is up to a maximum of Eur 115, for a transaction valuing Camfin max Eur 0.8/share. BTW no one has the resources or the willingness to increase the value of the transaction

Camfin per azioni Pirelli, queste ultime da far acquistare con i proventi della cessione delle azioni Camfin da soggetti individuati dalle parti¹⁸), in ragione della volontà degli stessi soggetti finanziatori a proseguire le trattative dell'operazione perseguendo una risoluzione del conflitto la cui continuazione era ritenuta pericolosa per il buon esito dell'operazione¹⁹.

4.7. *A seguito di un incontro, in data 28 maggio 2013, tra l'Amministratore Delegato di Unicredit, Federico Ghizzoni, e Vittorio Malacalza, quest'ultimo fornisce "una preliminare indicazione delle proprie richieste, prospettando il proprio interesse ad acquisire una partecipazione non inferiore al 6,7% del capitale sociale di Pirelli"²⁰ e il sig. Mereghetti (Unicredit) trasmette al sig. Malacalza le linee Guida di una possibile operazione comprendente sia la cessione delle azioni GPI e Camfin detenute dalla Famiglia Malacalza sia l'acquisto di*

2 - *Malacalza owns in transparency approx. between 6.7% - 4.3% of P depending on whether we include or not his pro-quota of Camfin debt upon Camfin split*

3 - *We are not thinking about a purchase of P shares on the market (given the effects you correctly pointed out), but about a purchase from some P shareholders such as Allianz, or Unipol who have some 4% stakes each up for sale*

4- *Selling P shares owned by Camfin would be slightly cumbersome given they are bound to P shareholders' pact. That is why we think to move through the Allianz or Unipol stake. Per se, the sale and their immediate replacement with the shares purchased from Allianz or Unipol would make no real difference in terms of LTV of Camfin*

5 - *Perception is that the clash has now little to do with financial theory and practice, but is more depending on clash of personalities. Just to give some colour: it might be that Malacalza wants EXACTLY the P shares owned by Camfin (I mean literally THOSE shares) and not the ones purchased from Allianz or Unipol with the money provided him by Camfin/Newco. Apparently only in such a situation he would consider himself as the winner of the battle...*

6 - *Correct: Time extension of our equity commitment is now THE issue".*

¹⁸ Cfr. email di Davide Mereghetti (Unicredit) del 27 maggio 2013 a se stesso: "Operazione internamente deliberata con le seguenti principali caratteristiche:

1. MTP & friends, Clessidra, Intesa costituiscono la newco con il primo blocco del 51% che farà scattare l'opa obbligatoria;
2. L'opa sarà rivolta a 150€ di mercato e 160€ di Malacalza;
3. UCI parteciperà all'opa per i primi 20 € raccolti e solo in quel caso;
4. Il successivo riparto sarà 1/3 UCI, Intesa, Clessidra per un impegno massimo complessivo di 150€ Clessidra, 115€ a testa per le due banche;
5. MTP partecipa per i residui 20 €.

Stasera e domattina con Malacalza sarà fondamentale trovare un accordo che consenta a MTP d'eseguire l'operazione ed a Malacalza di ottenere direttamente azioni Pirelli per un ammontare corrispondente ai suoi 160€ di azioni Camfin (in trasparenza circa 6.8% di Pirelli + 100€ di attribuzione di debito ex Camfin oppure 4.20% di Pirelli al netto del debito).

Per Malacalza rimanere investito in Camfin con una minoranza sia essa quotata o meno non rappresenta un investimento interessante, al contrario, essere investito in Pirelli oltre che avere libertà d'azione e nessun vincolo può consentire investimenti addizionali, la costituzione di una lista minoranza e la possibilità di osservare da vicino l'operato di azionisti e manager nonché l'evoluzione dell'azionariato anche alla luce del prossimo scioglimento del patto di sindacato di Pirelli (meno di un anno).

Per noi investitori avere un socio di Pirelli che possa garantire e stimolare un'attenta gestione finanziaria ed industriale nonché un potenziale acquirente che, come pattuito, al termine del periodo dell'investimento possa rilevare le nostre quote, rimane un aspetto positivo.

Con i colleghi e con gli avvocati stiamo studiano la modalità più adeguata per trasferire le azioni Pirelli a Malacalza rilevando quote di Pirelli da alcuni pattisti attuali che hanno manifestato la loro intenzione di cederle (Allianz, Generali, Unipol).

A questo punto stasera fondamentale è ottenere la conferma e l'impegno di MTP di trasferire azioni Pirelli al posto del cash dell'opa e domani l'accettazione da parte di Malacalza (come avvenne a dicembre...).

Per la banca l'operazione rimane particolarmente interessante e remunerativa in tutte le sue componenti, valutate separatamente: Principal Investments, m&a, financing".

¹⁹ Cfr. email di Davide Mereghetti (Unicredit) del 23 maggio 2013 (ore 22,22) "We have been working on a solution and not on a fight, making it clear that, missing certain conditions, we could have changed our commitment", documento di Unicredit "IC Minutes – Investment in Camfin / Pirelli" e verbale della riunione del Comitato investimenti di Clessidra.

²⁰ Cfr. Nota Integrativa di Lauro 61, Unicredit e MTP del 9 settembre 2013.

azioni Pirelli²¹.

Successivamente al predetto incontro del 28 maggio 2013, data anche l'indisponibilità di MTP a cedere le azioni Pirelli di proprietà di Camfin – per non diluirne la partecipazione, anche al fine di non indebolirsi in vista di una eventuale scalata da parte di MCI²² – si svolgono ulteriori e intense attività negoziali che coinvolgono Unicredit e MTP da una parte e MCI con UBS dall'altra.

Il sig. Tronchetti Provera e Unicredit sono i protagonisti di tale fase della trattativa, in particolare:

- (i) *essi hanno individuato i venditori di azioni Pirelli tra gli aderenti al Patto²³ (presieduto dal sig. Tronchetti Provera e a cui partecipava la stessa Camfin detenendone la maggioranza relativa, circa 44,64%) che, in ragione dei vincoli pattizi, potevano avere aspettative di vendita ad un prezzo anche inferiore a quello di mercato²⁴ ;*

²¹ Cfr. email di Davide Mereghetti (Unicredit) del 28 maggio 2013 a Vittorio Malacalza e Federico Ghizzoni (Unicredit) cui è allegata una bozza di accordo:

“1. NewCo, veicolo d'investimento costituito ad hoc per l'operazione, acquista per cassa le Partecipazioni sulla base di una valorizzazione del capitale di Camfin pari a € 0.80 per azione anche nel quadro di un'OPA obbligatoria su Camfin.

2. MC ottiene in pagamento un ammontare totale di € circa 160 mn (i “Proventi”), di cui circa € 83 mn relativi alla quota in GPI e circa € 77 mn relativi alla quota in Camfin.

3. MC acquista una quota del capitale ordinario di Pirelli corrispondente alla partecipazione complessiva di spettanza in trasparenza al netto del rispettivo debito associato.

4. In dettaglio, l'interessenza complessiva di MC in Pirelli, sulla base della struttura attuale, risulterebbe pari al 6.7% ed a circa il 4.2%, rispettivamente al lordo ed al netto del debito pro-quota rettificato di Camfin (stimato pari a circa € 95 mn, sulla base dei dati di bilancio alla data del 31 dicembre 2012).

5. MC utilizzerebbe quindi i Proventi per acquistare un pacchetto di azioni ordinarie Pirelli pari al 4.2% ad un prezzo unitario non maggiore di 8 euro per azione, oggi in linea con la media corrente dei prezzi registrati dal titolo in borsa negli ultimi 3 mesi.

6. Alcune importanti compagnie assicurative oggi azioniste di Pirelli hanno pubblicamente manifestato il loro interesse alla vendita dei loro pacchetti azionari; in tale contesto, MC potrebbe incrementare la propria partecipazione in Pirelli, indicativamente al 6.7% (quota corrispondente all'interessenza lorda di partenza). Il fabbisogno finanziario necessario per l'acquisto di un ulteriore pacchetto del 2.5%, stimabile pari a circa € 95 mn (assumendo il medesimo prezzo delle azioni Pirelli del primo pacchetto), verrebbe coperto tramite un nuovo finanziamento, la cui strutturazione potrebbe essere valutata dalle banche.

7. Contestualmente verrebbero rinunciate tutte le cause in essere (e rinunciate anche ogni possibile ulteriore causa) tra le parti, includendo anche Camfin. A valle dell'operazione, l'azionista di Pirelli MC avrà un ruolo quale semplice socio finanziario, senza partecipare al Patto Parasociale”.

²² Cfr. citata email di Mustier a Buzzi Ferraris del 24 maggio 2013: “[...] *at the expiration of the pact, it is easy for M to bid up Camfin shares and squeeze MTP who does not have anymore financial flexibility [...].*”

²³ Al riguardo, Fonsai ha rappresentato che il proprio A.D. sig. Carlo Cimbri, è stato contattato, in data 29 maggio 2013, dall'a.d. di Unicredit il quale gli ha chiesto “*se vi potesse essere l'interesse ... a valutare l'eventuale cessione anticipata ... di una quota di azioni Pirelli vincolate al Patto*”; il giorno successivo, un collaboratore dell'AD di Unicredit ha precisato l'identità del potenziale acquirente ed il quantitativo di azioni oggetto della transazione “*ad un prezzo unitario indicativo di circa Euro 7,80*”; Allianz ha rappresentato che, sempre in data 29 maggio 2013, il sig. Tronchetti Provera, in qualità di Presidente del Patto, ha informato la Società “*per le vie brevi*” circa una “*manifestazione di interesse all'acquisto della partecipazione detenuta da Allianz S.p.A. al prezzo unitario di euro 7.80, senza specificare quale fosse il potenziale acquirente*”.

Cfr. scambio di email tra il sig. Giorgio Bruno (MTP) e Mereghetti (Unicredit) del 29/30 maggio 2013 “*MTP dice di non toccare ISP, MM e Lucchini. Dice di fare metà Fonsai e metà Generali*”.

²⁴ In merito alla difficoltà di individuare soggetti titolari di azioni Pirelli disponibili a venderle a MCI ad un prezzo inferiore a quello di mercato, si richiamano le seguenti evidenze ispettive:

(i) email di del sig. Andrea Mayr (Banca IMI) del 28 maggio 2013 a De Lisio (Banca IMI) e Micciché (Intesa) ove si commenta la bozza di accordo da proporre al sig. Malacalza, al medesimo inviata nella sera del 28 maggio 2013

- (ii) essi però vengono coinvolti solo a valle delle trattative con MCI²⁵;
- (iii) conducono autonomamente (senza alcun mandato dai venditori) la trattativa con MCI;
- (iv) definiscono in tale ambito nei minimi dettagli, quantitativi²⁶, prezzi nonché la documentazione utile allo svincolo delle azioni Pirelli²⁷;
- (v) comunicano l'esito di tale trattativa ai potenziali venditori che non svolgono alcuna autonoma attività negoziale ma possono unicamente accettare o rifiutare.

In tale contesto, nei giorni successivi all'incontro del 28 maggio, emerge la determinazione di MCI ad acquisire, con la stessa provvista proveniente dalla cessione di azioni Camfin, una partecipazione in Pirelli superiore a quella precedentemente detenuta in trasparenza e pari al 6,7%, e, dunque, a trarre un vantaggio economico superiore dalla transazione come originariamente prospettata da Mereghetti²⁸ e in ordine alla quale stava precedentemente

“Che, per chiarezza, alle attuali quotazioni vuol dire uno sconto sul prezzo di Pirelli del 7,5%. Non ovvio trovare i venditori ...”;

(ii) scambio di email del 29 maggio 2013 tra il sig. Tronchetti Provera, il sig. Giorgio Bruno (MTP) e il sig. Chiappetta (Pirelli), successiva all'invio da parte del sig. Mereghetti della bozza di accordo al sig. Malacalza, in cui il sig. Tronchetti Provera osservava “La seconda parte a 8 euro non sarà facile trovarla. Oggi quota 8.6”. In risposta a tale osservazione il sig. Bruno rispondeva “è il CAP per avere corrispondenza a 0.8”, e alla richiesta del sig. Tronchetti Provera “Ma se non trova a 0.8?” osservava “Avrà meno azioni. È il concambio per investire il Cash dell'operazione a 0.8 in azioni PIRELLI equivalenti a meno di 8 (circa 7.9)”;

(iii) le riflessioni interne alla struttura di Merchant Banking di Intesa, riportate in uno scambio di messaggi tra Nodari e Cerrina Feroni del 30 maggio 2013. In particolare, il primo, riepilogando la nuova struttura dell'operazione, evidenziava che con “i 160 mln che incassa Malacalza vuole comprare azioni Pirelli a 7,9 che è +o- il valore implicito nel prezzo delle Camfin ma è sotto quello di borsa, e bisogna trovare chi gliele vende (pare allianz); non è comunque un tema che ci impatta direttamente (a meno che non chiedano a noi di venderle)”.

²⁵ Cfr. lettere di risposta del 20 giugno 2013 di Allianz e Fonsai alla richieste Consob ai sensi dell'art. 115 del TUF, citate al paragrafo 2 della presente nota.

²⁶ Cfr. scambio di e-mail tra il sig. Mereghetti e il sig. Bruno; cfr. altresì schema con “Ipotesi di operazione” allegato alla e-mail del sig. Ruozi (Lazard) a Mereghetti del 30 maggio 2013 e Nota di Generali del 6 settembre 2013.

²⁷ Cfr. email inviato il 1° giugno 2013 ore 12,52 p.m. dal sig. Samaja (Lazard) al sig. Riccardo Mulone (UBS) e al sig. Davide Mantovani (Unicredit):

“Riccardo, ti confermo che ai pattisti verrà chiesto di svincolare il 6,98% del patto Pirelli. [...] A che punto siete con le carte per Allianz”.

Cfr., altresì, email del sig. Svelto (Pirelli) a Samaja e Ruozi (Lazard) e Chiappetta (Pirelli) e Bruno (MTP):

“Allego il nuovo set di documenti sulla base delle indicazioni pervenute percentuale totale 6,98 %.

Allianz e Fonsai hanno sollecitato per capire il da farsi. Edizione mi dice che domani non riesce a raggiungere Benetton. [...]”

²⁸ I punti dell'accordo contenuto nel richiamato documento sono stati, in effetti, oggetto di valutazione da parte del sig. Mantovani di Unicredit; in particolare, sono state acquisite due copie annotate della bozza di accordo:

(i) “Versione inviata a MC 28/5 h. 20.30” che reca le seguenti annotazioni:

“Prezzo acq. sotto 8 p.a. Premio MC vuole qualcosa in più del mkt implicito dello € 0,8 p.a. di Camfin vogliono prezzo di riacquisto Pirelli inferiore all'implicito dello 0,8 di Camfin”;

(ii) “28/5 Note: legali” che riporta i seguenti commenti:

“Summary open issue legali

1) MC entra nel concerto => [no acquisti Camfin > 0.8] p.a.

2) MTP non può trasferire valore a MC con pacchetto Pirelli => [soluzione 'pulita' che arrivi pacchetto a quel prezzo autonomamente

3) Patto Pirelli => att.ne “dominante” Camfin => patto va sciolto”.

In corrispondenza del periodo presente nel documento originale “si assume che ad oggi, MC possieda (i) il 30,9% di GPI e (ii) il 12,4% di Camfin”, è annotato quanto segue:

“1. [parola non chiaramente leggibile] l'OPA su Camfin Responsabilità solidale anche con le Banche se entriamo in questo accordo”

“2. MC diventa soggetto ‘concertista’ ci deve essere clearance che non abbia acquistato azioni Camfin da verificare”.

In corrispondenza del punto n. 3. del documento è presente la seguente annotazione: “chi si impegna; mtp e dove vengono reperite le azioni?”.

negoziando. In particolare, come emerge dalla stessa Nota Integrativa, “intervenivano ulteriori contatti [di Unicredit] con UBS e MCI in esito ai quali veniva trasferita a Unicredit una più precisa indicazione delle intenzioni di MCI: acquistare un numero di azioni Pirelli complessivamente rappresentative del 6,885% del capitale della società stessa. Ricevuta detta informazione Unicredit provvedeva direttamente a trasmetterla a Lazard e ad informare direttamente Fondiaria SAI”.

La nuova richiesta di MCI di ottenere una partecipazione in Pirelli (6,88%) maggiore di quella originariamente richiesta (6,70%, pari alla sua precedente quota in trasparenza) emerge altresì dal documento di sintesi dei termini economici dell'operazione trasmesso il 30 maggio 2013 dal sig. Ruozi (Lazard) al sig. Mereghetti (Unicredit) da cui si evince altresì che con tale maggiore quota azionaria il correlativo prezzo delle azioni Pirelli sarebbe stato euro 7,80²⁹.

4.8. Inoltre, lo stesso 30 maggio 2013 il sig. Chiappetta (Pirelli) trasmette all'attenzione di alcuni legali coinvolti nell'operazione la bozza di “Term Sheet MC UC”³⁰ in cui sono riassunti i termini essenziali dell'accordo che si va delineando con il sig. Malacalza. In tale documento viene, tra l'altro, delineato il ruolo svolto da Unicredit che “al fine di realizzare l'Operazione secondo i termini illustrati, [...] ha raccolto la disponibilità di alcuni degli attuali aderenti al Sindacato di blocco Pirelli di cedere in tutto o in parte la propria partecipazione nella stessa P&C, a condizioni coerenti con quanto stabilito” (punto 3). Il term sheet si conclude con la dichiarazione che MCI e MTP “rinunceranno con apposita transazione tombale a tutte le cause in essere”.

4.9. Infine, la sera dello stesso 30 maggio 2013, l'avv. Gatti (Studio legale D'Urso, Gatti e Bianchi) riceve da MCI una bozza di accordo avente ad oggetto la permuta di azioni Camfin-Pirelli³¹ e la inoltra ai signori Mereghetti e Mantovani (Unicredit)³². Anche in tale documento, emerge che lo scambio di azioni Camfin-Pirelli avrebbe dovuto avere ad oggetto il 6,88% del capitale di Pirelli (e non già il 6,70% precedentemente negoziato) nonché lo stralcio del contenzioso pendente tra le parti.

Come rappresentato da MCI “[d]etta proposta non è stata condivisa dalla controparte (v. email del 1° giugno 2013, all. 5): per volontà, non negoziabile, del soggetto acquirente delle partecipazioni in GPI e Camfin, l'operazione si è dunque configurata come mera compravendita

Il corrispondenza del punto n. 5. è stato annotato “Se MTP copre il delta valore tra € 8 e prezzo effettivo rischio adeguamento prezzo dell'OPA Camfin”.

“Linea difensiva: L'extra valore ricompensa la rinuncia alle litigations (e relative resarciment cause) Tuttavia anche MTP dovrebbe rinunciare (cause incrociate reciproche) => Molto rischioso

La soluzione “pulita” sarebbe che senza impegni/garanzie di nessuno, ci siano soggetti autonomamente disposti a cedere a sconto rispetto prezzo mkt Diventa condizione sospensiva Presupposti oggetto di verifica”.

²⁹ Cfr. scambio di email del 30 maggio 2013 tra soggetti di Intesa da cui emerge che dal “punto di vista sostanziale la questione è che con i 160 mln che incassa malacalza vuole comprare azioni Pirelli a 7,9 che è +o- il valore implicito nel prezzo delle Camfin ma è sotto quello di borsa, e bisogna trovare chi gliel vende (pare allianz); non è comunque un tema che ci impatta direttamente (a meno che non chiedano a noi di venderle)” e che

³⁰ Nel Term-sheet vengono delineati i passaggi della complessiva operazione e, in particolare, viene precisato che “i proventi ricevuti da MCI a titolo di pagamento del prezzo delle azioni CF cedute a NewCo sono, nel più breve tempo ragionevolmente possibile, investiti in azioni P&C, procurate da Unicredit, a un prezzo unitario per azione P&C (determinato anche in via d'alea) non superiore a Euro 8,00 (otto/00), per un quantitativo complessivamente pari al 6,7% del capitale ordinario di P&C” (punto 2).

³¹ Cfr. risposta di MCI del 16 luglio 2013 alla nota Consob ai sensi dell'art. 115 TUF dell'11 luglio 2013 e allegato n. 4 alla stessa nota di MCI.

³² Cfr. contratto preliminare di Permuta di azioni inviato da avv. Gatti a sig. Mereghetti e Mantovani (Unicredit).

di tali partecipazioni ed è venuta meno la stessa ipotesi di cessione, da parte del medesimo soggetto, della partecipazione in Pirelli pari al 4,2% del capitale della stessa, che pure, come si è detto, era menzionata nel testo delle “linee guida”. D'altra parte, Malacalza Investimenti è rimasta ferma nella propria decisione di non cedere le proprie partecipazioni in GPI e Camfin se non avesse contestualmente acquistato la corrispondente partecipazione in Pirelli³³ (sottolineatura aggiunta).

4.10. Il 1° giugno 2013, viene definita l'entità della partecipazione in Pirelli acquisita dalla Famiglia Malacalza³⁴ in esito alla quale iniziano a formarsi i documenti attraverso i quali i partecipanti al patto Pirelli individuati come possibili venditori chiedono lo svincolo delle azioni Pirelli conferite nel patto³⁵. Sebbene fino a tale punto della trattativa fosse coinvolta anche Generali (che ha, poi, rifiutato la proposta trasmessagli da MTP non ritenendo congruo il prezzo propostogli, non avendo tale soggetto avuto alcun contatto con l'acquirente MCI), gli acquisti di MCI hanno riguardato solo Allianz, (che ha venduto l'intera partecipazione in Pirelli 4,4% circa), e Fonsai (che ha venduto la quota del 2,5% circa), ovvero la somma - 1,28% + 1.28% - delle quote delle due compagnie assicurative previste nella prima ipotesi (come indicata nello schema del 30 maggio).

Nella seduta del Consiglio di Amministrazione di MCI del 2 giugno 2013, il sig. Vittorio Malacalza, presidente di MCI ha proposto di deliberare in merito (i) alla cessione delle azioni detenute in Camfin e GPI per un corrispettivo complessivamente pari a Euro 160.363.485 milioni; (ii) all'acquisto di una partecipazione in Pirelli “fino ad un massimo dell'8% del capitale ordinario ad un prezzo unitario non superiore ad € 7,8 per azione” per un intervento finanziario massimo dei soci di Euro 100 milioni da effettuarsi pro-quota tra i medesimi e (iii) alla transazione del contenzioso in essere con MTP, MTPP e GPI; il Consiglio ha approvato le suddette proposte e con riguardo all'acquisto di azioni Pirelli ha deliberato di “approvare l'acquisto “ai blocchi”, da uno o più cedenti, di azioni Pirelli & C. S.p.A. [...] fino ad una partecipazione massima pari all'8% del capitale ordinario ad un prezzo unitario per azione non superiore ad € 7,8 per azione e a fronte di un corrispettivo massimo comunque non superiore a €260 milioni”³⁶.

4.11. In conclusione, fin dal 28 maggio 2013 MCI ha reso noto a Unicredit che non avrebbe proceduto alla vendita di azioni Camfin se non avesse avuto la possibilità di acquistare contestualmente una partecipazione in Pirelli “corrispondente alla propria partecipazione “in trasparenza” in tale Società per il tramite di GPI e Camfin”.

³³ Cfr. risposta di MCI del 16 luglio 2013 alla nota Consob ai sensi dell'art. 115 TUF dell'11 luglio 2013.

³⁴ Cfr. email inviato dal sig. Samaja (Lazard) al sig. Riccardo Mulone (UBS) e al sig. Davide Mantovani (Unicredit): “Riccardo, ti confermo che ai pattisti verrà chiesto di svincolare il 6,98% del patto Pirelli.

Allianz vende 20.977.270 azioni

Generali vende 6.114.697 azioni

Unipol vende 6.114.697 azioni.

[...].”

Cfr., altresì, email del sig. Gariboldi (Pirelli) ai signori Svelto e Bastanzio (Pirelli):

“Ecco i nuovi conteggi sulla base di una richiesta che pare arriv[i] da Unicredit (praticamente passiamo dal 6.88% al 6.98%)”.

³⁵ In allegato alla citata mail del 1° giugno del sig. Gariboldi di Pirelli, sono state rinvenute le bozze di richiesta di svincolo indirizzate al Presidente della Direzione del Sindacato Pirelli, sig. Tronchetti Provera, da redigersi su carta intestata del socio Camfin e dei pattisti venditori Allianz, Generali e FonSai.

³⁶ Cfr. verbale della seduta del Consiglio di Amministrazione del 2 giugno 2013 allegata alla nota di MCI del 26 agosto 2013 in risposta alla richiesta Consob ex art. 115 del TUF del 23 agosto 2013.

Le operazioni di vendita di azioni Camfin e di acquisto di azioni Pirelli sono, pertanto, state considerate fin dall'inizio delle negoziazioni in maniera unitaria e tale correlazione è stata formalizzata nelle "Linee guida" inviate il 28 maggio 2013 da Unicredit a MCI; in esito alle negoziazioni volte a definire l'assetto finale dell'operazione, in data 2 giugno 2013, l'accordo delle parti si è attestato, dunque, sull'acquisto, da parte di MCI, di una partecipazione in Pirelli pari al 6,98% ad un prezzo pari a Euro 7,80.

5. Il potere della Consob di aumentare il prezzo dell'Opa obbligatoria

Preliminarmente, ai fini di un corretto inquadramento della fattispecie ipotizzata si rileva quanto segue.

Il potere della Consob di modificare in aumento il prezzo di un'offerta pubblica di acquisto è previsto dall'art. 106, comma 3, lettera d), del TUF, che delega la stessa Autorità di vigilanza a disciplinare in via regolamentare le ipotesi in cui "l'offerta, previo provvedimento motivato della Consob, è promossa ad un prezzo superiore a quello più elevato pagato purché ciò sia necessario per la tutela degli investitori e ricorra almeno una delle seguenti circostanze:

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

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

3) ... omissis ... ;

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

L'ipotesi prevista dal numero 2 della precedente disposizione è stata disciplinata dal Regolamento Emittenti all'art. 47-octies³⁷ che prevede la rettifica in aumento del prezzo di offerta allorché "dalla collusione accertata tra l'offerente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo e uno o più venditori emerge il riconoscimento di un corrispettivo più elevato di quello dichiarato dall'offerente. In tal caso, il prezzo dell'offerta è pari a quello accertato".

Come chiarito nel documento di consultazione che ha preceduto l'adozione delle modifiche regolamentari, tale norma ha, dunque, previsto l'occorrenza della fattispecie nel presupposto "che l'operazione oggetto di collusione abbia determinato, di fatto, un'acquisizione di titoli ad un prezzo superiore a quello più elevato pagato dall'offerente e dalle persone che agiscono di concerto con il medesimo [...]. Si fa riferimento, ad esempio, alle situazioni in cui parte del corrispettivo per l'acquisizione della partecipazione di controllo è stato "nascosto" con contratti collaterali al contratto di compravendita delle azioni (ad es. con la compravendita di un immobile a prezzi superiori a quelli di mercato per celare parte del corrispettivo relativo alla partecipazione di controllo)"³⁸.

³⁷ L'Art. 47-octies (Aumento del prezzo in caso di collusione) prevede:

"1. Il prezzo dell'offerta è rettificato in aumento dalla Consob, ai sensi dell'articolo 106, comma 3, lettera d), n. 2), del Testo unico, qualora dalla collusione accertata tra l'offerente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo e uno o più venditori emerge il riconoscimento di un corrispettivo più elevato di quello dichiarato dall'offerente. In tal caso, il prezzo dell'offerta è pari a quello accertato".

³⁸ Cfr. commento all'art. 47-octies nel documento "Modifiche regolamentari richieste dal d.lgs. di recepimento della direttiva 2004/25/ce (e da successivi interventi legislativi)", p. 74, consultabile al sito: http://webint/main/documenti/Regolamentazione/lavori_preparatori/consultazione_emittenti_20101006.htm?hkeywords=opa&docid=5&page=0&hits=15.

Tale potere di modificare il prezzo di un'offerta pubblica di acquisto obbligatoria, sconosciuto in precedenza, è stato introdotto nell'ordinamento interno in sede di recepimento della Direttiva 2004/25/CE (cd. "Direttiva OPA" o la "Direttiva") sulla base di una facoltà dalla stessa concessa agli Stati membri – in deroga alla regola generale (art. 5, paragrafo 4, primo alinea) che fissa il prezzo equo in quello "massimo pagato per gli stessi titoli dall'offerente, o da persone che agiscono di concerto con lui" – di autorizzare, "le autorità di vigilanza a modificare il prezzo di cui al comma precedente in circostanze e secondo criteri chiaramente determinati. A tale scopo, possono redigere un elenco di circostanze nelle quali il prezzo massimo può essere modificato, verso l'alto o verso il basso, come ad esempio se il prezzo massimo è stato concordato tra l'acquirente ed un venditore, se i prezzi di mercato dei titoli in oggetto sono stati manipolati, se i prezzi di mercato in generale o in particolare sono stati influenzati da eventi eccezionali, o per permettere il salvataggio di un'impresa in difficoltà. (art. 5, paragrafo 4, secondo alinea)³⁹.

La Direttiva (e così il legislatore interno) ammette, dunque, che vi siano circostanze le cui peculiarità non consentono di ritenere "equo" il prezzo individuato secondo la regola generale del prezzo più alto pagato dall'offerente e che, pertanto, in tali casi esso debba essere diversamente determinato.

In particolare, dalla lettura delle norme comunitarie sembrerebbe emergere che – posta l'esigenza di soddisfare i principi di parità di trattamento tra azionisti e di tutela di quelli titolari di partecipazioni di minoranza in caso di cambio del controllo (cfr. art. 1, lettera a), della Direttiva OPA⁴⁰) – in taluni casi di cessione di pacchetti di maggioranza, più corretto si rivela il riferimento non al prezzo "pagato" dall'acquirente ma a quello "concordato" tra questi e il venditore e corrispondente al vantaggio economico effettivamente "incassato" da quest'ultimo.

La descritta ricostruzione trova conferma nelle raccomandazioni formulate nella relazione conclusiva del gruppo di esperti ad alto livello in materia di diritto societario sotto la presidenza

Lo stesso documento di consultazione, chiarisce che "[n]el dare attuazione alle deleghe legislative in materia di "correzione" del prezzo dell'OPA obbligatoria [artt. 47-bis-47-novies] e nella determinazione del prezzo in caso di sell-out e squeeze-out [artt. 50-50-quater] si è scelto di limitare il grado di discrezionalità della Consob nelle valutazioni da compiere. Tale approccio mira a ridurre il grado di incertezza del mercato in corso di OPA e a non introdurre elementi distorsivi nel comportamento di investitori e offerenti, quali l'aspettativa di un diverso corrispettivo di offerta", cfr. documento "Recepimento della direttiva 2004/25/ce del parlamento europeo e del consiglio e revisione della regolamentazione in materia di offerte pubbliche di acquisto e scambio", paragrafo 2.4, p. 7, consultabile alla medesima pagina.

³⁹ I lavori preparatori alla Direttiva chiariscono che "Per garantire in ogni caso il miglior prezzo agli azionisti di minoranza e massima certezza giuridica per l'offerente, è considerato equo il prezzo più elevato pagato per gli stessi titoli dall'offerente o da persone che agiscono di concerto con lui nel corso di un periodo che va da sei a dodici mesi precedente l'offerta. Tuttavia, nella congiuntura economica e finanziaria attuale, una certa elasticità deve essere garantita nell'applicazione di questo principio. È per questo che gli Stati membri possono autorizzare le autorità di vigilanza a modificare questo prezzo, in circostanze e secondo criteri chiaramente determinati, con una decisione motivata e resa pubblica", cfr. Proposta di Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio concernente le offerte pubbliche di acquisto, Bruxelles, 2.10.2002, COM (2002) 534 definitivo, 2002/0240(COD). Consultabile al sito: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2002:0534:FIN:EN:PDF>.

⁴⁰ L'art. 1, lettera a), della Direttiva OPA prevede:

"a) 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".

del professore Jaap Winter (cd. Winter Report⁴¹) di cui si è avvalsa la Commissione europea nella redazione della Direttiva.

Nel Winter Report era stata, in effetti, raccomandata la previsione di una regola generale che individuasse il prezzo dell'offerta obbligatoria in quello più alto pagato dall'offerente in un dato periodo di tempo; tuttavia – posta l'esistenza di particolari situazioni in cui tale regola non si rivela in grado di garantire un'effettiva parità di trattamento tra gli azionisti e dunque l'individuazione di un prezzo “giusto” – era stata contestualmente proposto di concedere agli Stati membri la facoltà di indicare un elenco di situazioni che non garantivano tale principio e alle quali l'applicazione di tale regola avrebbe condotto. Proprio in tali situazioni la regola del prezzo più alto pagato avrebbe dunque potuto essere superata dall'individuazione di un diverso prezzo avente come obiettivo la garanzia di un trattamento equivalente agli azionisti di minoranza⁴².

Si noti che, tra gli esempi di circostanze in cui la regola del prezzo pagato non conduce alla determinazione del prezzo giusto, il Winter report cita espressamente il caso in cui il prezzo più alto pagato è stato determinato per mezzo di una “collusione” definita come un accordo con il venditore volto all'elusione della regola del prezzo più alto pagato (“the highest price paid was set by collusion (i.e. an agreement with the vendor aimed at evading the highest price paid rule)”).

In effetti, laddove il prezzo effettivamente incamerato dal venditore di un pacchetto di controllo in ragione della cessione non dovesse corrispondere a quello pagato dall'acquirente di tale partecipazione (che si riverbera sul prezzo dell'OPA offerto alla totalità degli azionisti) il cessionario percepirebbe un “premio di controllo” non “spalmabile” sugli altri azionisti, ad evidente detrimento degli stessi, creando così una delle situazioni definite nella letteratura gius-

⁴¹ “Report of the high level group of company law experts on issues related to takeover bids”, Commissione europea, Bruxelles, 10 gennaio 2002, p. 50, paragrafo 4.1, consultabile al sito http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf.

⁴² “The Group, nonetheless, considers that the highest price paid rule may not, in particular circumstances, achieve an equivalent treatment of holders of securities. Such circumstances include, but are not limited to, the following situations:

- the highest price paid was set by collusion (i.e. an agreement with the vendor aimed at evading the highest price paid rule);

- market prices in general have been affected by highly exceptional events;

- market prices for the relevant securities have been manipulated;

- a lower price may be a necessary condition to make it possible for companies in distress to be rescued from bankruptcy.

Based on these observations, the Group holds the view that the Directive should:

- on the one hand, contain a rule whereby the highest price paid, as defined above, by the offeror is assumed to be an equitable price in a mandatory bid in normal circumstances;

- on the other hand, explicitly state that Member States are permitted to define both the situations in which this presumption may be displaced and the criteria which may be applied by supervisory authorities in their decision to retain a price higher or lower than the highest price paid.

With respect to the definition of the situations in which the presumption may be displaced, the Group considers that the Directive should contain the following principles:

- the main principle should be that of fairness – that is, the rule can be deviated from only where it is demonstrated that its application would plainly result in an unfair price;

- where deviation would lead to a lower price, the burden of proof should lie with the offeror, meaning that the supervisory authority would not even consider the request if the argument provided does not appear sufficient;

- in any areas of doubt, the judgment should be finally guided by the principle of “shareholders’ interest” – that is, all unclear cases should be solved by giving prevalence to the fair treatment of the target’s shareholders” (enfasi aggiunta).

economica quale “estrazione di benefici privati dal controllo”⁴³.

È noto, infatti, che una delle caratteristiche dell’istituto dell’obbligo di OPA è individuabile proprio nella concessione, in casi di cambio del controllo, agli azionisti di minoranza di un diritto di exit dalla stessa a condizioni equivalenti a quelle godute dal titolare del pacchetto di controllo ceduto.

La finalizzazione alla “tutela degli investitori” (ex art. 106, comma 3, lettera d), del TUF) dell’esercizio del potere di innalzamento del prezzo d’offerta ad opera della Consob risponde, dunque, proprio all’esigenza di individuare un prezzo al quale gli azionisti di minoranza possano fruire, nell’exit dalla società, di condizioni equivalenti a quelle godute dal proprietario di un pacchetto rilevante nell’ambito della cessione che ha dato luogo (o contribuito) al sorgere dell’obbligo di OPA.

In effetti, non si rinviene né nei testi normativi (Direttiva, normativa primaria e Regolamento Emittenti) né nei lavori preparatori agli stessi⁴⁴ alcun riferimento alla circostanza che la Consob debba accertare che il prezzo “riconosciuto” (così art. 47-octies, Regolamento Emittenti) al venditore (e, quindi, da questi effettivamente “ricevuto”) debba essere stato corrisposto dall’offerente.

A ben vedere, ciò che rileva è che il vantaggio economico del venditore sia conseguenza diretta delle pattuizioni intercorse tra costui e l’offerente, non appare invece necessario ai fini dell’accertamento della collusione che il vantaggio economico del venditore coincida con l’esborso effettivamente sopportato in termini finanziari dall’offerente apparendo possibile ipotizzare che il “maggior prezzo” emerga da transazioni concluse da soggetti “terzi” che intrattengano con quello rapporti anche di diversa natura (ad esempio, rapporti di affari preesistenti e/o condivisione di interessi economici).

Si rileva, infine, (anche a confutazione di quanto riportato nella Nota di Risposta, paragrafo 1.1.5., che sembrerebbe eccipire il mancato accertamento formale dell’accordo collusivo dalla Consob unicamente “ipotizzato [...] in via indiziaria”) che l’espressione “collusione accertata” utilizzata nel Regolamento Emittenti all’art. 47-octies debba intendersi nel senso di comprendere anche il riferimento, come di prassi nell’accertamento di condotte diverse da quelle pubblicamente dichiarate, a casi di ricorso al metodo presuntivo: metodo riconosciuto in via generale utilizzabile dalla Consob sia nell’attività di vigilanza (cfr., ad esempio, Tar del Lazio n. 13744/2009⁴⁵, caso Magiste International) sia in sede sanzionatoria (cfr. ex multis, Corte

⁴³ Cfr., ex multis, Ventrone M. “Legal Studies Research Paper Series The Thirteenth Directive and the Contrasts Between European and U.S. Takeover Regulation: Different Regulatory Means, Not so Different Political and Economic Ends”, Research Paper No. 06-07, p. 34 e ss. consultabile al sito <http://ssrn.com/abstract=819764> e Davies P., Schuster E.P., van de Walle de Ghelcke E., “The Takeover Directive as a Protectionist Tool?”, Working Paper N° 141/2010 <http://ssrn.com/abstract=1554616>.

⁴⁴ Oltre ai documenti citati alle note precedenti (Proposta di Direttiva OPA, Winter Report e Documento di consultazione precedente all’attuazione del Regolamento Emittenti) si veda altresì la Relazione Illustrativa allo schema di Decreto Legislativo di attuazione della Direttiva 2004/25/CE e Relazione Illustrativa al Decreto Legislativo “Disposizioni integrative e correttive del Decreto Legislativo 19 novembre 2007 n. 229 in attuazione della delega di cui all’art. 1, comma 5, della Legge 18 aprile 2005 n. 62”.

⁴⁵ In particolare in quest’ultimo caso, il giudice amministrativo ha ritenuto nel caso dell’accertamento di un patto parasociale occulto (paragonabile all’accertamento dell’intesa collusiva in esame) ha ritenuto l’applicabilità alla materia la cui vigilanza è affidata alla Consob la consolidata giurisprudenza elaborata in materia di diritto della concorrenza in quanto “in linea generale, [...] la conclusione di un patto parasociale occulto, allo stesso modo che nel caso di conclusione di un’intesa restrittiva della concorrenza mediante pratica concordata, richiede comportamenti

di Cassazione, Sez. Unite, 30-09-2009, n. 20937⁴⁶).

* * *

Con particolare riguardo alla determinazione ad opera della Consob dell'aumento del prezzo dell'offerta, la norma prevede che nell'ipotesi di cui si discute esso debba essere "pari a quello accertato", nel documento di consultazione si chiarisce in proposito che "ove ricorrano i presupposti per l'adozione di un provvedimento che disponga l'aumento del prezzo di offerta, questo è fissato in misura pari al prezzo più elevato della transazione, oggetto di collusione"⁴⁷. Gli stessi lavori preparatori chiariscono che "[n]el dare attuazione alle deleghe legislative in materia di "correzione" del prezzo dell'OPA obbligatoria [artt. 47-bis-47-novies] e nella determinazione del prezzo in caso di sell-out e squeeze-out [artt. 50-50-quater] si è scelto di limitare il grado di discrezionalità della Consob nelle valutazioni da compiere. Tale approccio mira a ridurre il grado di incertezza del mercato in corso di OPA e a non introdurre elementi distorsivi nel comportamento di investitori e offerenti, quali l'aspettativa di un diverso corrispettivo di offerta"⁴⁸.

La Direttiva OPA prevede, in proposito, che nei casi di esercizio della facoltà di autorizzazione delle rispettive Autorità di vigilanza a rettificare il prezzo dell'OPA obbligatoria, gli Stati membri "[p]ossono altresì definire i criteri da utilizzare in questi casi, come ad esempio il valore medio di mercato su un certo periodo, il valore di liquidazione della società o altri criteri oggettivi di valutazione generalmente utilizzati nell'analisi finanziaria" (art. 5, paragrafo 4, secondo alinea)⁴⁹.

significativi ed uniformi, che appaiano frutto di concertazione e non di iniziative unilaterali, in quanto manca o è difficilmente rintracciabile un accordo espresso, il che è agevolmente comprensibile ove gli operatori del mercato tentino in ogni modo di celare l'accordo posto in essere.

Ne consegue che la prova del patto, oltre che documentale, può essere indiziaria, purché gli indizi siano seri, precisi e concordanti, e gli elementi indiziari, sebbene singolarmente considerati possano generare perplessità in ordine alla loro significatività, vanno inquadrati nel contesto complessivo del sistema per apprezzarne l'eventuale rilevanza. In sostanza, tenuto conto della rarità dell'acquisizione di una prova piena (c.d. smoking gun: testo dell'intesa; documentazione inequivoca della stessa; confessione dei protagonisti) e della conseguente vanificazione pratica delle finalità perseguite dalla normativa in materia che scaturirebbe da un atteggiamento troppo rigoroso, deve ritenersi sufficiente, e necessaria, la delineazione di indizi, purché gravi, precisi e concordanti, circa la conclusione di un patto parasociale per cui non sono stati adempiuti gli obblighi di informativa.

Il ricorso al metodo presuntivo, pertanto, si rivela uno strumento non solo legittimo, ma addirittura necessario, pena l'inevitabile svilimento delle funzioni di vigilanza sul mercato mobiliare attribuite alla Consob, ave l'accertamento sia, come nella fattispecie in esame, costituito da fenomeni che solo in rare ipotesi possono essere provati attraverso una prova diretta e documentale dell'accordo. [...] le circostanze di fatto vanno considerate nel loro complesso, atteso che è il complesso indiziario ad essere rilevante e non il singolo indizio che, di per sé considerato, potrebbe non essere sufficiente a dare prova della ragionevole sussistenza del patto".

⁴⁶ In tale sentenza il Supremo Collegio ha ritenuto che "sebbene la prova della condotta illecita debba esser fornita dall'autorità, essa, peraltro, possa sempre essere desunta anche da semplici presunzioni".

⁴⁷ Cfr. commento all'art. 47-octies nel documento "Modifiche regolamentari", cit. p. 74.

⁴⁸ Cfr. documento "Recepimento della direttiva 2004/25/ce del parlamento europeo e del consiglio e revisione della regolamentazione in materia di offerte pubbliche di acquisto e scambio" paragrafo 2.4, p. 7, consultabile al sito: http://webint/main/documenti/Regolamentazione/lavori_preparatori/consultazione_emittenti_20101006.htm?hkeywords=opa&docid=5&page=0&hits=15.

⁴⁹ Il Winter Report fornisce come spunto per l'individuazione del prezzo la possibilità di attenersi ai seguenti parametri "With respect to the criteria which may be applied in such circumstances, the Group considers that Member States should be permitted to retain one or more of the following criteria:

- the average market value over a certain period (ranging from 3 to 6 months) prior to the offer;
- the liquidation value of the company;
- any other objective valuation criteria usually applied in financial analysis".

6. L'unitarietà dell'operazione

Dalle evidenze istruttorie emerge che l'operazione di cessione di azioni Camfin da parte di MCI e il contestuale acquisto di azioni Pirelli da parte della medesima non sono, come rappresentato dalle Parti, "distinte operazioni, dotate ciascuna di propria autonoma giustificazione", bensì operazioni connesse e parte di un più ampio disegno unitario (ideato da o comunque ben noto ai soci dell'Offerente) che ha garantito il riconoscimento a MCI di un vantaggio economico ulteriore rispetto a quanto percepito con la vendita delle azioni Camfin all'Offerente.

Dagli elementi raccolti, infatti, risulta che vi è stato sostanzialmente uno scambio tra azioni Camfin e Pirelli e che la vendita delle azioni Pirelli al prezzo di Euro 7,80 ha determinato l'attribuzione di un valore implicito alle azioni Camfin di proprietà di MCI superiore rispetto a quello dichiarato dall'Offerente.

La circostanza che le azioni Pirelli non siano state vendute a MCI direttamente dall'Offerente (o, salvo quanto successivamente chiarito, da soggetti con il medesimo agenti di concerto in Camfin), non è elemento sufficiente a far venire meno il legame tra le due operazioni: infatti, come si dirà meglio in seguito, ciò che rileva ai fini del caso in esame non è l'essere stati Allianz e Fonsai "eterodiretti" ma l'essere stati individuati dal dott. Tronchetti Provera e da Unicredit quali soggetti "autonomi" – e proprio per questo – utili a perseguire il disegno unitario dai medesimi delineato. Nella prospettazione delle Parti, essi, in quanto soggetti terzi erano, infatti, apparentemente idonei a evitare la possibilità di configurare l'operazione di "scambio" in termini di collusione tra acquirente e venditore.

In effetti, sono emersi elementi che dimostrano che l'operazione non si sia configurata come un vero e proprio scambio (diretto) di azioni tra l'Offerente (e taluni dei suoi soci) e MCI, proprio in ragione del (documentato) timore che tale scambio potesse ingenerare sospetti nell'autorità di vigilanza circa la liceità dell'operazione in termini di "equità" del prezzo dell'Offerta⁵⁰. Dagli atti è emersa, inoltre, l'esigenza di uno dei due soggetti (l'Offerente) di non indebolirsi nell'azionariato di Pirelli.

La "triangolazione" dell'operazione di scambio con un terzo soggetto viene ora, dalle Parti, invocata per negare la possibilità di ricostruzione da parte della Consob in termini di collusione del caso in esame.

La connessione indissolubile tra le due operazioni è, in primo luogo, dimostrata dalle dichiarazioni di MCI che, nella nota del 16 luglio 2013, ha affermato "– attesa la propria vocazione industriale, il proprio primario interesse per Pirelli e il disinteresse ad un exit per cassa – [di aver] sempre ritenuto imprescindibile che la cessione delle azioni GPI e Camfin fosse inscindibilmente connessa al concomitante acquisto di azioni Pirelli, in misura corrispondente alla propria partecipazione "in trasparenza" in tale Società per il tramite di GPI e Camfin". Tale posizione era stata peraltro da MCI palesata con fermezza nell'incontro con Ghizzoni del 28 maggio 2013 in cui MCI "ha ribadito la posizione di Malacalza Investimenti nel senso che il significato e la finalità industriale del proprio investimento – essenzialmente riferiti a Pirelli, considerata la composizione dei patrimoni di GPI e Camfin – escludevano qualsiasi soluzione diversa dalla "conversione" delle proprie partecipazioni in GPI e Camfin in una proporzionale

⁵⁰ Cfr. citati appunti manoscritti del sig. Mantovani.

partecipazione in Pirelli”.

Dalla stessa nota del 16 luglio 2013 e dalla bozza di “Contratto preliminare di permuta di azioni” trasmesso ai legali di Unicredit, emerge, inoltre, la chiara intenzione iniziale di MCI di strutturare l’operazione in termini di puro scambio di azioni Camfin contro azioni Pirelli con soggetti riferibili a MTP: il sig. Malacalza ha in effetti ribadito in contatti telefonici con Unicredit e la propria “volontà che fosse la stessa Newco [...] a “trasferire o a far trasferire” l’intera partecipazione Pirelli spettante a Malacalza Investimenti (pari al 6,7% del capitale della stessa). Infatti, nella prospettiva industriale da essa perseguita e nella logica della “conversione” in azioni Pirelli delle proprie partecipazioni in GPI e Camfin, Malacalza Investimenti intendeva che le azioni Pirelli da acquistare provenissero dal patrimonio di Camfin. Ciò, oltre a consentire che fosse data certezza a Malacalza Investimenti dell’effettivo conseguimento della partecipazione in Pirelli all’atto della cessione delle proprie partecipazioni in GPI e Camfin, avrebbe “ravvicinato” – dal punto di vista quantitativo – le partecipazioni, rispettivamente, di Camfin e di Malacalza Investimenti in Pirelli”.

D’altra parte, emerge, altresì, dai fatti esposti che l’Offerente e i suoi soci, pur non condividendo l’impostazione di MCI e non accogliendo le sue ipotesi di accordo, perseguono una composizione, ritenendola necessaria (ad esempio, l’approvazione di Clessidra appare addirittura condizionata a tale accordo) o, comunque, utile al buon esito dell’intera operazione di riorganizzazione del controllo di Camfin o Pirelli.

7. Il ruolo di Allianz e Fonsai

7.1. I venditori della Partecipazione Pirelli sono stati da ultimo individuati in Allianz e Fonsai⁵¹, i quali erano in condizione di accettare un apparente mancato guadagno rispetto al prezzo di mercato per ragioni connesse alla loro modalità di iscrizione in bilancio e gestione dal punto di vista del rischio della partecipazione e anche perché la cessione è avvenuta:

- *a un prezzo (Euro 7,80) prossimo a quello (Euro 7,95) che avrebbero ottenuto in caso di vendita ad altri partecipanti al Sindacato (unica possibilità di dismissione in costanza di Patto) e*
- *in anticipo rispetto alla data di possibile esercizio del diritto di recesso dal Sindacato (15 dicembre 2013-15 gennaio 2014), opzione quest’ultima che pure avrebbe comportato l’automatica offerta agli altri partecipanti ad un prezzo convenzionale (quello medio degli ultimi tre mesi) e solo in caso di mancato esercizio del diritto di rilievo da parte degli altri pattisti la possibilità di cedere liberamente a terzi le azioni (subendo in entrambi i casi, sia pure in modo diverso, l’alea dell’andamento futuro dei corsi del titolo).*

In merito alle previsioni del Patto (rinnovato in data 19 gennaio 2013) si rileva che, ai sensi dell’art. 3, i partecipanti sono tenuti, per tutta la durata del Patto, a non vendere le azioni conferite al medesimo Patto, salvo quanto disposto (tra gli altri) dall’art. 5. Quest’ultimo

⁵¹ Si noti che il terzo pattista individuato dai soci dell’Offerente come controparte della cessione delle azioni Pirelli, Assicurazioni Generali S.p.A., non ha più preso parte all’operazione in ragione della non congruità del prezzo di cessione propositogli (Cfr. risposta di Generali del 9 settembre 2013 in risposta alla richiesta Consob ex art. 115 del TUF) diversamente dalle ragioni dichiarate da Fonsai – che a sua volta dichiara di aver appreso dal sig. Tronchetti Provera – per cui tale terzo soggetto si sarebbe astenuto dalla vendita per motivi apparentemente legati a intralci burocratici (cfr. nota di risposta di Fonsai alle richieste Consob ex art. 115 del TUF).

disciplina le vendite di titoli tra i partecipanti al Sindacato (cd. "diritto di rilievo"), indicando che, in tal caso, il prezzo della vendita "non può essere superiore alla media dei prezzi di compenso degli ultimi tre mesi, e di ogni altra eventuale condizione relativa"; inoltre, prevede che detta procedura possa essere ripetuta "sino all'integrale esaurimento della disponibilità dei partecipanti interpellati ad acquistare i titoli offerti". Pertanto, la possibilità di realizzare la cessione e di realizzarla per la quantità desiderata da parte del proponente venditore è condizionata alla disponibilità degli altri partecipanti di acquistare integralmente tale quantità, fermo restando che il prezzo della cessione non può essere superiore alla media sopra specificata.

L'altra ipotesi di cessione delle azioni sindacate è disciplinata dall'art. 2 ed è legata all'ipotesi di recesso dal Patto, che può essere esercitato trasmettendo comunicazione di recesso tra il 15 dicembre ed il 15 gennaio precedenti la data di scadenza.

A tali (vincolanti) previsioni non si è conformato il comportamento di Allianz e Fonsai⁵², peraltro posto in essere con l'avallo e su iniziativa del Presidente del Patto, Marco Tronchetti Provera, come noto anche a Intesa. Infatti, data la difficoltà di reperire soggetti disposti a vendere a MCI azioni Pirelli ad un prezzo più basso della quotazione del titolo (che oscillava nell'ultima settimana di maggio tra Euro 8,56 e Euro 8,93 e la cui media ponderata nel trimestre 1° marzo 2013–31 maggio 2013 è risultata pari ad Euro 8,19), Unicredit e Marco Tronchetti Provera hanno individuato quali venditori delle azioni Pirelli destinate a MCI soggetti che, in quanto sottoposti ai vincoli del Patto, potevano avere aspettative di vendita ad un prezzo anche inferiore a quello di mercato⁵³.

Posto che il Patto prevedeva che i pattisti non avrebbero potuto vendere a terzi (MCI) la propria partecipazione in costanza di Patto, ma risultando necessario lo svincolo dal Patto stesso delle azioni sindacate⁵⁴, una volta individuati i potenziali venditori ed accertatane la disponibilità

⁵² Occorre altresì considerare il regime di pubblicità delle regole del Patto, suscettibile di generare negli investitori il ragionevole affidamento sul rispetto delle stesse.

⁵³ Fonsai ha rappresentato che il proprio A.D. sig. Carlo Cimbri, è stato contattato, in data 29 maggio 2013, dall'A.D. di Unicredit il quale gli ha chiesto "se vi potesse essere l'interesse ... a valutare l'eventuale cessione anticipata ... di una quota di azioni Pirelli vincolate al Patto"; il giorno successivo, un collaboratore dell'AD di Unicredit ha precisato l'identità del potenziale acquirente ed il quantitativo di azioni oggetto della transazione "ad un prezzo unitario indicativo di circa Euro 7,80".

Allianz ha rappresentato che, sempre in data 29 maggio 2013, il sig. Tronchetti Provera, in qualità di Presidente del Patto, ha informato la Società "per le vie brevi" circa una "manifestazione di interesse all'acquisto della partecipazione detenuta da Allianz S.p.A. al prezzo unitario di euro 7.80, senza specificare quale fosse il potenziale acquirente".

Al riguardo, si richiamano, altresì:

(i) un email del 30 maggio 2013 con cui il sig. Mantovani (Unicredit) richiedeva al sig. Ruozi (Lazard) se avesse "trovato esplicito riferimento a quale media utilizzare nel Patto P[irelli] e se si a che articolo". Il sig. Ruozi rispondeva trasmettendo il testo dell'articolo 2, terzo comma del Sindacato di Blocco che, disciplina Sempre in data 30 maggio 2013, il sig. Ruozi (Lazard) ha trasmesso, mediante e-mail indirizzata al sig. Bruno (MTP Sapa), a Mereghetti, Buzzi Ferraris e Mantovani (Unicredit) e per conoscenza a Samaja e Daneu (Lazard), uno schema che riepiloga le condizioni della proposta a MCI e presenta gli effetti di tali condizioni in termini di sconto sul prezzo di acquisto delle azioni Pirelli non già rispetto al valore di mercato, ma rispetto al prezzo medio a 3 mesi *cum ed ex* dividendo; e

(ii) un e-mail del 30 maggio 2013 da Mereghetti a Unipol, presumibilmente all'AD Carlo Cimbri, il primo ha rappresentato espressamente il fatto che "La media ponderata ultimi tre mesi come da patto, ci porta ad un prezzo di 7.8". Il messaggio, che presumibilmente era diretto al sig. Carlo Cimbri, A.D., riporta: "Caro Carlo, stiamo pensando ad una quota fra 1.25/1.50% uguale sia per unipol sia per generali. La media ponderata ultimi tre mesi come da patto, ci porta ad un prezzo di 7.8. Allianz ha dato la sua disponibilità per quasi tutta la quota. Generali già sentita condivide andare con vostra stessa quota. Se mi dai un ok di massima poi ti mando una bozza".

⁵⁴ In argomento, si richiama anche quanto osservato nello scambio di messaggi del 4 giugno 2013 tra il sig. Abet e la sig.ra Svelto di Pirelli: "Ciò che i pattisti hanno acconsentito è lo svincolo non la vendita cui sono estranei e di cui non

a vendere alle condizioni prospettate, la struttura di Pirelli (presso la quale ha sede il Patto) è stata coinvolta nella predisposizione dei documenti necessari a formalizzare la richiesta di svincolo delle azioni dal Patto attraverso la predisposizione del “Codicillo 21”, per mezzo del quale è stato convenuto, tra i pattisti, lo svincolo delle azioni Pirelli. Peraltro, dall’analisi del materiale acquisito in sede ispettiva non sono emerse evidenze di interlocuzioni tra i pattisti in ordine alle motivazioni della richiesta di svincolo o alla decisione di acconsentire allo stesso, ma sono state riscontrate unicamente le e-mail inviate dalla Direzione Affari Legali di Pirelli ad alcuni pattisti⁵⁵ contenenti in allegato:

- *la comunicazione del Presidente del Patto di avvenuta ricezione della richiesta di svincolo da Allianz e Fonsai⁵⁶, unitamente al testo del Codicillo da sottoscrivere⁵⁷;*
- *per Generali, Fonsai e Allianz, anche la bozza di richiesta di svincolo da indirizzare al presidente del Patto.*

Nel testo del Codicillo 21 era espresso l’accordo dei partecipanti allo svincolo dal Patto delle azioni “anche in deroga alle previsioni di cui all’articolo 3 e 5 del Patto”.

A fronte, dunque, del riconoscimento del vantaggio economico preteso da MCI per la propria uscita da Camfin (individuabile nell’acquisizione di una partecipazione diretta in Pirelli maggiore di quella precedentemente detenuta indirettamente) Marco Tronchetti Provera (ed i soggetti operanti di concerto con lui in Lauro 61) hanno, a loro volta, conseguito il vantaggio di non dover sopportare un maggior esborso economico per l’acquisto di azioni Camfin che avrebbe provocato un aumento del prezzo dell’Offerta e, dunque, dell’intera Operazione.

Inoltre, Marco Tronchetti Provera ha conseguito il vantaggio di:

- (i) *veder uscire dalla compagine sociale di Camfin un socio non più gradito che era, tuttavia, intenzionato a rimanere nell’azionariato della società industriale Pirelli;*
- (ii) *far sì che le azioni Pirelli fossero cedute a MCI da soggetti terzi senza intaccare la partecipazione di Camfin in Pirelli;*

7.2 D’altra parte, Allianz e Fonsai sono soggetti che, anche ove non si ritenessero agenti in concerto con il sig. Tronchetti Provera in Camfin, è fuori dubbio che operano (Fonsai) o comunque operavano (Allianz) di concerto con lo stesso in Pirelli (in cui Camfin detiene una partecipazione rilevante) e intrattengono con lo stesso rapporti di affari e condividono interessi di natura economica.

In effetti, la relazione soggettiva esistente tra MTP, Unicredit, Allianz e Fonsai presenta caratteristiche particolari, riguardanti diversi aspetti e difficilmente ripetibili in altri casi. In primo luogo, con riguardo ai patti parasociali esistenti si rilevano i seguenti fatti:

- *Fonsai, Camfin e MTP (tramite Camfin), nonché Allianz fino alla vendita, fanno parte del patto Pirelli;*

sanno assolutamente nulla e nulla si dice nel Codicillo. Però si tratta proprio di dare l’assenso allo svincolo. Il patto è un sindacato di blocco e quindi prevedeva un divieto di cedere in vigenza di patto”.

⁵⁵ In particolare Intesa, Mediobanca, Massimo Moratti, oltre che Allianz, Fonsai e Generali.

⁵⁶ Nelle prime versioni anche di Generali.

⁵⁷ In una e-mail del 1° giugno 2013, il Dott. Nodari di Intesa comunicava al dott. Miccichè che era stata trasmessa copia di un fax riguardante l’assenso di Intesa all’uscita dal Patto Pirelli di Allianz, Generali e Fonsai in cui si riferiva che “Le azioni Pirelli di questi pattisti verranno poi vendute a Malacalza nell’ambito della nota operazione Camfin” e che “Ci risulta che il Prof. Bazoli sia stato informato da MTP”. Anche il dott. Cucchiani, come risulta da una e-mail del 2 giugno 2013, era stato informato al riguardo da MTP

- il patto tra i soci di Lauro 61 ha ad oggetto sia Camfin sia le azioni Pirelli da questa detenuta;
- in sostanza vi è su Pirelli un concerto che ha come punto in comune MTP e Camfin e comprende sia i soci di Lauro 61 sia Fonsai e (fino alla vendita) Allianz;
- la partecipazione Pirelli costituisce il principale asset di Camfin, essa è decisiva per il controllo sulla stessa Pirelli (costituendo il 44% circa dell'intero patto prima dell'operazione e il 42,2% circa successivamente all'operazione) ed è, dunque, "vincolata" da un patto di cui sono parte anche i venditori Allianz e Fonsai.

Da tale peculiare situazione discendono due conseguenze rilevanti nella presente sede.

La prima è che fra MTP, gli altri soci di Lauro 61 e i due venditori esisteva ed esiste tuttora (per Fonsai) una relazione di concerto su Pirelli che incide anche significativamente sulla gestione di Camfin; tale relazione potrebbe essere considerata di concerto anche su Camfin (posto che il principale asset della stessa è vincolato al patto su Pirelli) ma, a prescindere da tale qualificazione, determina in ogni caso l'oggettiva presenza di un interesse comune di tutti i soggetti coinvolti (e, quanto meno, di tutti quelli che sono tuttora concertisti su Pirelli) alla "regolazione" e al buon funzionamento del controllo su Pirelli, di cui costituisce parte anche il superamento dei conflitti tra MTP e MCI in Camfin.

La seconda conseguenza è che la vendita di azioni Pirelli, pur non essendo operata da MTP o da altri soci di Lauro 61, è compiuta da pattisti Pirelli ed è considerabile come una vendita dal "patto" a MCI: in sostanza mentre da un lato il controllo su Pirelli è "consolidato" dal superamento del conflitto MTP/MCI la dimensione quantitativa di azioni detenute dal patto parasociale si riduce.

La possibilità di considerare l'operazione come una vendita dal "patto" ad MCI emerge anche da un altro aspetto fattuale: la vendita non sarebbe possibile senza il consenso unanime di tutti i pattisti (necessario per la "deroga") e fra questi di MTP, che essendo ormai il controllante di Camfin è anche il principale socio di Pirelli e del Patto. In sostanza, il "patto" nel suo complesso, con l'assenso alla "deroga" che consente ad Allianz e Fonsai di vendere dà anche un assenso alla complessiva riorganizzazione del controllo su Pirelli che ne risulta.

Un ulteriore aspetto fattuale attinente le relazioni soggettive fra i soci di Lauro 61 ed i venditori è rappresentato dai rapporti di partecipazione esistenti tra Unicredit e Fonsai e dalla circostanza che la stessa banca è il principale finanziatore di Fonsai. Del resto, proprio Fonsai è, fra i due venditori, quello che rimane nel patto e continua ad essere interessato alle "sorti" del controllo su Pirelli e pertanto anche di Camfin.

Le suddette relazioni soggettive e gli interessi comuni che vi corrispondono appaiono sufficienti a far ritenere rilevante come operazione esecutiva dell'accordo/"collusione" fra MCI, da un parte, e Unicredit e MTP (socio e controllante dell'Offerente Lauro 61) dall'altra, la vendita operata da pattisti Pirelli, con il consenso essenziale del "patto" nel suo complesso. Non è, in proposito, necessario né che vi sia la certezza che i venditori fossero a conoscenza di ogni dettaglio della "collusione" né che essi abbiano sofferto un sacrificio che richiedeva una compensazione da parte dell'Offerente, ben potendo essere che, per loro specificità societarie, tale "sacrificio" non vi sia stato o che esso fosse sopportabile (a differenza di quanto avvenuto per Generali, come dalla stessa attestato).

D'altra parte, almeno alcuni aspetti dell'accordo collusivo, come la sua essenzialità per chiudere il contenzioso con Malacalza e favorire una più serena gestione del controllo su Pirelli e il prezzo più basso rispetto a varie possibili medie di mercato, oltre all'oggettivo interesse di MTP ed Unicredit alla vendita, erano certamente noti ai venditori, anche per la peculiare posizione sopra descritta in cui si trovavano e per le peculiari descritte modalità con cui si erano svolte le trattative.

7.3. Quanto detto circa il ruolo di Allianz e Fonsai rendono irrilevanti le affermazioni nella Nota di Risposta secondo cui la vendita di azioni Pirelli a MCI da parte delle due compagnie assicurative si "regge e giustifica sulla base di un proprio autonomo substrato causale e risponde ad una logica economica, finanziaria e strategica del tutto indipendente per nulla condizionata dall'operazione Camfin"; la convergenza di interessi che si è determinata, dunque, non implica la dimostrazione di alcun patto tra Lauro 61 (e/o gli altri soggetti partecipanti all'Offerta, Allianz, Fonsai, i partecipanti al Patto Pirelli e MCI "volto a procurare l'acquisto delle azioni Pirelli da parte di MCI e al prezzo ivi convenuto". Le due compagnie assicurative non sono state "eterodirette" nella decisione di vendere azioni Pirelli a MCI al prezzo di Euro 7,80 e non vi è stato il trasferimento in loro favore di alcuna utilità economica "così da giustificare l'ipotetico 'sconto' praticato a favore di MCI".

La connessione tra le due operazioni sarebbe quindi stata interrotta dalla non identità dei partecipanti delle due operazioni e dalla circostanza che "l'Offerente non sopporta alcun sacrificio aggiuntivo e il venditore non riceve dall'Offerente stesso alcun maggior beneficio".

La ricostruzione della fattispecie effettuata dalla Parti non appare conforme alla ratio della disciplina quale sopra tratteggiata e non appare neppure conferente il richiamo all'unico precedente in materia di collusione affrontato dalla Consob.

7.3.1. Quanto al primo aspetto, si nota che con il termine "collusione" si indica un accordo non rivelato, scritto o tacito, o comunque un'intesa in senso lato, volta a perseguire un obiettivo elusivo quanto al prezzo dell'OPA al fine di conseguire vantaggi reciproci⁵⁸; pertanto, le condotte che possono integrare la fattispecie in esame sono a forma libera e spetta all'interprete, di volta in volta, la concreta individuazione. La scelta del legislatore nazionale di inserire fra le ipotesi di innalzamento del prezzo quella della "collusione" va dunque nella direzione di ricomprendervi varie ipotesi elusive in concreto realizzabili che siano ricostruibili in base ad ordinari principi di ragionevolezza.

Dai testi normativi di riferimento non emerge che il prezzo "riconosciuto" al venditore (e, quindi, da questi effettivamente "ricevuto") debba essere necessariamente corrisposto dall'Offerente, pertanto, quest'ultimo ben potrebbe essere parte di un accordo elusivo della disciplina relativa al prezzo dell'OPA obbligatoria e non sopportare in prima persona il costo economico ulteriore a favore del venditore.

In tal senso, erroneamente, le Parti sembrano attribuire rilevanza al ruolo dei terzi solo ove vi sia "eterodirezione" della loro volontà e ove vi sia un rimborso del sacrificio eventualmente subito dai terzi. In proposito, non appare conferente, in merito al ruolo dei terzi, il richiamo alla vicenda Edison S.p.A. nella quale si è ritenuto che il ruolo del terzo coinvolto nell'operazione non

⁵⁸ Il vocabolario Treccani ne fornisce la seguente definizione "Nel diritto, ogni intesa clandestina fra due o più persone per conseguire un fine illecito, mediante il tradimento della fiducia o l'elusione dell'attività legittima di terzi".

rilevasse ai fini dell'accertamento della collusione, in ragione delle peculiarità del caso di specie. In particolare, alla conclusione di escludere il terzo dal perimetro soggettivo rilevante hanno concorso considerazioni relative all'assetto azionario e di governance del terzo e considerazioni fattuali relative allo svolgimento delle vicende negoziali da cui emergeva l'autonomia esistente, a differenza che nel caso di specie, tra le due operazioni.

Al contrario, appare in linea con il quadro normativo una situazione come quella in esame in cui, sinteticamente:

- *la vendita di azioni Pirelli a MCI era un aspetto essenziale dell'operazione, senza cui lo stesso non avrebbe, a sua volta, venduto azioni Camfin all'Offerente e non si sarebbe avuto il superamento del conflitto esistente;*
- *la trattativa con MCI sulle azioni Pirelli è stata, fin nei minimi dettagli, gestita da Unicredit e MTP che hanno incontrato MCI e hanno insieme esaminato varie ipotesi di accordo e concluso lo stesso;*
- *i venditori effettivi (Allianz e Fonsai) e potenziali (Generali), invece, non hanno mai incontrato (prima della definizione dell'accordo complessivo) MCI (né il suo intermediario, UBS) né trattato con lo stesso ma soltanto ricevuto ipotesi già definite in dettaglio che potevano accettare o rifiutare;*
- *la vendita non poteva avvenire senza l'assenso del Patto e in tale ambito, del principale paciscente (MTP) che si è adoperato per facilitare l'iter;*
- *i venditori sono stati individuati da MTP e Unicredit come gli unici in grado di garantire il buon esito delle negoziazioni in ragione delle loro peculiarità sopra descritte.*

8. Il prezzo delle azioni Camfin, il prezzo delle azioni Pirelli e il vantaggio economico ulteriore percepito da MCI

Preliminarmente occorre precisare che il prezzo pagato da Lauro 61 per l'acquisto delle azioni Camfin, direttamente e indirettamente detenute da MCI, è stato definito sulla base del commitment massimo fissato dalle banche⁵⁹.

Tale considerazione assume particolare rilevanza se letta in combinazione con quanto riportato nella Nota Tecnica allegata da Lauro 61, MTP e Unicredit alla Nota di Risposta alla Consob del 3 settembre 2013.

Nella suddetta Nota Tecnica, la "Scheda relativa alla determinazione del prezzo offerto per l'acquisto delle azioni Camfin" riporta alcune considerazioni in relazione alla determinazione del prezzo per azione Camfin, affermando che il prezzo per azione Camfin (pari a euro 0,80) è coerente con l'andamento dei prezzi di mercato di Camfin ed, in particolare, di quello ricavabile attraverso l'esame dei prezzi medi ponderati per i volumi negoziati, calcolati su diversi orizzonti temporali (media 1, 3, 6 e 12 mesi).

Posto quanto sopra, tale rilevazione appare assumere più i connotati di una metodologia di controllo che quelli di un meccanismo sulla base del quale è stato determinato il prezzo offerto

⁵⁹ Tale impegno massimo emerge chiaramente da uno scambio di email interno ad Unicredit intervenuto tra il 23 e il 24 maggio 2013, dove viene ribadito che "we restated, if ever a clarification was needed, that our commitment is up to a maximum of Eur 115, for a transaction valuing Camfin max Eur 0.8/share. BTW no one has the resources or the willingness to increase the value of the transaction".

per l'acquisto delle azioni Camfin.

Infatti, la richiamata coerenza appare sussistere pienamente solo in corrispondenza delle rilevazioni a tre mesi effettuate nel periodo compreso tra il 13 e il 20 maggio 2013, quando il prezzo medio ponderato è risultato sempre pari ad euro 0,80.

Non può invece non rilevarsi, come con l'approssimarsi della conclusione dell'operazione di cessione delle azioni Camfin, il prezzo medio ponderato a tre mesi delle stesse si sia attestato stabilmente ad euro 0,82, e limitando le osservazioni ad un unico mese, anche ad euro 0,84/0,85.

Sempre nella citata "Scheda relativa alla determinazione del prezzo offerto per l'acquisto delle azioni Camfin", a supporto dell'analisi dell'andamento dei prezzi di borsa del titolo Camfin, è stata rappresentata l'evoluzione del NAV (Net Asset Value) di Camfin, considerando:

- l'andamento dei prezzi di mercato medi ponderati di Pirelli (ex dividend) e Prelios a 1, 3, 6 e 12 mesi;*
- le altre attività e passività al 31 marzo 2013;*
- il debito netto al 31 marzo 2013, rettificato dei dividendi Pirelli incassati da Camfin in data 23 maggio 2013, nonché degli oneri finanziari gravanti sul debito nel secondo trimestre 2013;*
- gli oneri di gestione stimati dalla società al loro valore netto attuale.*

Secondo gli estensori della Nota dalla suddetta analisi "si evince che nel corso del mese di maggio 2013 (...) il valore di € 0,80 per azione Camfin risulta sostanzialmente in linea con le valutazioni fondamentali degli asset sottostanti (espressi dal NAV Camfin), al contempo offrendo un premio rispetto ai corsi di borsa".

Al riguardo, le analisi condotte dagli Uffici utilizzando la stessa metodologia sopra indicata evidenziano valori di NAV di Camfin al 31 maggio 2013, sui diversi periodi considerati, sensibilmente superiori a quelli riportati nella citata scheda e, comunque, sempre superiori ad euro 0,80 (euro 0,91 a un mese; euro 0,83 a tre mesi; euro 0,89 a sei mesi; ed euro 0,87 a dodici mesi).

Ne consegue che il confronto con le valutazioni del mercato dell'azione Camfin e con il NAV di Camfin non consentono di ritenere pienamente fondata la considerazione riportata nella Nota che "il valore di € 0,80 per azione Camfin risulta sostanzialmente in linea con le valutazioni fondamentali degli asset sottostanti (espressi dal NAV Camfin), al contempo offrendo un premio rispetto ai corsi di borsa".

Né appare giustificata la successiva affermazione che qualora si considerasse il cosiddetto holding discount il valore di euro 0,80 "renderebbe il prezzo offerto a premio anche rispetto ai valori del NAV di Camfin".

Si ritiene, infatti, che la prassi valutativa di applicare al valore per azione individuato secondo i vari metodi di calcolo del net asset value (NAV) della società uno sconto (holding discount), in ragione della circostanza che le azioni delle holding vengono, di norma, negoziate ad un prezzo scontato rispetto al NAV per azione, debba essere temperata con le peculiarità proprie del caso di specie.

Al riguardo, gli stessi amministratori indipendenti di Camfin, nel parere motivato sulla

congruità del corrispettivo rilasciato ai sensi dell'art. 39-bis del Regolamento Emittenti, pur "condividendo la necessità di applicare il c.d. holding discount al NAV di Camfin, considerato che l'alternativa al delisting sarebbe il mantenimento della quotazione con verosimile ripetersi di detto holding discount", hanno correttamente rilevato che "l'applicazione di siffatto sconto potrebbe avere diversa rilevanza nell'ottica della valorizzazione della partecipazione in Pirelli anche attraverso l'exit dall'investimento in un orizzonte temporale delineato dal patto parasociale" (ipotesi esplicitata dall'Offerente nella sezione "Programmi futuri" del documento di offerta). Secondo gli amministratori indipendenti, quindi, "ponendosi quale obiettivo finale la cessione a terzi dell'intera partecipazione Camfin e/o dell'intera partecipazione Pirelli, potrebbe anche venir meno il fondamento del c.d. holding discount, tipicamente sussistente in caso di negoziazione delle azioni in un mercato regolamentato, pur con i connessi rischi di illiquidità dell'investimento".

Per quanto riguarda la valutazione del prezzo pagato da MCI per l'acquisto delle azioni Pirelli occorre muovere sia da quanto affermato da MCI nella propria Nota di risposta alla Consob del 16 luglio 2013, sia dalla "Scheda relativa al prezzo di acquisto delle azioni Pirelli" contenuta nella Nota Tecnica allegata da Lauro 61, MTP e Unicredit alla Nota di Risposta alla Consob del 3 settembre 2013.

In particolare dal primo documento risulta che:

- 1. "Malacalza Investimenti escludeva qualsiasi soluzione diversa dalla conversione delle proprie partecipazioni in GPI e in Camfin in una proporzionale partecipazione in Pirelli, pari a circa il 6,7% del capitale della stessa (al lordo del debito di Camfin);*
- 2. La somma dei corrispettivi per la vendita delle azioni Camfin e GPI era pari ad Euro 160 milioni circa; la quota di debito di Camfin riferibile alla partecipazione di Malacalza Investimenti era pari ad Euro 95 milioni circa. E così per un totale di Euro 255 milioni circa.*
- 3. Il 6,7% del capitale ordinario di Pirelli corrisponde a circa n. 31,87 milioni di azioni. Euro 255 milioni diviso n. 31,87 milioni di azioni corrisponde ad un prezzo unitario per azione ordinaria Pirelli di Euro 8: tale importo costituiva il prezzo massimo al quale, nella logica della conversione, di cui al punto 1 Malacalza Investimenti era disponibile ad acquistare le azioni Pirelli.*
- 4. L'acquisto poi effettivamente realizzato da Malacalza Investimenti ha avuto ad oggetto una partecipazione lievemente superiore a quella qd essa riferibile in trasparenza (6,98% anziché 6,7%) alla luce del prezzo cui le compagnie assicurative si sono effettivamente manifestate disponibili alla vendita (Euro 7,8 per azione)."*

Nella citata "Scheda relativa al prezzo di acquisto delle azioni Pirelli" emergono considerazioni non pienamente allineate con quanto dichiarato alla Consob da MCI nella Nota del 16 luglio 2013.

Infatti, secondo Lauro 61, MTP e Unicredit "la quantità e il prezzo di azioni Pirelli acquistate da MCI risulta del tutto indipendente dalla sua interessenza in trasparenza in Camfin. MCI, infatti, ha più volte manifestato l'interesse e la volontà a reinvestire i proventi derivanti dalla cessione delle partecipazioni detenute in Camfin e GPI in azioni Pirelli. Ad incremento di tale importo, inoltre, MCI ha deciso di investire ulteriori risorse finanziarie proprie. MCI, oltre a comunicare l'importo che sarebbe stato intenzionato a investire in Pirelli, ha inoltre comunicato a Unicredit, anche tramite UBS, che avrebbe acquistato le azioni Pirelli ad un prezzo inferiore a

Euro 8 p.a. A sua volta Unicredit trasferì l'informazione a Lazard. La quantità di azioni Pirelli acquistate da MCI risulta pertanto come semplice rapporto tra l'ammontare del potenziale investimento e il prezzo di acquisto che MCI era disponibile a pagare per la transazione prospettata”.

Appare, dunque, difficile sostenere la totale indipendenza di quantità e prezzo delle azioni Pirelli acquistate da MCI dalla sua interessenza in trasparenza in Camfin. Infatti, l'obiettivo dichiarato da MCI, e testimoniato da numero documenti di lavoro rinvenuti attraverso gli accertamenti ispettivi, era di acquisire una partecipazione in Pirelli almeno pari a quella ad essa riferibile in trasparenza (6,7%) investendo i proventi della cessione delle azioni Camfin e il corrispettivo della quota di debito di Camfin ad essa riferibile. Considerata la non modificabilità di questi due elementi, essendo la quota di debito un dato certo (95 euro/mln.) e i proventi derivanti dalla cessione delle azioni Camfin fissati per via del commitment massimo stabilito dalle banche(160 euro/mln.), l'unica variabile della transazione per stabilire la percentuale di azioni Pirelli acquistabile da MCI era rappresentata dal prezzo per azione di Pirelli. Il prezzo che avrebbe consentito a MCI di ottenere esattamente la quota di Pirelli corrispondente alla sua quota attuale in trasparenza (6,7%) era 8 euro .

Ne discende che l'incremento del quantitativo di azioni Pirelli poi effettivamente acquistato da MCI è stato reso possibile proprio dalla riduzione del prezzo per azione Pirelli da euro 8,00 a euro 7,80, ciò che rappresenta a parere degli Uffici il vantaggio “minimo” percepito da MCI a fronte della cessione delle azioni Camfin al prezzo di euro 0,80 per azione, atteso che tale vantaggio assumerebbe dimensioni più consistenti se valutato rispetto all'andamento dei prezzi di mercato di Pirelli nei periodi antecedenti la conclusione dell'operazione.

9. Conclusioni

Dalla citata ricostruzione risulta che MCI e Marco Tronchetti Provera (anche con l'apporto di Unicredit) hanno convenuto che la determinazione del corrispettivo per la cessione delle azioni Camfin detenute da MCI comprendesse una componente rappresentata dal prezzo di cessione di tale partecipazione e una componente rappresentata dallo “sconto” sull'acquisto della Partecipazione Pirelli da parte di MCI; i soggetti venditori di quest'ultima (Allianz e Fondiaria) hanno svolto un ruolo di supporto all'operazione.

In tal modo, sia l'acquirente (MTP) che il venditore (MCI) della partecipazione in Camfin hanno conseguito vantaggi dalla collusione, il primo in termini di minore prezzo dell'Offerta e il secondo in termini di minore prezzo per l'acquisizione della partecipazione in Pirelli.

9.1. Quanto all'individuazione di un prezzo delle azioni Camfin che rifletta le condizioni effettive a cui è avvenuta la transazione, si ritiene che questo debba essere determinato prendendo in considerazione l'operazione nel suo complesso e in particolar modo la sottovalutazione del prezzo di cessione della Partecipazione Pirelli a MCI. Tale sottovalutazione costituisce infatti una stima del sovrapprezzo che avrebbe dovuto essere pagato per la cessione delle azioni Camfin per consentire a MCI di ricevere lo stesso vantaggio economico.

Tale sottovalutazione può essere stimata, quantomeno, nella differenza tra il prezzo che MCI avrebbe dovuto pagare per le azioni Pirelli “nella logica della conversione” (Euro 8,00) e il prezzo effettivamente pagato (Euro 7,80).

Valorizzando a Euro 8,00 la Partecipazione Pirelli si ottiene un controvalore di circa Euro 266 milioni, superiore di Euro 6,6 milioni rispetto agli Euro 259 milioni effettivamente pagati da MCI valorizzando le azioni Pirelli a Euro 7,8 euro. La somma di Euro 6,6 milioni costituisce, pertanto, il vantaggio conseguito da MCI in termini di minor prezzo pagato per le azioni Pirelli. Se questo vantaggio avesse assunto la forma di un aumento del prezzo delle azioni Camfin ciò avrebbe comportato un prezzo di cessione da MCI pari a Euro 0,83 (invece di quello di Euro 0,80 effettivamente pagato): dividendo l'ammontare di Euro 6,6 milioni per le 200,7 milioni di azioni Camfin acquistate si ottiene, infatti, un extra prezzo pari a Euro 0,03 euro per azione.

9.2. La valutazione di Camfin a Euro 0,83 per azione appare, peraltro, maggiormente in linea con le valutazioni, prima dell'applicazione del cosiddetto holding discount, condotte dagli analisti finanziari che hanno compiuto studi su Camfin nel periodo giugno-agosto 2013 (Equita SIM S.p.A., Banca Aletti & C. S.p.A. e Mediobanca S.p.A.) e dagli advisor incaricati dal Consiglio di Amministrazione della stessa Camfin e dai suoi amministratori indipendenti (rispettivamente, Leonardo & Co. S.p.A. e JP Morgan) nell'ambito dell'Offerta.

Sulla base di quanto sopra riportato (cfr. par.5) in merito alla inapplicabilità al caso di specie dell'holding discount, si è ritenuto di prendere in considerazione unicamente le valutazioni di Camfin che non tengono conto dell'holding discount, e tra queste, le sole valutazioni contenute nei pareri degli esperti incaricati, nell'ambito dell'Offerta, dal Consiglio di Amministrazione e dagli amministratori indipendenti di Camfin.

Si ritiene, infatti, che le valutazioni formulate dagli esperti indipendenti, in considerazione della loro maggiore affidabilità – derivante dall'utilizzo di una pluralità sia di metodologie di calcolo del valore di Camfin (a valori di borsa ovvero al NAV) sia di criteri di valutazione delle azioni Pirelli, che costituiscono l'asset principale di Camfin stessa – e della loro “validazione” da parte degli amministratori di Camfin⁶⁰, possano essere considerate, ai fini della presente ricostruzione, elementi oggettivi idonei alla individuazione del valore effettivamente attribuito a tale società nell'ambito dell'operazione.

La scelta di non utilizzare le valutazioni contenute negli studi pubblicati dagli altri analisti finanziari si fonda sulla circostanza che dette valutazioni si basano su un unico metodo di determinazione del NAV di Camfin: in un caso, è stato, infatti, utilizzato come valore delle azioni Pirelli il prezzo di mercato ad una sola data (studio di Equita SIM S.p.A.), in altro caso, il target price attribuito alle azioni Pirelli dallo stesso analista (studio di Banca Aletti & C. S.p.A.), in un ultimo caso non è, invece, stato esplicitato il metodo utilizzato (studio di Mediobanca S.p.A.).

Peraltro, ancorché si ritenga che, anche in ragione della loro minore completezza sotto il profilo metodologico, le valutazioni degli altri analisti finanziari - contenenti valori stimati di Camfin ben più elevati - non possano fornire informazioni puntuali sulla valutazione compiuta dalle parti ai fini dell'attribuzione del valore di Euro 0,80, si rileva che le stesse evidenziano, comunque, la presenza di un sentiment del mercato fortemente orientato a ritenere sottovalutato il prezzo di Euro 0,80 per azione Camfin.

9.3. Come risulta nella tabella di seguito riportata, dall'esame delle valutazioni contenute

⁶⁰ Le conclusioni della valutazione di JP Morgan sono state “condivise e fatte proprie” da parte degli amministratori indipendenti di Camfin nel relativo parere rilasciato nell'ambito dell'Offerta. Delle valutazioni di Leonardo & Co. Il consiglio di amministrazione ha dichiarato di averne “tenuto conto” nella determinazione del parere favorevole sull'offerta.

nei pareri degli esperti incaricati da Camfin è emerso un NAV medio della società compreso tra Euro 0,83 ed Euro 0,86⁶¹ per azione⁶².

VALORE PER AZIONE CAMFIN										
Esperti Indipendenti						Analisti				
Leonardo & Co.			J. P. Morgan			Equita	Banca Aletti	Mediobanca		
Valore	Peso	Valore pond.	Valore	Peso	Valore pond.					
A VALORI DI BORSA										
0,79	1,0	0,79	-	-	-	-	-	-	-	
A NAV										
0,81	1,00	0,81	0,83	1,00	0,83	0,95	-	-	0,91	
DCF										
0,78	1,00	0,78	-	-	-	-	-	-	-	
Multipli di mercato										
0,89	0,50	0,45	1,02	0,50	0,51	-	-	-	-	
Target Prices										
0,99	0,50	0,50	1,06	0,50	0,53	-	-	1,17	-	
Acquisto Pirelli da MCI										
-	-	-	0,71	1,00	0,71	-	-	-	-	
MEDIA PONDERATA		4,0	0,83	3,00	0,86	-	-	-	-	
VALORI PUNTUALI						0,95	1,17	0,91	-	

Nota: le valutazioni compiute dagli esperti indipendenti sono state pubblicate in data 19 luglio 2013, mentre gli studi degli analisti finanziari sono stati pubblicati tra il 5 e il 21 giugno 2013.

In conclusione, si ritiene che il valore effettivamente riconosciuto a MCI nell'ambito della complessiva e unitaria operazione – e, pertanto, il prezzo che dovrà essere inteso quale corrispettivo dell'Offerta in quanto prezzo più alto pagato – possa determinarsi, quantomeno, in Euro 0,83 (valore che riflette una valutazione delle azioni Pirelli pari a Euro 8,00 – prezzo preso a riferimento nelle varie ipotesi di accordo al fine di garantire a MCI l'acquisizione in trasparenza della quota già detenuta indirettamente in Pirelli.

Tale prezzo corrisponde, altresì, al valore minimo, calcolato sulla base della valutazione del NAV di Camfin, della forchetta individuata nei pareri degli esperti indipendenti e si colloca all'interno delle medie del prezzo di mercato di Camfin nel mese e nei tre mesi precedenti il 5 giugno 2013 (data di conclusione dell'operazione), pari rispettivamente a euro 0,85 e euro 0,82, periodo che si ritiene il più idoneo per esprimere la valutazione del mercato di Camfin non considerato l'holding discount che, per i motivi sopra indicati e come confermato dallo stesso andamento di mercato, non dovrebbe influenzare il valore di una holding in presenza di aspettative di un cambiamento del controllo.”

* * *

⁶¹ Il valore medio risultante dalle valutazioni degli esperti è stato calcolato prendendo in considerazione tutte le stime del NAV compiute secondo le diverse metodologie attribuendo un fattore di ponderazione pari a 1 a quelle realizzate utilizzando le metodologie il cui livello di significatività è stato valutato come “elevato” da Leonardo & Co., e un fattore pari a 0,5 per quelle il cui livello di significatività è stato valutato come “medio” (sempre da Leonardo & Co.). Alla stima effettuata da JP Morgan, basata sul valore di acquisizione della partecipazione in Pirelli, è stato attribuito il fattore di ponderazione 1 in assenza di valutazioni sul relativo livello di significatività.

⁶² Dalle valutazioni contenute negli studi degli analisti finanziari risulta, invece, un NAV (valore puntuale) di Camfin compreso tra Euro 0,91 ed Euro 1,17 per azione.

1.2. Le osservazioni presentate dall'Offerente

Con nota prot. n. 75351/13 del 19 settembre 2013 – che si allega alla presente come appendice che ne costituisce parte integrante e necessaria – Lauro 61 ha trasmesso, ai sensi dell'art. 47-*sexies*, comma 5, del Regolamento Emittenti, le proprie osservazioni (la “**Memoria Difensiva**”) in merito agli elementi illustrati dalla Consob con la Comunicazione, avuto particolare riguardo:

- A. alla documentazione utilizzata dalla Consob e posta a fondamento della ricostruzione dell'operazione;
- B. al metodo utilizzato dalla Consob per l'accertamento della condotta collusiva;
- C. alla ricostruzione giuridica della fattispecie della “*collusione*”;

nonché ad alcune assunzioni in fatto poste alla base della Comunicazione, in particolare:

- I. che la negoziazione tra MCI e MTP di un prezzo d'offerta per le azioni Camfin sia stato effettivamente composto da un doppio corrispettivo;
- II. che vi sia stata collusione e concerto tra le parti dell'operazione;
- III. che vi siano componenti di prezzo aggiuntive in relazione al prezzo di cessione delle azioni Camfin;
- IV. che il prezzo delle azioni Pirelli non sia stato convenuto (sottostimandolo) dai venditori con l'acquirente MCI ma determinato dai soci dell'Offerente

* * *

1.3. L'Audizione innanzi alla Commissione richiesta dall'Offerente

In data 23 settembre 2013, si è tenuta, su richiesta dell'Offerente del 20 settembre 2013, un'audizione dei legali rappresentanti dell'Offerente e dei suoi consulenti legali innanzi alla Commissione (l'“**Audizione**”).

Nel corso dell'Audizione l'Offerente, dopo avere formulato talune osservazioni in ordine all'interpretazione seguita dalla Commissione nel dar corso all'avvio del procedimento di aumento del prezzo dell'Offerta, in linea con quanto già rappresentato nella Memoria Difensiva ha, in particolare, espresso considerazioni sui seguenti documenti citati nella Comunicazione:

1. documento di Unicredit “*IC Minutes – Investment in Camfin/Pirelli – Direct Investment (Date: 21 May 2013)*” (documento citato a p. 10 della Comunicazione), rappresentando che esso non andrebbe inteso come una dichiarazione in ordine all'improcedibilità dell'operazione nel suo complesso senza l'assenso di MCI, ma, anzi, esso andrebbe inteso in senso contrario; da tale documento emerge che MTP non solo non teme una possibile reazione da parte di MCI ma è altresì convinto che in caso di OPA lo stesso avrebbe comunque conferito la propria partecipazione;
2. verbali delle riunioni del Comitato Investimenti e del Consiglio di Amministrazione di Clessidra tenutesi in data 21 maggio 2013 (documenti citati alle pp. 10 e 11 della Comunicazione), rappresentando che, ancorché in entrambi i verbali sia presente il riferimento alla risoluzione del contenzioso in essere con MCI, si tratta di due deliberazioni di Clessidra datate 21 maggio 2013, e, quindi, in un momento in cui l'operazione prospettata era identificabile in una scissione di Camfin. Pertanto il documento medesimo deve essere inteso esclusivamente come riferito a tale ipotesi, avendo poi Clessidra deliberato sull'operazione definitiva altre due volte;

3. le annotazioni di un funzionario di Unicredit alla bozza di accordo denominata “*Linee Guida di una possibile operazione*” datata 28 maggio 2013 e inviata a MCI, indicando che le stesse sono state redatte da un esponente non apicale di Unicredit il quale non ha sottoposto le stesse al Sig. Marco Tronchetti Provera o ai suoi legali;
4. corrispondenza email tra il Sig. Giorgio Bruno, il Sig. Marco Tronchetti Provera e il Sig. Francesco Chiappetta del 29 maggio 2013 (documento citato a p. 14 della Comunicazione), osservando che tali email riferivano soltanto che MCI aveva deciso l’investimento in azioni Pirelli e Lauro 61 l’acquisto di azioni Camfin indipendentemente l’una dall’altra e che l’entità dell’investimento di MCI in Pirelli era da parametrare ai proventi che sarebbero stati ricavati dalla cessione delle azioni Camfin;

* * *

2. Considerazioni della Consob sulla Memoria Difensiva e sull’Audizione

2.1. Considerazioni sulla Memoria Difensiva

2.1.1. Le considerazioni formulate dall’Offerente nella Memoria Difensiva al punto A relativo alla “*documentazione utilizzata dalla Consob*” e posta a fondamento della ricostruzione dell’operazione e al punto I circa l’effettiva sussistenza di un “*doppio corrispettivo*”, volte essenzialmente ad evidenziare una ricostruzione alternativa dello svolgimento delle trattative e la non riconducibilità ad un’unica operazione delle due compravendite, non appaiono condivisibili alla luce del quadro fattuale risultante agli atti.

Infatti, dalla documentazione acquisita dalla Consob, emerge in sintesi che si è svolta una trattativa articolata nei seguenti passaggi:

1. già nel maggio 2012, erano intercorsi tra il sig. Tronchetti Provera e il sig. Vittorio Malacalza incontri e scambi di bozze di un possibile accordo volto a far uscire MCI dalla compagine sociale di Camfin e a far acquistare alla stessa MCI azioni Pirelli (da soggetti terzi, aderenti o esterni al Sindacato di Blocco Azioni Pirelli & C. S.p.A., “Patto Pirelli”) e a definire una reciproca collaborazione tra le due parti direttamente nella società quotata industriale; sebbene tale ipotesi di operazione non sia poi andata a buon fine in tutti i termini indicati per il serio deterioramento delle relazioni fra le parti, da tali pattuizioni si evince la volontà, immanente sin da principio, di MCI di acquisire le azioni Pirelli a fronte della dismissione di azioni Camfin;
2. nel periodo dicembre 2012–marzo 2013, hanno avuto luogo incontri con MCI e sono state elaborate da MTP e Unicredit diverse ipotesi di possibili operazioni in grado di consentire la definizione della situazione di stallo dovuta al crescente disaccordo tra le parti;
3. nei mesi di aprile e maggio 2013, è stata presa in esame un’ulteriore ipotesi di operazione nella quale sono stati coinvolti, in qualità di investitori, Unicredit, Intesa e Clessidra, volta al riassetto dell’azionariato di Camfin tramite l’acquisizione da parte di una società veicolo delle partecipazioni della stessa Camfin a un prezzo massimo di euro 0,80 per azione (anche in vista del riverbero di tale prezzo sulla successiva promozione di un’offerta pubblica di acquisto), unita ad una ipotesi di scissione della parte di patrimonio corrispondente alla

partecipazione di MCI ;

4. gli investitori avevano individuato quale fattore di rischio dell'operazione la presenza di MCI in quanto socio detentore di una partecipazione rilevante di minoranza con cui esisteva un contenzioso: l'eliminazione di tale rischio era stata prevista quale condizione per il via libera all'operazione da parte del consiglio di amministrazione di Clessidra che in un verbale del 21 maggio 2013, fondato sul conforme parere del Comitato Investimenti di Clessidra (cfr. documento citato a p. 10 della Comunicazione), la propria *“favorevole valutazione [...] sull'assunto che le operazioni propedeutiche all'investimento (che rientrano nella esclusiva responsabilità della controparte e includono la definizione dei rapporti e del contenzioso in essere con Malacalza Investimenti) si realizzino prima dell'assunzione di qualsiasi obbligo contrattuale da parte di Clessidra [...] in tempi, con modalità e condizioni compatibili con l'ipotesi di investimento discussa”* (cfr. documento citato a p. 11 della Comunicazione);
5. detta ipotesi di operazione avrebbe dovuto essere presentata a MCI nel corso di una riunione convocata dal sig. Tronchetti Provera per il 23 maggio 2013 (che, in una email dello stesso giorno, già esprime considerazioni relative alla presumibile richiesta di MCI di ricevere azioni Pirelli, cfr. documento citato a p. 11 della Comunicazione); a tale riunione MCI ha rifiutato di partecipare motivando in una lettera del 23 maggio 2013 indirizzata a MTP tale determinazione a non aderire alla proposta formulata sulla base delle *“sopravvenute circostanze che hanno mutato radicalmente [...] i termini del nostro interesse all'acquisizione delle azioni di Camfin”* (cfr. documento citato a p. 11 della Comunicazione);
6. a partire dal 23 maggio 2013, si profila, come nuova ipotesi allo studio delle parti, la possibilità di far acquistare a MCI una quota in Pirelli, di proprietà anche di altri soggetti individuati dalle parti, con i proventi della cessione delle azioni Camfin. In particolare, tale nuova soluzione, è proposta da Unicredit e Clessidra che si adoperano per studiare le modalità più opportune per dar luogo a tale trasferimento in ragione della volontà degli stessi soggetti finanziatori di proseguire le trattative dell'operazione perseguendo una risoluzione del conflitto tra MCI e MTP acuitosi nel corso del tempo e la cui permanenza era ritenuta pericolosa per il buon esito dell'operazione (in proposito, un funzionario di Unicredit con funzioni di responsabilità nell'operazione in una email del 23 maggio 2013 si esprime nei seguenti termini *“we have been working on a solution and not on a fight, making it clear that missing certain conditions, we could have changed our commitment”* – cfr. documento citato a p. 12 della Comunicazione). Detto trasferimento, in uno scambio di email del 23 e 24 maggio 2013 tra funzionari di Unicredit, viene delineato come un vero e proprio scambio di azioni Camfin per azioni Pirelli (*“exchange Malacalza stake in C with P shares”* – cfr. documento citato a p. 12 della Comunicazione);
7. nel corso di un incontro, in data 28 maggio 2013, con Federico Ghizzoni (Amministratore Delegato di Unicredit), Vittorio Malacalza – come chiarito nelle Note Difensive – ha fornito *“una preliminare indicazione delle proprie richieste, prospettando il proprio interesse ad acquisire una partecipazione non inferiore al 6,7% del capitale sociale di Pirelli”* (pari a quella precedentemente detenuta in trasparenza) e ribadito – come riferito dalla stessa MCI in una nota di risposta del 16 luglio 2013 ad una richiesta Consob ai sensi dell'art. 115 del TUF, cfr. documento citato a p. 23 della Comunicazione – che *“il significato e la finalità industriale del proprio investimento – essenzialmente riferiti a Pirelli [...] – escludevano qualsiasi soluzione diversa dalla “conversione” delle proprie partecipazioni in [...] Camfin in una proporzionale partecipazione in Pirelli”*

8. al termine di tale incontro, Unicredit ha trasmesso al sig. Malacalza il testo della bozza di accordo discusso nel corso della riunione e denominato “*Linee Guida di una possibile operazione*” in cui si rinveniva la prospettazione sia della cessione delle azioni Camfin che dell’acquisto di azioni Pirelli da parte di MCI con la stessa provvista proveniente dalla cessione di azioni Camfin “*ad un prezzo unitario non maggiore di 8 euro*” (cfr. documento citato a p. 13 della Comunicazione);
9. nei giorni successivi, come affermato nelle Note Difensive (cfr. documento citato a p. 15 della Comunicazione) “*intervenivano ulteriori contatti [di Unicredit] con UBS e MCI in esito ai quali veniva trasferita a Unicredit una più precisa indicazione delle intenzioni di MCI: acquistare un numero di azioni Pirelli complessivamente rappresentative del 6,885% del capitale della società stessa*” e, dunque, una percentuale superiore a quella precedentemente detenuta in trasparenza (pari al 6,70%), traendo un vantaggio economico ulteriore dalla transazione rispetto a quanto originariamente prospettato da Unicredit nelle “*Linee Guida di una possibile operazione*”; che l’obiettivo di MCI che si andava delineando fosse quello di ottenere un beneficio in termini di sconto sul prezzo delle azioni Pirelli (in funzione di acquistarne una percentuale superiore di quella originariamente posseduta in trasparenza tramite Camfin) emerge anche da un documento di sintesi dei termini economici dell’operazione trasmesso il 30 maggio 2013 dall’*advisor* finanziario di MTP (Lazard S.p.A., “Lazard”) a Unicredit da cui si evince altresì che con tale maggiore quota azionaria il correlativo prezzo delle azioni Pirelli sarebbe stato euro 7,80; come si evince dalla corrispondenza interna tra i soci dell’Offerente, tale prezzo ingloba uno sconto a MCI rispetto al prezzo di mercato del momento nonché di quello medio a tre mesi (prezzo indicato dal Patto Pirelli per la possibilità di recedere dallo stesso);
10. successivamente al predetto incontro del 28 maggio 2013, posta anche la dichiarata indisponibilità di MTP a cedere le azioni Pirelli di proprietà di Camfin – per non diluirne la partecipazione – si svolgono ulteriori e intense attività negoziali che coinvolgono Unicredit e MTP (con il proprio *advisor* finanziario, Lazard) da una parte e MCI (con il proprio *advisor* UBS) dall’altra. In particolare, MTP e Unicredit individuano tra gli aderenti al Patto Pirelli i potenziali venditori della partecipazione in Pirelli da trasferire a MCI e li contattano per apprenderne l’effettiva disponibilità alla cessione per il quantitativo e al prezzo che stava emergendo dalle trattative in corso. Tali soggetti vengono, identificati in Allianz e Fonsai (e, inizialmente, anche in Generali che ha, poi, rifiutato la proposta trasmessagli da MTP non ritenendo accettabile il prezzo propostogli come dichiarato alla Consob nella nota di risposta ad una richiesta formulata ai sensi dell’art. 115 del Tuf – cfr. documento citato a p. 7 della Comunicazione) e contattati, rispettivamente, da MTP e Unicredit;
11. in data 30 maggio 2013, viene delineata una nuova bozza di “*Term Sheet MC UC*” in cui sono riassunti i termini essenziali dell’accordo che si va delineando con il sig. Malacalza. In tale documento viene, tra l’altro, delineato: (i) il ruolo svolto da Unicredit che “*al fine di realizzare l’Operazione secondo i termini illustrati, [...] ha raccolto la disponibilità di alcuni degli attuali aderenti al Sindacato di blocco Pirelli di cedere in tutto o in parte la propria partecipazione nella stessa P&C, a condizioni coerenti con quanto stabilito*” e (ii) la previsione che MCI e MTP “*rinunceranno con apposita transazione tombale a tutte le cause in essere*” (cfr. documento citato a p. 16 della Comunicazione);
12. la sera dello stesso 30 maggio 2013, viene trasmessa da parte di MCI alle proprie controparti

il testo di una ulteriore bozza di accordo oggetto di interlocuzione relativo ad un'ipotesi di permuta di azioni Camfin-Pirelli che avrebbe dovuto avere ad oggetto il 6,88% del capitale di Pirelli nonché lo stralcio del contenzioso pendente tra le parti (cfr. documento citato a p. 16 della Comunicazione). Come rappresentato da MCI alla Consob nella nota di risposta ad una richiesta ai sensi dell'art. 115 del Tuf (cfr. documento citato a p. 16 della Comunicazione), “[d]etta proposta non è stata condivisa dalla controparte [...]: per volontà, non negoziabile, del soggetto acquirente delle partecipazioni in GPI e Camfin, l’operazione si è dunque configurata come mera compravendita di tali partecipazioni ed è venuta meno la stessa ipotesi di cessione, da parte del medesimo soggetto, della partecipazione in Pirelli pari al 4,2% del capitale della stessa, che pure, come si è detto, era menzionata nel testo delle “linee guida”. D’altra parte, Malacalza Investimenti è rimasta ferma nella propria decisione di non cedere le proprie partecipazioni in GPI e Camfin se non avesse contestualmente acquistato la corrispondente partecipazione in Pirelli”;

13. dopo la mancata condivisione della bozza proposta da MCI in data 30.5.2013, la trattativa continua tra le stesse parti, concludendosi successivamente con l’esatta definizione dell’entità della partecipazione in Pirelli da trasferire a MCI e del relativo prezzo, avendo contestualmente acquisito la disponibilità a cedere le rispettive partecipazioni dalle compagnie assicurative componenti del patto Pirelli Allianz (in data 1° giugno 2013) e Fonsai (in data 2 giugno 2013);
14. in questa fase, successivamente al rifiuto di precedenti ipotesi negoziali, MCI alza le proprie pretese chiedendo di acquistare non più il 6,7% ma il 7% circa di Pirelli, con la conseguenza di percepire uno sconto ulteriore rispetto a quello già implicito nella valorizzazione di Pirelli a euro 8,00;
15. fin dal 1° giugno vengono finalizzati i documenti attraverso i quali le tre compagnie assicurative avrebbero dovuto chiedere lo svincolo delle partecipazioni detenute in Pirelli e conferite al Patto e comunicati all’advisor di MCI, UBS, i nominativi dei pattisti cedenti;
16. solo dal 2 giugno, cominciano i contatti tra esponenti di MCI e dei venditori unicamente per l’espletamento delle formalità necessarie al *closing* (ad esempio, nella risposta alla richiesta ex art. 115 formulata dalla Consob Generali ha dichiarato di non aver avuto alcun contatto con MCI, il che conferma che i contatti sono successivi all’accettazione della proposta da parte dei venditori);
17. a seguito dell’approvazione formale da parte dei consigli di amministrazione delle società coinvolte nella cessione, il 5 giugno 2013, viene dapprima trasferita la partecipazione in Pirelli a MCI al prezzo di euro 7,80 per azione e subito dopo viene concluso il trasferimento da MCI all’Offerente delle azioni Camfin al prezzo di euro 0,80 per azione.

Pertanto:

- la trattativa si è svolta in unica sede tra il socio di controllo dell’offerente nonché presidente e principale socio del patto Pirelli (MTP, anche tramite Lazard) ed Unicredit (socio dell’offerente ed operante di concerto con lui), da un lato, e MCI (anche tramite UBS),
- come emerge dalla semplice descrizione dello svolgimento delle trattative, la vendita di azioni Camfin e l’acquisto di azioni Pirelli sono state sempre considerate unitariamente,

come parte della medesima operazione (tale correlazione è, ad esempio, formalizzata nelle “Linee guida di una possibile operazione” inviate il 28 maggio 2013 da Unicredit a MCI);

- fin dal 28 maggio 2013, data di inizio dell’ultima fase delle trattative, MCI ha reso noto a Unicredit che non avrebbe proceduto alla vendita di azioni Camfin in mancanza del contestuale acquisto di una partecipazione in Pirelli “*corrispondente alla propria partecipazione “in trasparenza” in tale Società per il tramite di GPI e Camfin*”; emerge dai documenti che era circostanza nota a tutte le parti coinvolte nella transazione che MCI non avrebbe venduto le azioni Camfin senza l’accordo su Pirelli;
- in esito alle negoziazioni volte a definire l’assetto finale dell’operazione, al più tardi in data 2 giugno 2013, l’accordo delle parti si è attestato sull’acquisto, da parte di MCI, di una partecipazione in Pirelli pari al 6,98% ad un prezzo pari a euro 7,80;
- l’operazione poi conclusasi comprende (anzi si fonda su) un accordo con MCI che ha, come presupposto negoziale essenziale – civilisticamente riconducibile alla “causa del contratto” più che ai “motivi” – l’acquisizione da parte di MCI di una partecipazione in Pirelli che, ad una data fase delle trattative si delinea in una misura pari a circa il 7% del capitale sociale (inglobando uno sconto rispetto al prezzo attribuito alle stesse azioni implicitamente attraverso la valorizzazione a euro 0,80 di Camfin);
- nella fase delle trattative, come già indicato nella Comunicazione, il dott. Tronchetti Provera e Unicredit:
 - a. individuano i venditori di azioni Pirelli tra gli aderenti al Patto (presieduto dal sig. Tronchetti Provera e a cui partecipava la stessa Camfin da lui controllata detenendone la maggioranza relativa, circa 44,64%) che, in ragione dei vincoli pattizi, potevano avere aspettative di vendita ad un prezzo anche inferiore a quello di mercato e che vengono coinvolti solo a valle delle trattative con MCI;
 - b. conducono autonomamente la trattativa con MCI;
 - c. definiscono in tale ambito nei minimi dettagli, quantitativi, prezzi nonché la documentazione utile allo svincolo delle azioni Pirelli;
 - d. comunicano l’esito di tale trattativa ai potenziali venditori i quali non svolgono alcuna autonoma attività negoziale ma possono unicamente accettare o rifiutare;
- gli incontri e gli scambi di documenti tra MTP, Lazard, Unicredit e MCI pervengono nei giorni tra il 28 maggio e al più tardi il 2 giugno a stabilire tutti i dettagli della vendita (quantitativi, controparti, attribuzione dei quantitativi ai venditori, prezzo); tali dettagli vengono comunicati ai venditori (senza ufficialmente fare *disclosure* dell’identità del compratore fino al 30 maggio a Fonsai e fino al 1° giugno ad Allianz) che fanno sapere, prima di prendere contatti con MCI ed UBS la propria intenzione di accettare; i contatti intercorsi con UBS sono successivi alla chiusura delle trattative e puramente esecutivi dell’accordo già raggiunto;
- in questo contesto le bozze non accettate (quale, ad esempio, quella sulla permuta del 30.5.2013) sono indizio dell’oggetto della trattativa in corso e non dell’effettiva sua conclusione che, comunque, avviene in quella sede e non successivamente con Allianz e Fonsai;
- nel riassetto della struttura proprietaria di Camfin, è stato perseguito e poi realizzato

l'intento di una composizione del conflitto in essere fra MTP e MCI, voluta in particolare dai soggetti finanziatori che vedevano in tale conflitto un fattore di rischio dell'operazione;

- il trasferimento da MCI all'Offerente delle azioni Camfin al prezzo di euro 0,80 per azione avviene solo successivamente al buon fine dell'operazione di trasferimento della partecipazione in Pirelli a MCI al prezzo di euro 7,80 per azione, posta la assoluta inscindibilità per MCI tra le due operazioni (come riportato in una mail del 4 giugno 2013 tra Ghizzoni e un funzionario con responsabilità operative di Unicredit, "*finche non vedevano le azioni Pirelli [...] [i Malacalza] non firmavano. Contratti sul tavolo...*").

2.1.2. Anche le osservazioni formulate ai punti 2 e 3 della Memoria Difensiva sul metodo attraverso cui la Consob può accertare la "collusione" e sulla nozione giuridica di "collusione" non appaiono condivisibili per le seguenti ragioni.

Si ha "accertamento" in ogni caso in cui l'Autorità ritiene che un determinato fatto si sia verificato sia in materia sanzionatoria, che nell'individuazione della ricorrenza dei presupposti di un'offerta pubblica di acquisto obbligatoria, o di comportamenti degli intermediari o degli offerenti su cui l'Autorità ha il potere di intervenire con provvedimenti amministrativi. Ogni "accertamento" ha proprie caratteristiche e particolarità (ad esempio, diverso è verificare la "diffusione" di un titolo in base a parametri numerici rispetto all'accertare se un patto non dichiarato sia stato concluso). È, comunque, con riguardo al fenomeno dell'accertamento e non ad altri che la giurisprudenza ordinaria e amministrativa ha, ormai pacificamente, riconosciuto la possibilità per l'autorità di ricorrere, come di prassi nell'accertamento di condotte diverse da quelle pubblicamente dichiarate, a "presunzioni" e ragionamenti logico-deduttivi; il metodo presuntivo è riconosciuto in via generale utilizzabile dalla Consob sia nell'attività di vigilanza (cfr., ad esempio, Tar del Lazio n. 13744/2009, caso Magiste International) sia in sede sanzionatoria (cfr. *ex multis*, Corte di Cassazione, Sez. Unite, 30-09-2009, n. 20937);

Le suddette presunzioni devono essere fondate su un *iter* logico e argomentativo coerente e ragionevole ma non rispondono, come diversamente argomentato nella Memoria, alle regole civilistiche sulle presunzioni posto che nell'esercizio del potere di aumento del prezzo dell'OPA non si tratta di ricostruire contenuti civilistici di un contratto al fine di chiedere l'adempimento di una prestazione, ma di ricostruire *ex post* ad opera non di una parte ma di un'"autorità terza" se vi sia stato un comportamento diverso da quello dichiarato. Tale considerazione non esclude, peraltro, che nel caso di specie vi siano comunque elementi "gravi, precisi e concordanti" che fanno ritenere intervenuta la collusione, sulla base di quanto già riferito in fatto e di quanto più avanti si dirà circa la nozione di "collusione".

Va in proposito considerato che la "collusione" è una fattispecie prevista dall'ordinamento (cfr. art. 106, comma terzo, lettera d), n. 2, del Tuf, ai sensi del quale "*l'offerta, previo provvedimento motivato della Consob, è promossa ad un prezzo superiore a quello più elevato pagato purché ciò sia necessario alla tutela degli investitori e ricorra almeno una delle seguenti circostanze: [...] 2) vi sia stata collusione tra l'offerente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo e uno o più venditori*") e che, nel caso in esame, la Consob non ha proceduto ad alcuna interpretazione "analogica" o "estensiva", ma ha proceduto a verificare, in fatto, se la condotta posta in essere dalle parti coinvolte nell'operazione integrasse una ipotesi di "collusione" tra l'Offerente (o i soggetti con il medesimo agenti di concerto) e il venditore.

Come già rappresentato nella Comunicazione la scelta del legislatore di usare la nozione di

“collusione” va nel senso di dare rilievo ad una vasta gamma di fenomeni, caratterizzati principalmente dall’obiettivo che si mira a realizzare e comprende, pertanto, ogni tipo di accordo che riesca a “riconoscere” al venditore un corrispettivo per le azioni dal medesimo cedute più alto di quello pagato dall’offerente.

Tale impostazione – scelta dal legislatore, nel momento in cui ha dato rilievo ad ogni “collusione” e non dalla Consob – non collide con la Direttiva 2004/25/CE in materia di offerte pubbliche di acquisto, in quanto è chiaramente indicato agli operatori e al mercato che non è consentito attribuire al venditore alcuna utilità ulteriore o vantaggio economicamente apprezzabile che sia funzionalmente collegato alla vendita, senza poi farlo rientrare nel prezzo d’offerta; pertanto, l’ipotesi è, pur nella sua ampiezza, determinata.

In proposito, il documento di consultazione che ha preceduto l’adozione delle modifiche regolamentari apportate per dare attuazione alla delega contenuta nell’art. 106, comma 3, lettera d), n. 2, del Tuf ha elencato una casistica limitata di ipotesi di modifica del prezzo dell’OPA; in questo contesto l’esempio dell’occultamento di parte del corrispettivo dell’acquisizione della partecipazione in un contratto di compravendita di immobili collaterale alla compravendita di azioni indicato nel documento di consultazione sconta la difficoltà di prevedere ipotesi del genere attestandosi sul caso più semplice da ipotizzare in teoria.

In realtà, il caso indicato nel documento di consultazione ha un valore essenzialmente “monitorio” essendo evidente l’estrema difficoltà per l’Autorità di venire a conoscenza di operazioni collaterali non dichiarate, laddove, invece, un caso più facilmente riconducibile alla lettera della norma è quello in cui (come nel caso di specie) all’interno della medesima negoziazione che prevede la vendita delle azioni oggetto di OPA entra in gioco la sua connessione con un’altra operazione.

La rilevata ampiezza della nozione di collusione rilevante consente di farvi rientrare anche determinati casi in cui il riconoscimento di un vantaggio ulteriore al venditore non è direttamente riconosciuto dall’offerente ma da soggetti diversi, ove sussistano tra i “terzi” e l’Offerente (o soggetti operanti di concerto con lui) i relazioni speciali che possano, in casi specifici, far ritenere le operazioni, fra i terzi e il venditore, esecutive della collusione realizzata tra l’Offerente e il venditore.

2.1.3. Con riguardo alle osservazioni formulate al punto II della seconda parte della Memoria Difensiva in relazione alla individuazione nella fattispecie in esame di una “collusione” o di un “concerto” si ribadisce che nel caso di specie sussistono diverse peculiarità che fanno ritenere rilevante, ai fini del riconoscimento di un corrispettivo a MCI, la vendita operata dai pattisti su Pirelli Allianz e Fonsai.

Rileva in proposito che l’operazione in esame realizza il riassetto del controllo su Pirelli attraverso la riconduzione della principale partecipazione sindacata (quella detenuta da Camfin) al controllo (solitario di diritto) di MTP (affiancato da partner finanziari e industriali) ed il rafforzamento del peso di Camfin sul patto.

In tale o ambito, l’accordo con MCI costituisce un obiettivo funzionalmente perseguito non soltanto da quei pattisti Pirelli (e loro alleati) che stanno realizzando l’operazione su Camfin ma anche da tutti i pattisti Pirelli, in quanto il superamento dei contrasti in corso è alla valorizzazione della loro partecipazione (sia che intendano vendere sia che intendano restare nel patto e nell’azionariato).

E' in questo contesto che, come già chiarito nella Comunicazione, il Patto Pirelli, nel suo complesso (all'interno del quale MTP gioca un ruolo decisivo e di cui è componente anche Intesa, che agisce di concerto con l'Offerente su Camfin, oltre a società facenti capo ai sigg.ri Benetton, Lucchini e Moratti, anche azionista Camfin, di cui era nota la "vicinanza" alla gestione di Pirelli da parte di MTP) si determina a porre in essere tutto ciò che è necessario per risolvere il conflitto con MCI e svincolare la vendita, accettando di diluirsi complessivamente a favore di MCI, ritenendo comunque preferibile la composizione della situazione.

Pertanto la vendita di Allianz e Fonsai non è la vendita di terzi estranei ma di soggetti terzi che sono oggettivamente interessati alla definizione dell'accordo complessivo e possono vendere soltanto con l'assenso di MTP e di ogni altro paciscente su Pirelli.

A tale ultimo proposito, è corretto ritenere che dal punto di vista giuridico i venditori non sono del tutto liberi nelle loro determinazioni sulla partecipazione detenuta in Pirelli, dal momento che per i vincoli pattizi che hanno accettato la loro volontà di vendere non può inverarsi in un negozio se non con l'autorizzazione del Patto e di ciascun paciscente e, dunque fra gli altri di MTP. Non possono contraddire tale dato fattuale le lettere scambiate tra MTP ed Allianz, visto che il patto era ancora vigente; tali lettere semmai confermano che nella fase delle trattative MTP agiva nella piena consapevolezza di poter contare sulla "quota" dell'assicurazione tedesca; in in tal senso depone anche la circostanza che le trattative con MCI sono state svolte per conto di MTP da Lazard, il cui presidente in Italia è anche il presidente di Allianz Italia.

L'unica libertà di movimento che i venditori di Pirelli hanno nel quadro fattuale emergente è quella di non vendere se il prezzo di euro 7,80 non li soddisfa; nel caso di specie tale libertà ha consentito ad Allianz e Fonsai di vendere in ragione delle loro condizioni soggettive in termini di iscrizione in bilancio o di copertura del rischio (Fonsai) e di "governance" (Allianz aveva già manifestato l'intenzione di uscire con atti a rilevanza esterna; Fonsai ha un socio di controllo solitario ed è partecipata in misura rilevante da Unicredit, che ne è anche il principale finanziatore).

Gli elementi fattuali e di contesto sopra delineati si integrano con le già più volte citate risultanze fattuali e istruttorie, da cui emerge in sintesi che:

- (i) l'acquisto del 7% di Pirelli al prezzo di euro 7,80 era la condizione di MCI per vendere le azioni Camfin a euro 0,80;
- (ii) tale condizione non è un motivo interno ma entra chiaramente a far parte della negoziazione;
- (iii) la negoziazione – anche per la partecipazione Pirelli viene fatta fino alla conclusione dei particolari di entrambe le operazioni tra i soci dell'Offerente, anche per conto dell'Offerente, e MCI.

Inoltre, chi conduce la trattativa individua i venditori sulla base delle informazioni che già ha della propensione alla vendita di ognuno; li contatta e ferma la sua attività non appena raggiunge l'obiettivo, modificando i quantitativi quando Generali rifiuta; opera in modo da velocizzare e semplificare il più possibile l'iter di dismissione, facendo pesare, nel caso di MTP, il proprio ruolo di soggetto determinante. In sostanza, agisce in modo coerente con la sussistenza di un impegno assunto con MCI a realizzare una vendita a quelle condizioni.

Su questa basi, alla luce della nozione di collusione sopra delineata, sussistono elementi sufficienti

per ritenere realizzata una “collusione” consistente in un accordo i cui impegni reciproci sono i seguenti: (i) da una parte l’Offerente e i soggetti agenti di concerto con il medesimo pagano euro 0,80 per azione Camfin e fanno sì che venga venduta a MCI da parte di soci appartenenti al patto Pirelli la partecipazione voluta da MCI a un prezzo inferiore a quello in trasparenza discendente dal valore di euro 0,80 attribuito a Camfin; (ii) dall’altra MCI vende a loro le azioni Camfin;

E’ ad esito di tale accordo che MCI vende le azioni Camfin solo dopo aver acquistato azioni Pirelli a quel determinato prezzo da lui voluto, determinando i presupposti per l’OPA obbligatoria su Camfin.

Non modifica tale conclusione, quanto sostenuto nella Memoria Difensiva circa il lancio di un’OPA volontaria, che sarebbe avvenuto anche qualora non fossero stati trovati i “venditori” a quel prezzo, posto che si tratta di un’ipotesi non verificabile in presenza di un’operazione effettivamente realizzata ed annunciata al mercato soltanto quando tutte le fasi della descritta complessiva operazione sono state definite.

2.1.4. Con riguardo alle osservazioni formulate nella Memoria Difensiva in relazione alla determinazione del prezzo di cessione delle azioni Pirelli (punti III e IV della seconda parte), va preliminarmente chiarito che – nella determinazione della componente aggiuntiva - ci si è limitati ad una constatazione oggettiva che lungi dal cercare prezzi teorici frutto di elucubrazioni speculative, si è fondata su dati di fatto documentali in coerenza con la definizione di prezzo “accertato” presente nel regolamento che non consente alla Consob di individuarlo in modo autonomo.

Il dato che emerge è che nell’ultima fase della trattativa, anche a seguito del rifiuto di MTP di ipotesi che prevedevano “permute” formali e consideravano anche azioni Prelios, il quantitativo di azioni Pirelli sale dal 6,7% al 6,98% poi effettivamente ceduto ed il relativo prezzo viene scontato da euro 8 a euro 7,80, mantenendo fermo l’importo complessivo dell’investimento; è questo il vantaggio ulteriore che appare non coerente con il valore attribuito a Camfin ed attribuisce a MCI un premio aggiuntivo rispetto a quello già presente nel valore di euro 8 inizialmente richiesto.

Ferma tale premessa, per quanto attiene al tema del prezzo delle azioni Camfin ed ai relativi profili di congruità, l’Offerente, prima ancora di formulare alcune considerazioni di merito, ha eccepito la sussistenza di rilevanti anomalie sul piano metodologico, quali:

- a. l’attribuzione di pesi alle diverse metodologie utilizzate da JP Morgan;
- b. la mancata considerazione dei prezzi di borsa di Camfin, pur presi in considerazione da JP Morgan;
- c. la mancata considerazione del c.d. Holding Discount, pur considerato da JP Morgan;

Inoltre l’Offerente ha eccepito che la tabella contenuta nella Nota Consob n. 74144/13, integrativa di quella con cui è stato comunicato l’avvio del procedimento per l’aumento del prezzo dell’offerta (n. 74051/13), “*non rappresenta le conclusioni raggiunte dal Consiglio di Amministrazione di Camfin, bensì una elaborazione autonoma effettuata da codesta Autorità di soltanto alcuni dei valori utilizzati da detti advisor, con la conseguenza che il risultato derivante da detta attività conduce a conclusioni non coincidenti con i pareri stessi*”.

Al riguardo giova ricordare che la rappresenta l’output di elaborazioni interne compiute nel corso dell’attività istruttoria, anche avvalendosi di alcune delle informazioni ritratte dai pareri di

entrambi gli esperti indipendenti (e pertanto non soltanto JP Morgan ma anche Leonardo & Co.), a prescindere dal raggiungimento o meno di conclusioni coincidenti con i pareri espressi dagli *advisor* medesimi.

In tal senso è quindi da fugare il dubbio rappresentato dall'Offerente che la tabella, sembrando riportare esattamente le valutazioni degli *advisor*, possa far ritenere che questi ultimi supportino le tesi espresse nella nota sopra menzionata.

Quanto eccepito sul piano metodologico appare pertanto privo di fondamento dal momento che diverse risultano le finalità proprie dei pareri di congruità rilasciati dagli esperti indipendenti rispetto a quelle perseguite dagli Uffici della Consob, che nell'ambito della loro autonomia di valutazione hanno utilizzato alcune delle informazioni ivi contenute.

La decisione di attribuire dei pesi alle diverse metodologie risponde quindi alla logica di rendere raffrontabili informazioni provenienti da fonti diverse e con diverso grado di significatività, come rappresentato anche da Leonardo & Co., mentre la mancata considerazione dell' Holding Discount appare coerente con quanto affermato dagli amministratori indipendenti.

La mancata considerazione delle medie dei prezzi di borsa di Camfin calcolate da JP Morgan si giustifica invece per via dei risultati a cui conduce il calcolo, nel quale apparentemente non è stata effettuata alcuna ponderazione per i volumi negoziati, con conseguente sottostima del valore rappresentato.

Quanto poi ai rilievi effettuati sul piano del merito l'Offerente ha eccepito, in primis, che nella Nota di avvio del procedimento si è dato rilievo esclusivamente a valorizzazioni a un mese e tre mesi del titolo Camfin, non tenendo conto in tal modo delle influenze speculative che hanno caratterizzano le fasi immediatamente precedenti alla conclusione dell'operazione.

Tale affermazione non risponde a verità dal momento che quanto sostenuto nella Comunicazione tendeva solo ad evidenziare la non piena sostenibilità delle argomentazioni dell'Offerente a sostegno della asserita coerenza tra il prezzo fissato per la cessione delle azioni Camfin (€ 0,80) e i prezzi medi ponderati a 1, 3, 6 e 12 mesi.

Inoltre l'Offerente, sempre sul piano del merito, ha eccepito che il calcolo del NAV compiuto può aver condotto a risultati divergenti rispetto a quelli rappresentati dall'Offerente medesimo, presumibilmente per via dell'utilizzo di assunzioni disomogenee. Al riguardo occorre tuttavia precisare che dette assunzioni discendono dalle informazioni ritratte dalla documentazione acquisita dagli Uffici in seguito alla conclusione della attività ispettiva svolta.

Quanto infine alle valutazioni espresse dagli altri analisti finanziari (Equita SIM, Banca Aletti e Mediobanca) l'Offerente ha eccepito l'erroneità dei dati riportati nella Comunicazione, asserendo che dette valutazioni sono state riportate secondo indicazioni di prezzo superiori a quelle effettivamente espresse da detti analisti e correttamente riprodotte da JP Morgan.

In realtà anche tale ultima affermazione non risponde a verità dal momento che i dati rappresentati altro non sono che le valutazioni compiute dagli analisti su Camfin, prima dell'applicazione dell' Holding Discount, diversamente dai valori rappresentati da JP Morgan che consistono nei *target prices* attribuiti da detti analisti al titolo Camfin, questi si comprensibilmente pari al prezzo di € 0,80 per azione, trattandosi di indicazioni di investimento che sono state tutte formulate dopo

l'annuncio della conclusione dell'operazione a tale medesimo prezzo per azione.

2.2. Considerazioni sull'Audizione

Nel corso dell'Audizione l'Offerente non ha prodotto elementi informativi o probatori sufficienti per condurre la Commissione ad un'interpretazione diversa dei quattro documenti citati rispetto a quella dettagliatamente descritta nella Comunicazione. Ciò in quanto:

- il citato documento di Unicredit riporta esplicitamente, tra i rischi che l'operazione avrebbe potuto comportare per la Banca, l'eventualità della permanenza di MCI nell'azionariato Camfin con la conseguenza che *"facing a blocking minority might prove very troublesome, with significant risks of filibustering (obstruction and delaying tactics)"*;
- le citate deliberazioni di Clessidra contengono espressamente tra le condizioni propedeutiche all'investimento proposto, la definizione dei rapporti e del contenzioso con MCI a prescindere dalle modalità con cui tale definizione fosse avvenuta;
- le annotazioni alla bozza di accordo sono appunti personali apposti da un funzionario di Unicredit che ha partecipato all'operazione e sono state rinvenute, in corso di istruttoria, nell'ambito del complesso della documentazione inerente all'operazione in esame;
- lo scambio di email avvenuto in data 29 maggio 2013 tra il sig. Giorgio Bruno (legale rappresentante dell'Offerente), il Sig. Marco Tronchetti Provera e il Sig. Francesco Chiappetta contiene esplicito riferimento ad una sorta di valore di "concambio" tra l'ammontare derivante dalla vendita, da parte di MCI, di azioni Camfin a euro 0,80 e l'ammontare di azioni Pirelli corrispondenti, da acquistare ad un prezzo di *"circa 7,90"*;

3. Conclusioni

Alla luce delle considerazioni sopra riportate, pertanto, è accertato che:

- le due compravendite di azioni Camfin e Pirelli realizzate il 5 giugno 2013 sono funzionalmente collegate;
- l'acquisto di azioni Camfin che ha costituito il presupposto dell'Offerta ha avuto come corrispettivo non soltanto il pagamento in denaro di euro 0,80 per azione ma anche la garanzia per il venditore di acquistare con la liquidità ricevuta (integrata dalla quota di spettanza del debito Camfin) poco meno del 7% di azioni Pirelli al prezzo unitario di euro 7,80;
- la collusione fra l'Offerente, il socio di controllo dell'Offerente e un altro socio operante di concerto con l'Offerente, da una parte, ed il venditore dall'altra ha avuto ad oggetto il riconoscimento a quest'ultimo di un corrispettivo diverso e maggiore rispetto a quello di euro 0,80 per azione;
- il riconoscimento è avvenuto grazie ad un'operazione unitaria che realizza a fronte dell'uscita di MCI da Camfin, che è quantitativamente il principale componente del patto Pirelli, una riduzione, a favore di MCI, della partecipazione complessiva detenuta dallo

stesso patto, in presenza di un autonomo interesse alla conclusione dell'operazione complessiva dei componenti del patto Pirelli venditori, nonché delle relazioni soggettive fra gli stessi e il socio di controllo dell'offerente e altri soggetti agiscono di concerto con l'Offerente sopra dettagliatamente delineate;

- il maggior corrispettivo è costituito quanto meno dalla differenza tra il prezzo di euro 8 per azione Pirelli che, secondo i calcoli della parti contenuti nella documentazione acquisita, emergeva in trasparenza dalla valorizzazione a euro 0,80 delle azioni Camfin ed il prezzo di euro 7,80;
- a tale maggior corrispettivo equivale, secondo i calcoli contenuti nella Comunicazione (che in questa sede si ritengono confermati), un maggior valore per azione Camfin pari a euro 0,03 con la conseguenza che il prezzo accertato nell'ambito della suddetta collusione è pari a euro 0,83.

Alla luce delle considerazioni complessive sopra riportate si ritiene che le deduzioni rappresentate dalla parte interessata non contengono elementi idonei a contraddire o inficiare la ricostruzione ipotizzata dalla Consob nella Comunicazione e si ritengono, pertanto, esistenti elementi sufficienti a ritenere accertata una collusione tra Malacalza Investimenti S.r.l. e Lauro Sessantuno S.p.A. e i soggetti che agiscono di concerto con il medesimo, da cui emerge il riconoscimento a Malacalza Investimenti S.r.l. di un corrispettivo per la cessione delle azioni dal medesimo detenute in Camfin S.p.A. più elevato di quello dichiarato da Lauro Sessantuno S.p.A.

Il prezzo accertato nell'ambito della collusione è pari a euro 0,83.

Pertanto, il prezzo dell'offerta pubblica di acquisto avente ad oggetto la totalità delle azioni emesse da Camfin S.p.A. promossa dal Lauro Sessantuno S.p.A. è rettificato in aumento a euro 0,83, ai sensi degli artt. 106, terzo comma, lett. d), numero 2), del decreto legislativo n. 58 del 24 febbraio 1998 e 47-*octies*, del Regolamento Emittenti.

Milano, 19 settembre 2013

Spett.le
COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA – CO.N.SO.B.
Divisione Corporate Governance
Ufficio OPA e Assetti Proprietari
Alla cortese attenzione dei sig.ri
Dott. Marcello Bianchi
Dott.ssa Giulia Staderini
Via G.B. Martini, 3
00198 - Roma

Raccomandata via Pec: consob@pec.consob.it

Oggetto: Procedimento n. 4002/2013 per l'aumento del prezzo dell'offerta pubblica obbligatoria promossa, ai sensi degli articoli 102, 106, comma 1 e 109 del d.lgs. 24 febbraio 1998 n. 58, da Lauro Sessantuno S.p.A. su azioni ordinarie emesse da Camfin S.p.A. – avviato con comunicazione Consob prot. n. 74051/13 del 12 settembre 2013 integrata con comunicazione prot. 74144/13 del 12 settembre 2013 trasmessa via PEC in data 13 settembre 2013. **OSSERVAZIONI AI SENSI DELL'ART. 47-SEXIES, COMMA 5, REG. EMITTENTI.**

Egregi Signori,

a mezzo della presente, Lauro Sessantuno S.p.A. (l'Offerente' o 'Lauro 61') formula, ai sensi dell'art. 47-sexies, comma 5, Reg. Emittenti, osservazioni ai rilievi illustrati da codesta Commissione (l'Autorità' o 'Commissione' o 'Consob') nell'ambito della comunicazione prot. n. 74051/13 integrata con comunicazione prot. 74144/13 ('Comunicazione'), con la quale è stato avviato nei confronti della Lauro 61, ai sensi dell'art. 106, comma 3, lett. d), n. 2, del TUF e degli artt. 47-sexies e 47-octies del Reg. Emittenti, il procedimento amministrativo n. 4002/13 per l'aumento del prezzo dell'offerta pubblica obbligatoria ('OPA') dalla medesima promossa sulle azioni Camfin S.p.A. ('Camfin').

* * *

SOMMARIO

Considerazioni preliminari.....	2
(A). – Sulla documentazione utilizzata dalla Consob e messa a disposizione dell'esponente.	3

B) - Sull'onere della prova. L'abuso delle presunzioni.....	12
(C) Sulla ricostruzione giuridica della fattispecie.....	14
Su talune assunzioni in fatto alla base della Comunicazione.....	17
I. - MCI e MTP hanno convenuto un prezzo di adesione all'Opa Camfin composto da un doppio corrispettivo.....	18
II. - La collusione e il concerto tra le parti.....	20
III. - Il prezzo di mercato delle azioni Camfin (assenza di componenti di prezzo aggiuntive).....	25
IV. - Il prezzo convenuto tra Allianz e Fonsai e MCI.....	29
Gli effetti di una eventuale rettifica del prezzo.....	30
CONCLUSIONI.....	31

* * *

Considerazioni preliminari.

1.1. Nella Comunicazione si sostiene la ricorrenza dei presupposti per addivenire ad una rettifica in aumento del prezzo d'OPA in quanto sarebbe stato accertato:

- i) una collusione tra l'Offerente (e i suoi soci) ed MCI cui avrebbero dato supporto anche Allianz e Fonsai;
- ii) un prezzo maggiore di quello pagato da Lauro 61 a MCI, frutto della connessa operazione sulle azioni Pirelli (che si sarebbe realizzata "a sconto"), sicché la compravendita tra Lauro 61 e MCI sarebbe avvenuta ad un prezzo complessivo, formato dal prezzo della compravendita medesima più uno "sconto" sul prezzo delle azioni Pirelli cedute da Allianz e Fonsai alla stessa MCI;
- iii) un reciproco vantaggio dell'acquirente (Lauro 61) e del venditore (MCI), il primo in termini di minore prezzo dell'Offerta e il secondo in termini di minore prezzo per l'acquisizione della partecipazione in Pirelli.

1.2. Tale ricostruzione:

- i) non corrisponde alla dinamica degli accadimenti;
- ii) non trova fondamento nella documentazione nella disponibilità dell'Autorità;
- iii) contrasta con la disciplina comunitaria e nazionale applicabile;
- iv) ove confermata nel provvedimento di conclusione del procedimento aggraverebbe ulteriormente il danno già determinato alle parti interessate, agli operatori, in definitiva all'integrità del mercato;
- v) **in ogni caso, a tutto concedere, mai si è realizzato e conseguentemente non vi può essere alcuna prova di un intento di alcuno dei soggetti considerati di dar luogo a uno o più operazioni o atti volti ad incidere, direttamente o indirettamente, sul corrispettivo d'OPA.**

1.3. Nel rinviare integralmente alle osservazioni già formulate in sede di riscontro alla richiesta formulata da codesta Autorità ai sensi dell'art. 115 TUF, che qui evitiamo, per economia espositiva, di riportare, nel prosieguo concentreremo la nostra attenzione e le nostre repliche sui temi, in parte nuovi, di maggior rilievo specificamente affrontati nella Comunicazione. Con l'avvertenza che le presenti osservazioni non potranno che far riferimento alle sole (parziali ed incomplete) circostanze di fatto riportate nella Comunicazione. Circostanze e assunzioni che risultano, in ogni caso, sulla base degli elementi di conoscenza in possesso della Scrivente, erronee, indimostrate e contraddittorie sotto ogni profilo.

1.4.- Fatta questa premessa d'ordine generale, è poi opportuno svolgere qualche ulteriore notazione preliminare di natura metodologica su tre fondamentali profili del procedimento. Notazioni che consentono di evidenziare altrettanti, gravissimi, vizi che inficiano nel suo complesso la ricostruzione prospettata nella Comunicazione. In particolare, concentreremo la nostra attenzione sui seguenti tre aspetti:

- (A) la documentazione utilizzata – e le modalità di utilizzo della stessa - da parte della Consob a sostegno delle proprie censure e il reale andamento della vicenda, in particolare delle negoziazioni delle due compravendite, rispettivamente, di azioni Camfin e di azioni Pirelli;
- (B) la corretta applicazione dell'onere della prova circa i presupposti al ricorrere dei quali è esercitabile il potere di rettifica del prezzo d'OPA;
- (C) la ricostruzione della fattispecie applicabile proposta nella Comunicazione ed il suo inquadramento alla luce della normativa di riferimento.

(A). – Sulla documentazione utilizzata dalla Consob e messa a disposizione dell'esponente.

2.1. - Come puntualmente rilevato dall'esponente e verbalizzato al momento dell'accesso alla documentazione ispettiva, gli Uffici di codesta Autorità, in data 16.9.2013, hanno messo a disposizione dell'esponente esclusivamente i documenti che sono stati posti a fondamento della Comunicazione.

Lauro 61, dunque, non ostante l'espressa richiesta di poter accedere da subito a tutto il materiale ispettivo che è stato acquisito e analizzato nella formazione della Comunicazione che ha avviato il presente procedimento, non ha avuto modo di valutare nella sua integrità il supporto documentale disponibile presso l'Autorità. In data 18.9.2013, parte di tale documentazione è stata posta a disposizione, 24 ore prima della scadenza del termine assegnato per la presentazione delle presenti osservazioni.

Il fatto di non poter accedere a tutta la documentazione acquisita ed esaminata nel procedimento, e segnatamente l'intero materiale ispettivo acquisito, vulnera la possibilità di effettivo contraddittorio.

Ciò a maggior ragione a fronte di una ricostruzione indiziaria dei fatti occorsi, atteso che non è consentito a questa parte:

i) di valutare comparativamente i dati fattuali considerati e quelli ignorati;
ii) di vagliare quali fatti e documenti siano tutt'ora ignoti alla Commissione, atteso che – come è stato dichiarato dagli Uffici al momento dell'accesso – già in sede ispettiva è stata operata una selezione dei documenti da acquisire.

2.2. – Il problema cui si è appena fatto cenno è ancora più evidente appena si consideri la natura necessariamente plurisoggettiva del comportamento contestato a Lauro 61 e la conseguente necessità di avere contezza piena anche dei comportamenti di soggetti terzi, cui ampiamente codesta Autorità ha fatto richiamo nella Comunicazione.

2.3. – Infine nel provvedimento di apertura del procedimento si utilizzano indistintamente documenti molto eterogenei che appartengono a fasi e vicende radicalmente diverse (taluni documenti citati sono addirittura del 2012). In questo senso, preme evidenziare sin d'ora l'erroneità del convincimento espresso nella Comunicazione laddove, sulla scorta della documentazione esaminata, si citano una serie selezionata di episodi, a partire dal maggio 2012 fino alle fasi conclusive dell'operazione di cui si tratta, che dimostrerebbero il “*processo sostanzialmente unitario*” volto all'ipotetico “scambio” di azioni Camfin con azioni Pirelli e l'ininterrotto tentativo di realizzare “*tale composizione*” per gli oltre dodici mesi trascorsi.

2.4. Tale rappresentazione è gravemente fuorviante e non corrispondente alla verità. L'operazione di cui si tratta è solo l'ultima di una serie di ipotesi, iniziative e attività elaborate nel corso dei molti mesi che hanno accompagnato la contesa tra MTP e MCI. La mole di documenti e di evidenze (note manoscritte, bozze di contratti, analisi finanziarie, corrispondenza, analisi giuridiche, atti di causa ecc.) che si è accumulata nel corso di questi mesi è immensa e testimonia lo svolgersi della contesa nelle diverse sedi societarie e giurisdizionali, così come le eventuali soluzioni che della stessa MTP e i suoi *advisor* hanno tentato di realizzare nel corso del tempo, talune fermatesi al livello di mera ipotesi di lavoro, altre arretrate nelle loro fasi embrionali, altre ancora tramontate in fasi negoziali più avanzate con diversi interlocutori nazionali ed esteri, tra cui primari investitori istituzionali, operatori industriali, istituzioni finanziarie, nonché con il contributo, talvolta anche non richiesto, di mediazione di diversi soggetti.

2.5. Di tale complessa vicenda e dei suoi risvolti, delle evoluzioni che essa ha avuto in diverse direzioni, delle negoziazioni avviate, tutte via via superate o abbandonate, nonché delle fasi di stallo, nella Comunicazione non v'è traccia. Al contrario, trascurando l'immensa mole documentale che racconta altre cose, la Comunicazione ha selezionato qualche decina di documenti, alcuni anche risalenti nel tempo e appartenenti a fasi e contesti affatto diversi e avulsi dall'operazione effettivamente realizzata, ritenendo di ricostruire su di essi una storia che, seppure dotata di qualche suggestività, è priva di fondamento e aderenza alla realtà.

2.6. La prospettazione della Comunicazione è, del resto, viziata *ab origine* nella parte in cui essa ha ricostruito lo svolgimento dei fatti in modo gravemente lacunoso ed incoerente, unendo documenti e circostanze e ignorando manifestamente i diversi periodi cui essi si riferiscono, al fine di trarne un disegno unitario che non è mai esistito. Vale al riguardo puntualizzare nuovamente quanto segue.

- Fino al sorgere del contenzioso tra MCI e MTP.

2.7. All'origine, si individua una fase dei rapporti tra MCI e MTP che vede i soggetti in accordo: è il periodo in cui si collocano i patti parasociali tra gli stessi stipulati (20 luglio 2010) e che dura sino alla primavera 2012. A questa fase deve essere ricondotta la lettera di maggio 2012 denominata "Appunto Tronchetti" (e gli ulteriori documenti di poco successivi indicati da codesta Autorità) relativi in qualche modo alle azioni Pirelli¹. Si tratta quindi di documenti risalenti ad una fase precedente al contenzioso poi sorto tra MCI e MTP e del tutto irrilevanti per le fasi successive che vedevano i rapporti tra i due soci completamente deteriorati (come riconosciuto anche da codesta Autorità). Non solo, quindi, come riconosce Consob, *"le descritte trattative non sembrano essere andate a buon fine in tutti i termini indicati per il serio deterioramento delle relazioni tra le parti"*, ma lo scenario cambia radicalmente ed ogni ipotesi precedentemente avanzata diventa impercorribile ed obsoleta.

- Il contenzioso tra MCI e MTP.

2.8. Come detto, nell'estate del 2012 iniziava un lungo contenzioso tra MCI e MTP, nel cui contesto MCI non ha più manifestato, sino al maggio 2013, la volontà di acquisire azioni Pirelli, essendosi la vicenda concentrata esclusivamente su Camfin e su GPI². Di ciò si è dato ampio conto nella memoria integrativa dell'Offerente del 9 settembre 2013. Nel corso dei mesi di aprile e maggio 2013 emergeva però (proprio in sede giudiziale) la possibilità di una soluzione che, a mezzo della scissione di GPI e la separazione dei destini di MCI e MTP, avrebbe condotto alla cessazione del contenzioso prima della scadenza naturale dei patti prevista per il luglio 2013³⁴.

2.9. Nel frattempo, tra fine aprile e maggio 2013, MTP organizzava un progetto alternativo finalizzato a consentirgli di mantenere (con altri) il controllo su Camfin: si trattava dell'operazione, studiata con Clessidra, Intesa e Unicredit (insieme a MTP, i "Soci") e presentata agli uffici della Consob in data 15 maggio u.s., che prevedeva che una Newco arrivasse a detenere più del 50% del capitale sociale di Camfin (tramite acquisti e conferimenti) e promuovesse l'OPA. Nell'ambito di tale scenario i

¹ Cfr. Comunicazione, paragrafo 4.2, pagg. 9 e 10, e note da 4 a 7.

² Cfr. Nota tecnica allegata alla memoria dell'Offerente del 3 settembre 2013.

³ Cfr. Comunicazione, paragrafo 4.5, pagg. 10 e 11.

⁴ Infatti all'udienza dell'11 aprile 2013, veniva indicato che entro il 20/25 maggio 2013 sarebbe stata avanzata da MTP una proposta di valorizzazione delle partecipazioni di MCI in GPI e in Camfin, e che, qualora MCI avesse rifiutato tale proposta, MTP avrebbe avviato la procedura per la scissione di GPI. L'apertura manifestata da MTP in udienza induceva addirittura MCI a trasmettere in data 25 aprile 2013 a MTP e GPI una proposta di scissione di quest'ultima, con tanto di atti societari già redatti in bozza.

Soci dell'Offerente avevano valutato come corretto il prezzo di Euro 0,80 all'esito di un processo che aveva tenuto in particolare in considerazione l'andamento dei prezzi di mercato del titolo (andamento che tendeva al rialzo) e rivolto, come detto in occasione dell'incontro con Consob, ad ottenere il massimo successo dell'OPA in termini di risposta dal mercato. E' quindi un fatto che tale valutazione delle azioni Camfin era stata definita ben prima che si prospettasse l'acquisto delle partecipazioni da MCI, non era in alcun modo correlata ad alcun prezzo di vendita di azioni Pirelli e prescindeva dalla possibile adesione di MCI all'OPA; il tutto in forza di un progetto industriale che univa le due più grandi banche italiane, uno dei maggiori fondi di *private equity* e MTP⁵.

Né smentiscono tale conclusione i documenti indicati nella Comunicazione al paragrafo 4.5 e nella nota n. 10 a pag. 10 che dimostrano solo che i competenti organi sociali di Clessidra avevano valutato positivamente l'ipotesi di investimento, presupponendo la preventiva "*definizione dei rapporti e del contenzioso in essere con Malacalza Investment?*", soluzione che, alla luce delle iniziative sorte nel contesto dei rapporti giudiziali di cui si è detto sopra, si pensava all'epoca fosse imminente (e che poi non è avvenuta). Si è già detto, infatti, che, pur non essendoci alcuna ragione perché i Soci potessero essere disponibili a modifiche o concessioni (atteso che l'operazione studiata era eseguibile anche indipendentemente da MCI), certo ulteriori "rumori", speculazioni e scontri non avrebbero fatto bene al mercato (ed alle società coinvolte) e ciò non faceva venir meno l'interesse ad una conclusione più sollecita che passasse dalla (prevista) chiusura del contenzioso in essere. Ma, altrettanto evidentemente, non poteva giungere a giustificare modifiche delle condizioni economiche dell'operazione già valutate dai Soci. È infatti da sottolineare che:

- il 20 luglio 2013 sarebbero scaduti i patti tra MTP, GPI e MCI e, con essi, i vincoli sulle azioni Camfin e le prerogative di MCI come socio di minoranza di GPI e indirettamente di Camfin;
- scaduti i patti il 20 luglio 2013, MTP sarebbe stata libera – tramite GPI – nel controllo di Camfin, nella formazione dei suoi organi e nelle decisioni concernenti le sue attività⁶.

⁵ Ciò risulta addirittura dalla stampa; in particolare, il 21 maggio 2013 sul sito del quotidiano "La Repubblica" veniva riportato (erroneamente quanto ai tecnicismi) che Clessidra, Unicredit e Intesa avessero firmato i contratti di finanziamento per dotare "la scatola attraverso cui verrà lanciata l'opa, di tutte le risorse necessarie". Nel medesimo articolo, si legge altresì che "(...) anche nel caso in cui la famiglia genovese [MCI] decidesse di non accettare l'offerta. Clessidra, Intesa e Unicredit sono determinate ad andare avanti con l'operazione (...)".

⁶ Infatti, sebbene lo statuto di GPI concedesse a MCI alcune protezioni in termini di veto esprimibile su operazioni straordinarie di GPI, non fissava alcun vincolo sulla formazione delle liste per la nomina del CdA di Camfin, su operazioni della stessa Camfin o sulla stipula di patti parasociali con altri azionisti di Camfin; in pratica, Newco avrebbe comunque potuto promuovere l'OPA su Camfin, potendo contare sulle azioni (che sarebbero rimaste) di GPI (in assoluto controllo di MTP) e sulle

- **Il “rifiuto” della separazione da parte di MCI.**

2.10. In data 22 maggio 2013, MTP anticipava formalmente a MCI che, nel corso dell'incontro che era stato fissato per il giorno seguente, i legali della stessa avrebbero tracciato il percorso per la definitiva separazione e la transazione tombale di tutte le controversie in essere, ma le circostanze citate nella nota n. 13 della Comunicazione esprimevano proprio la preoccupazione che, alla luce della struttura dell'operazione oggetto delle indiscrezioni di stampa, la rilevanza strategica di una partecipazione in Camfin pari a circa il 25% potesse venir meno, inducendo MCI a puntare ad un investimento non più nella holding, ma direttamente nella partecipata Pirelli; né è diversa la ricostruzione offerta da MCI nelle risposte alla Commissione. Infatti: (i) lo stesso 22 maggio 2013, MCI rigettava la proposta di MTP e annullava l'incontro, dichiarandosi non più interessata alla scissione, (ii) il giorno successivo in un articolo pubblicato da “Il Sole 24 Ore” a commento del “rifiuto” opposto da MCI, veniva espressamente indicato che *“l’obiettivo del gruppo ligure [MCI] è noto: ottenere un pacchetto del 7% in Pirelli”* (cfr. memoria integrativa del 9 settembre 2013, paragrafo 2.2, pag. 7), e (iii) nella sua lettera del 23 maggio, MCI faceva intendere di ritenere che l'operazione di cui era trapelata notizia sulla stampa avrebbe, all'esito della (precedentemente) pretesa scissione, privato la partecipazione del 25% in Camfin di reale valore strategico⁷.

- **La richiesta di MCI di acquistare azioni Pirelli.**

2.11. Successivamente al rifiuto sopra indicato, MCI (in particolare, l'Ing. Vittorio Malacalza) contattava l'amministratore delegato di Unicredit (il Dott. Federico Ghizzoni) per chiedere di fissare un incontro, che si teneva in data 28 maggio 2013. In tale occasione il primo rappresentava la propria intenzione di “uscire” dalla compagine GPI/Camfin e di acquistare una partecipazione nel capitale sociale di Pirelli, sostanzialmente in linea con quanto già reso noto al pubblico nell'articolo del 23 maggio 2013 pubblicato da “Il Sole 24 Ore” sopra citato. Nel corso di tale colloquio nessun impegno veniva discusso, né tantomeno assunto in relazione ad azioni Pirelli.

2.12. Peraltro, era un fatto noto, anche al mercato, che alcune compagnie assicurative parti del sindacato Pirelli avessero già da tempo manifestato interesse a cedere le proprie partecipazioni ed è a tale circostanza che l'appunto (le “Linee guida”), inviato da Unicredit a MCI, sempre in data 28 maggio, per sintetizzare gli elementi dell'operazione dallo stesso MCI auspicata nel corso dell'incontro, ricollegava espressamente l'interesse di MCI ad acquisire azioni Pirelli. Va qui ribadito che non si

ulteriori azioni apportate, in particolare da azionisti storici in misura, complessivamente, ben superiore al 50%.

⁷ A ulteriore riprova dell'assenza, sino a tale data, di alcuna preordinazione riguardante l'operazione su azioni Pirelli si veda anche la email del Dott. Mereghetti della sera del 23 maggio in cui si dà evidenza dell'iniziale opposizione del dott. Tronchetti Provera ad immaginare una soluzione nella quale MCI potesse acquistare azioni Pirelli.

trattava, dunque, di un “accordo” (come riportato nella nota n. 21 a pag. 13, paragrafo 4.7, della Comunicazione); fra l’altro, il documento riportava un’indicazione approssimativa del prezzo di acquisto delle azioni Pirelli, ossia la media dei tre mesi, qualificandola come prezzo massimo⁸ e si riferiva ad una partecipazione non inferiore al 6,7%⁹ del capitale sociale di Pirelli (desumendone il cd. “valore in trasparenza”), mentre, come risulta anche dagli accertamenti ispettivi, MCI non aveva ancora compiutamente rappresentato le proprie richieste (che intervengono, come si dirà, di lì a poco).

Invero, MCI in occasione di contatti intervenuti il giorno successivo trasferiva a Unicredit una più precisa indicazione delle proprie intenzioni: acquistare un numero di azioni Pirelli complessivamente rappresentative del 6,885% del capitale sociale della stessa¹⁰. In questo frangente, dunque, e in occasione di contatti telefonici:

- 1) MCI passava da un’indicazione generica - non meno del 6,7% (e, così, un conseguente prezzo non maggiore di Euro 8 per azione) - ad una più specifica, 6,885% (e, così, un prezzo di 7,8 Euro per azione);
- 2) MTP, Unicredit e Lazard, ricevevano direttamente od indirettamente tali indicazioni e le giravano alle società assicuratrici Allianz, Fondiaria e Generali (che come si è detto erano notoriamente interessate a vendere le rispettive partecipazioni); naturalmente, nei contatti interni, MTP, Unicredit e Lazard esprimevano le proprie considerazioni e valutazioni (cosa affatto lecita e quasi naturale data la portata della vicenda) ma, nei contatti esterni, si limitavano a raccogliere e trasmettere solo indicazioni altrui;
- 3) Fondiaria, Allianz e Generali ricevevano le indicazioni di cui si è appena detto - talora addirittura senza individuazione del potenziale compratore - e riferivano il loro interesse (o disinteresse).

2.13. Quando invece MCI ha cercato di impegnare l’Offerente ed i suoi Soci in un’attività ed in un programma (questo sì) negoziale, segnatamente in una permuta Camfin-Pirelli, questi lo hanno rifiutato espressamente. La bozza di “Contratto preliminare di permuta di azioni” inviato dal Prof. d’Angelo, all’indomani dei contatti di cui si è appena detto, il 30 maggio 2013, infatti, conferma puntualmente che è stata MCI a chiedere un numero di azioni Pirelli tale da configurare un prezzo per azioni pari ad Euro 7,80. Non solo, MCI voleva che l’Offerente (i) assumesse l’obbligo di

⁸ Testualmente, “ad un prezzo unitario non maggiore di 8 euro per azione, oggi in linea con la media corrente dei prezzi registrati dal titolo in borsa negli ultimi 3 mesi”.

⁹ Per chiarezza, si segnala che una siffatta percentuale di azioni corrispondeva ad un prezzo non superiore a Euro 8,00, rispetto al valore complessivo del corrispettivo per la vendita di azioni Camfin/GPI (circa Euro 160 milioni) e della quota di debito di pertinenza MCI relativo a Camfin (circa Euro 95 milioni).

¹⁰ Cfr. memoria integrativa datata 9 settembre 2013, paragrafo 2.3, pagg. 7 e 8. Per chiarezza, si segnala che una siffatta percentuale di azioni corrispondeva ad un prezzo di circa Euro 7,80, rispetto al valore complessivo del corrispettivo per la vendita di azioni Camfin/GPI (circa Euro 160 milioni) e della quota di debito di pertinenza MCI relativo a Camfin (circa Euro 95 milioni).

vendergli le azioni Pirelli (ii) fosse altresì impegnato ad assicurargli l'acquisizione di azioni Prelios (senza ulteriore corrispettivo; insomma, queste sì "a sconto") e (iii) fosse infine obbligato a procurare a MCI l'espromissione di parte dell'indebitamento Camfin (ciò evidenzia, tra l'altro, che MCI intendeva ricevere azioni Pirelli da Camfin). Ma per ciascuna di queste richieste – il giorno 1 giugno 2013 – MCI riceveva una chiara risposta negativa, non rientrando le stesse non solo in ipotetici accordi, ma nemmeno nelle "discussioni" intervenute, come si legge in detta risposta. Conferma di ciò si trova nella risposta data da MCI a Consob in data 16 luglio 2013, ove espressamente si afferma:

"Tale posizione è stata manifestata dall'ing. Vittorio Malacalza al dott. Mereghetti in alcune conversazioni telefoniche e successivamente formalizzata nella trasmissione di una bozza di "Contratto preliminare di permuta di azioni" (v. e-mail del 30 maggio 2013, all.4) [in nota: "Si precisa, riguardo a tale bozza, che essa contiene un errore, che peraltro risulta evidente dal contenuto del testo: essendo prevista l'assunzione, da parte di Malacalza Investimenti, di debiti di Camfin per Euro 95 milioni, il valore della partecipazione Pirelli, erroneamente indicato in 160 milioni, era in realtà pari alla somma di tale importo con quello del debito assunto"].

Detta proposta non è stata condivisa dalla controparte (v. e-mail del 1° giugno 2013, all. 5): per volontà, non negoziabile, del soggetto acquirente delle partecipazioni in GPI e Camfin, (...) E' stato così che le trattative, conseguentemente e necessariamente, si sono disarticolate come segue:

- a) *Malacalza Investimenti ha dato incarico a UBS di negoziare l'acquisto di azioni ordinarie Pirelli fino alla concorrenza di un quantitativo complessivo di circa il 7% del capitale sociale della medesima dalle compagnie di assicurazione che avevano pubblicamente manifestato il loro interesse alla vendita (vedi infra, le risposte alle domande 4 e 5 e la risposta alla domanda 6);*
- b) *è stata formulata una bozza di cessione delle partecipazioni in GPI e Camfin da Malacalza Investimenti ad una società da designarsi da parte dei compratori (successivamente indentificata nel veicolo Lauro Sessantuno S.p.A.) (v. mail del 1 giugno 2013, all. 6);*
- c) *i legali che avevano seguito il contenzioso tra Malacalza Investimenti e la Società facenti capo al dott. Marco Tronchetti Provera hanno trattato il testo di un atto di transazione".*

La "disarticolazione" di cui parla MCI rompeva dunque la (solo) sua iniziale pretesa di configurare l'operazione come unitaria ed avviava le negoziazioni su due fronti separati:

- 1) con l'Offerente ed i suoi Soci, per la vendita delle azioni Camfin e GPI e la definizione del contenzioso in essere; e
- 2) con le imprese assicurative potenziali venditrici, per l'acquisto delle azioni Pirelli reinvestendo i proventi derivanti dalla prima.

E' da UBS, *advisor* di MCI, che Allianz viene a sapere l'identità del potenziale compratore. Ed è la stessa MCI a dichiarare nella stessa risposta del 16 luglio 2013:

“I contatti di UBS con Allianz S.p.A. e con Fondiaria SAI S.p.A. (rectius, con Unipol Gruppo Finanziario S.p.A., controllante di quest’ultima compagnia) si sono sviluppati tra il 2 e il 5 giugno al fine di definire ed eseguire l’operazione.

A seguito del contatto telefonico intercorso il 2 giugno, UBS ha incontrato gli esponenti di Allianz S.p.A. e Unipol Gruppo Finanziario S.p.A., unitamente ai legali della scrivente, il 3 giugno mattina, presso gli uffici della medesima UBS, in Milano”.

Insomma dette negoziazioni nascono e si sviluppano in maniera autonoma e rapida dal giorno successivo in cui era risultato chiaro a MCI che avrebbe dovuto autonomamente procurarsi l’acquisto delle azioni Pirelli da soggetti terzi.

Nonostante quanto sopra riportato¹¹, la Comunicazione insiste ad attribuire all’Offerente e/o ai suoi Soci lo svolgimento di attività negoziale, sostenendo invece che i potenziali venditori *“non svolgono alcuna autonoma attività negoziale ma possono unicamente accettare o rifiutare”*. Ora, posto che in una compravendita l’attività negoziale essenziale è la proposizione di un’offerta e la sua accettazione (o rifiuto), ciò che venditori e MCI fanno è proprio ciò che è tipico (e sufficiente) della negoziazione nella compravendita.

2.14. Certo è, invece, che né l’Offerente, né i suoi soci, intervengono nel negoziato, ma non solo perché, come risulta anche a codesta Autorità, non ne hanno né titolo, né poteri, ma soprattutto perché non svolgono neanche di fatto attività di negoziazione: non chiedono sconti ai venditori, né incrementi di prezzo ad MCI. Trasferiscono solo informazioni ed indicazioni altrui in una fase iniziale di verifica della sussistenza di interesse per lo scambio. Magari *“nel foro interno”* esprimono i loro giudizi e persino i loro dubbi sulla possibilità che uno scambio possa concludersi¹² (circostanza che, se correttamente apprezzata, dovrebbe avvalorare l’autonomia della posizione dei venditori), ma oppongono una *“volontà, non negoziabile”* a qualunque impegno, a qualunque onere, a qualunque richiesta loro rivolta con riferimento alle azioni Pirelli.

Quanto sopra rilevato consente pacificamente di concludere:

1. non esiste un’operazione unitaria. Quella stessa *“connessione indissolubile fra le due operazioni”* che Consob ritiene *“dimostrata dalle dichiarazioni di MCP”* del 16 luglio 2013 e dalla stessa MCI *“palesata con fermezza”* nell’incontro con Ghizzoni è, in realtà, e proprio nelle parole di MCI del 16 luglio, rifiutata dall’Offerente e dai suoi Soci in forza di una *“volontà, non negoziabile”*. Sì che la stessa MCI riconosce che l’unitarietà negoziale dalla medesima perseguita *“si disarticola”* a seguito di

¹¹ E nonostante la stessa Consob si trovi a riconoscere (cfr. Comunicazione, par. 3.2, pag. 8) che

- *“il corrispettivo è stato individuato nei contatti telefonici intercorsi il 2 giugno 2013 con i venditori e confermato verbalmente nella riunione svoltasi presso USB in data 3 giugno 2013;*
- *il prezzo di Euro 7,80 è stato individuato nell’ambito del breve negoziato intercorso con le società venditrici e non è stato oggetto di discussione con le stesse prima dei contatti intervenuti a partire dal 2 giugno”.*

¹² Ci si riferisce alle circostanze richiamate alla nota 24 della Comunicazione.

tale rifiuto e le attività negoziali si configurano come relative a due autonome operazioni solo su una delle quali c'è l'accordo con l'Offerente ed i suoi Soci. Trovare, negoziando con soggetti autonomi, le azioni Pirelli volute è una circostanza che solo nel "foro interno" di MCI è collegata alla vendita delle azioni Camfin, ma è la stessa MCI a riconoscere che così non è per l'Offerente ed i suoi Soci;

2. alla luce di quanto sopra, non può davvero sostenersi che *"il prezzo di Euro 0,80 corrisposto a MCI sia inferiore a quello che ragionevolmente le parti avrebbero attribuito alle azioni Camfin in assenza della peculiare interdipendenza tra le operazioni di compravendita di azioni delle due società quotate (Camfin e Pirelli)"*. Anzi, proprio alla luce della prospettazione offerta nella Comunicazione, pare evidente che, in assenza della compravendita avente ad oggetto le azioni Pirelli, le parti non avrebbero affatto ragionevolmente attribuito alle azioni Camfin un valore diverso, ma, semplicemente, che MCI (e solo MCI) non avrebbe concluso la vendita della partecipazione in Camfin ed in GPI. Per contro, come detto, l'Offerente avrebbe comunque perseguito l'operazione delineata e il lancio dell'OPA su Camfin che, si ricorda, prescindeva dall'atteggiamento che rispetto alla stessa avrebbe assunto MCI. Invero, l'Offerente ed i suoi Soci non hanno mai voluto prendere alcun impegno né onere, neanche di fatto, relativamente alla compravendita delle azioni Pirelli ed hanno sempre rifiutato qualunque richiesta di *"premio"* (per esempio le azioni Prelios o l'espromissione a certe condizioni di parte del debito Camfin) da parte di MCI, così comprovando che non solo nessuna *"collusione"* può esservi stata, ma addirittura che ogni siffatto accordo è stato rifiutato in forza di una *"volontà, non negoziabile"*. D'altro canto, risulta invece evidente che l'Offerente ed i suoi Soci hanno sempre ritenuto che, se l'acquisto di azioni Pirelli da parte di MCI fosse stato oggetto di un rapporto autonomo, non *"eterodiretto"* ma ordinario e svoltosi *"arms length"* con i venditori delle stesse, insomma di un rapporto di mercato, esso non avrebbe potuto avere alcuna rilevanza per l'Offerente ed i suoi Soci;
3. va escluso che Fondiaria e Allianz possano essere state indotte ad accettare un prezzo inferiore a quello che avrebbero liberamente negoziato (cioè al prezzo di mercato) in cambio della libertà del Patto. E ciò per due ragioni, e cioè che:
 - i) dal gennaio 2013 Allianz poteva contare su un orientamento già indicatole dagli altri pattisti in senso favorevole alla cessione delle azioni sindacate: in altre parole, Allianz già sapeva di godere della "libertà" di cui si discute e, quindi, non v'era ragione per "pagarla". Peraltro, anche in altre occasioni precedenti tale libertà era stata concessa senza oneri; e
 - ii) comunque, non era "libertà" che dipendeva dal solo MTP, ma da tutti i pattisti (a meno di ritenere soggetti come Mediobanca e la stessa Generali eterodiretti da MTP o collusi con lo stesso).

2.15. In ogni caso secondo quanto si dirà meglio anche nel prosieguo, risulta anche dalle risposte fornite da Allianz e Fondiaria che il prezzo Pirelli è stato oggetto di un'offerta e di un'accettazione avvenute "arms length" fra soggetti economicamente rilevanti, con qualificata ed autonoma capacità di giudizio e previo svolgimento delle dovute procedure interne. Insomma è, con tutta evidenza, un prezzo di mercato, sicché, verrebbe da dire, per definizione, di "vantaggio" a favore di MCI non si può nemmeno parlare. Ed infatti la Comunicazione, per cercare di superare l'evidenza di questa conclusione, prova a confrontare il prezzo pagato da MCI:

- 1) al prezzo cui si sarebbe applicata la facoltà di rilievo prevista dal patto Pirelli (o che avrebbe determinato il "cap" per l'esercizio della prelazione in caso di cessione fra pattisti); ma questo è un prezzo non attuale, perché le disposizioni pattizie non si applicavano al caso di specie (come non si sono applicate a tutti i casi di cessione assentite dai precedenti Codicilli). Insomma, non solo tale ipotetico prezzo non era un prezzo di mercato, ma non era nemmeno un valore concretamente prospettabile;
- 2) al prezzo "in trasparenza", che è, a sua volta, un'entità puramente teorica e frutto di una semplice operazione algebrica e non di un corretto processo di valorizzazione, atteso che a tacer d'altro vi sono numerosi motivi per (e contesti in) cui azioni detenute da una holding (socio di maggioranza relativa) potrebbero avere un valore diverso da quello di azioni acquistabili sul mercato, motivi (ovvero contesti) per (o in) cui pacchetti rilevanti – oggetto di cessione in blocco e "in un colpo solo" – potrebbero avere quotazioni diverse da quelle di azioni acquistabili liberamente ed in ogni momento sul mercato.

Insomma, la Comunicazione, non solo finisce per prospettare negoziazioni a sconto laddove non risulta nessuna negoziazione al ribasso (nessuna richiesta di riduzione di prezzo) da parte di chicchessia. Ma addirittura fa riferimento a "sconti" in relazione a prezzi o valori puramente teorici (veri e propri prezzi "putativi") e che nulla hanno a che fare con valori concreti di mercato.

B) - Sull'onere della prova. L'abuso delle presunzioni.

3.1. – L'odierna esponente ha già avuto modo di evidenziare come ai sensi dell'art. 47-*octies* del Reg. Emittenti per poter ipotizzare un'eventuale rettifica del prezzo d'OPA, non basta la mera allegazione di elementi indiziari (specie se equivoci o suscettibili di diverse spiegazioni o interpretazioni), ma è richiesto l'accertamento e quindi la prova dell'esistenza di un accordo (*collusivo*, appunto) tra l'Offerente o le persone che hanno agito di concerto con il medesimo e uno o più venditori.

Nella Comunicazione di codesta Autorità si riconosce l'impossibilità per la stessa di offrire una prova della collusione, ma si ritiene sufficiente la prospettazione di elementi indiziari della medesima.

3.2. La stessa Commissione ha, dunque, riconosciuto la sussistenza esclusivamente di indizi (a suo dire) di collusione assumendo però di aver così integrato l'onere

probatorio relativo all' accertamento della collusione (*"Si rileva, infine, ... che l'espressione "collusione accertata" utilizzata nel Reg. Emittenti all'art. 47-octies debba intendersi nel senso di comprendere anche il riferimento, come di prassi nell'accertamento di condotte diverse da quelle pubblicamente dichiarate, a casi di ricorso al metodo presuntivo: metodo riconosciuto in via generale utilizzabile dalla Consob sia nell'attività di vigilanza (cfr., ad esempio, Tar del Lazio n. 13744/2009, caso Magiste International) sia in sede sanzionatoria (cfr. ex multis, Corte di Cassazione, Sez. Unite, 30-09-2009, n. 20937)"*). Comunicazione, p. 21).

3.3. Tale ricostruzione è palesemente erronea, non corrisponde al dato testuale, né è coerente sul piano sistematico.

Quanto al primo profilo, codesta Autorità non tiene conto della determinante circostanza che, nell'ambito del Reg. Emittenti, il ricorso all'espressione accertamento ricorre, oltre che nell'art. 47-octies, soltanto in riferimento ai requisiti degli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante (art. 108, comma 1, Reg. Emittenti) e degli SDIR (art. 116-octies, comma 4, Reg. Emittenti), tutte ipotesi ove evidentemente la Commissione è chiamata a scrutinare la ricorrenza obiettiva di determinati requisiti. E verrebbe da dire che, essendo del tutto eccezionale, a fronte della disciplina di origine comunitaria, un intervento della Autorità a rettifica del prezzo pagato dall'Offerente, allo stesso modo eccezionalmente rigoroso debba essere l'onere probatorio da assolvere in via preliminare ad un siffatto intervento.

In questa prospettiva, è evidente che il richiamo alla "collusione accertata" nell'ambito dell'art. 47-octies Reg. Emittenti non possa essere obliterato e deliberatamente espunto, ignorando un elemento normativo, l'accertamento appunto, che presuppone il raggiungimento di una prova piena e non lascia spazio al metodo presuntivo.

3.4. È, peraltro, inconferente la giurisprudenza amministrativa citata nella Comunicazione. Tar Lazio n. 13744/2009 fa riferimento ad una ipotesi diversa, ovvero quella di un patto occulto non comunicato, ipotesi in relazione alla quale non soltanto non si rinviene nell'ambito della pertinente normativa alcun espresso richiamo all'esigenza di un "accertamento", ma che pone essenzialmente problemi di trasparenza degli assetti proprietari. Mentre la collusione di cui all'art. 47-octies Reg. Emittenti, ove accertata unitamente agli ulteriori elementi ivi previsti, è funzionale a irrogare una sanzione, modificando il prezzo d'OPA, prezzo già comunicato al mercato a valle di un procedimento istruito, vagliato e autorizzato dalla Commissione.

3.5. In ogni caso, il ricorso al metodo presuntivo necessariamente deve sottostare alle regole che ne disciplinano il ricorso, che sono poi i limiti posti dagli artt. 2727 - 2729 cod. civ. La presunzione è, infatti, prova logica, che sottende un processo inferenziale suscettibile di un controllo, non si risolve invece nel libero apprezzamento del giudice né consente di selezionare liberamente i fatti della realtà rilevanti.

Infatti, occorre necessariamente che il processo logico-inferenziale sotteso al metodo presuntivo:

- a) muova da un fatto noto, ovvero certo e concreto perché pacifico tra le parti o accertato giudizialmente, per risalire ad uno ignoto;
- b) non sia costruito attraverso una catena di correlazioni tra presunzioni (divieto della c.d. *praesumptio de praesumpto*)¹³;
- c) segua un percorso logico-deduttivo che, secondo massime di esperienza, sia ragionevolmente probabile¹⁴;
- d) sia coerente e attendibile e perciò le presunzioni siano gravi (ovvero ragionevolmente certe), precise (sicché i fatti noti da cui muove il ragionamento non debbono essere vaghi e/o generici), concordanti (ovvero deve trattarsi di più fatti noti complessivamente convergenti).

3.6. In conclusione, ricostruire la prova dell'intesa collusiva attraverso la rilevazione dell'assenza di prove della sua esistenza – come fa in definitiva la Comunicazione – è operazione preclusa dalla disciplina di riferimento e mina in radice la sussistenza dell'accertamento.

(C) Sulla ricostruzione giuridica della fattispecie.

4.1. L'esponente nella risposta del 3 settembre 2013 alla richiesta formulata dall'Autorità ai sensi dell'art. 115 TUF in data 29 agosto 2013 già ha avuto modo di illustrare il proprio radicale dissenso a fronte dell'inquadramento giuridico proposto nella Comunicazione. L'esponente, richiamando precisi e non discutibili riferimenti normativi ha ricordato in particolare talune circostanze pacifiche, prima tra tutte quella che vincola la Commissione a un'interpretazione conforme alla direttiva e che impone una interpretazione testuale e tassativa delle ipotesi che autorizzano la revisione del prezzo dell'OPA. Ciò significa – per limitarci all'esempio più eclatante – che alla nozione di “corrispettivo” non possa darsi altro significato che quello di onere economico che si dà in cambio e che grava sulla parte offerente¹⁵.

4.2. Nella Comunicazione non si è ritenuto di dover neppure prendere in esame il tema, liquidato come una sorta di difesa di stile o peggio un fastidioso tentativo di porre argini alla propria libertà interpretativa ed applicativa. Tant'è che, incurante di tali puntuali rilievi, non si è esitato a fornire una ricostruzione giuridica dei propri poteri e della fattispecie fondata **esclusivamente** sulla applicazione analogica della

¹³ A esempio: l'asserita inadeguatezza del prezzo di vendita delle partecipazioni Pirelli da parte di Allianz a Fonsai non può essere reputato come un fatto noto da cui risalire al fatto ignoto dell'esistenza di una collusione.

¹⁴ Ad esempio: è altamente improbabile che Allianz e Fonsai, la cui attività è disciplinata da procedure rigorose, abbiano inteso beneficiare gratuitamente MTP e/o MCI.

¹⁵ Come d'altronde si può agevolmente apprendere dall'autorevole fonte che anche la Comunicazione utilizza, ossia il vocabolario Treccani citato in nota 58 della Comunicazione.

disciplina in materia di rettifica del prezzo d'OPA, ponendosi al di là delle ipotesi tipiche prese in considerazione dalla pertinente normativa.

4.3. Del resto, il superamento dei limiti che l'ordinamento pone alla 'discrezionalità' interpretativa di Consob in materia è evidente se si pone attenzione ai lavori preparatori della direttiva. Lavori cui attinge anche la Comunicazione nel tentativo di suffragare un'interpretazione dei propri poteri *extra ordinem*, omettendo, tuttavia, di soffermarsi sui passaggi più rilevanti degli stessi, primo tra tutti quello che, proprio per rendere inequivoco il carattere **eccezionale** dell'intervento delle *authority* dispone che *“gli Stati membri possono autorizzare le autorità di vigilanza a modificare questo prezzo, **in circostanze e secondo criteri chiaramente determinati**”*.

Sul versante, poi, dei lavori preparatori, Consob attinge a piene mani anche a quelli che, in occasione del recepimento della direttiva, hanno preceduto l'adozione delle modifiche al Reg. Emittenti (citati a p. 22 della Comunicazione). Ma anche in questo caso, pur di accreditare inesistenti spazi di libertà interpretativa, si dimentica di attribuire la giusta enfasi al vero criterio guida e che può essere sintetizzato nella esclusione di margini di discrezionalità e nel rigoroso rispetto di un principio di tassatività e di interpretazione restrittiva: *“[n]el dare attuazione alle deleghe legislative in materia di “correzione” del prezzo dell'OPA obbligatoria [artt. 47-bis-47-novies] e nella determinazione del prezzo in caso di sell-out e squeeze-out [artt. 50-50-quater] si è scelto di **limitare il grado di discrezionalità della Consob nelle valutazioni da compiere**. Tale approccio mira a **ridurre il grado di incertezza** del mercato in corso di OPA e a non introdurre elementi distorsivi nel comportamento di investitori e offerenti, quali l'aspettativa di un diverso corrispettivo di offerta”*.

4.4. Nonostante così chiare raccomandazioni, la Comunicazione afferma che *“a ben vedere, ciò che rileva è che il vantaggio economico del venditore sia conseguenza diretta delle pattuizioni intercorse tra costui e l'offerente, non appare invece necessario ai fini dell'accertamento della collusione che il vantaggio economico del venditore coincida con l'esborso effettivamente sopportato in termini finanziari dall'offerente apparendo possibile ipotizzare che il “maggior prezzo” emerga da transazioni concluse da soggetti “terzi” che intrattengono con quello rapporti anche di diversa natura (ad esempio, rapporti di affari preesistenti e/o condivisione di interessi economici)”* (pag. 21).

A sostegno della propria ricostruzione della normativa, la Comunicazione non è in grado di indicare alcuna puntuale disposizione di legge che giustifichi una così incerta dilatazione del perimetro applicativo delle disposizioni in esame, né è in grado di spiegare per quale ragione dette disposizioni – sul piano oggettivo – non prevedano in alcun modo la possibilità di configurare un'ipotesi di accordo collusivo cui non partecipi l'Offerente attraverso l'assunzione (in via diretta o indiretta) degli oneri o del peso dell'occulto 'vantaggio' asseritamente riconosciuto al venditore con cui viene negoziata, raggiunta e condivisa l'intesa elusiva. Del resto, che l'ordinamento non contenga alcuna indicazione in tal senso, lo conferma (involontariamente) la stessa

Comunicazione che invoca, a sostegno della propria interpretazione, il solo fatto che “non si rinvierebbe] né nei testi normativi (Direttiva, normativa primaria e Reg. Emittenti) né nei lavori preparatori agli stessi alcun riferimento alla circostanza che la Consob debba accertare che il prezzo “riconosciuto” (così art. 47-octies, Reg. Emittenti) al venditore (e, quindi, da questi effettivamente “ricevuto”) debba essere stato corrisposto dall’offerente” (pag. 20). In altre parole, poiché nessuna norma escluderebbe espressamente la possibilità di configurare un accordo collusivo senza che l’offerente sostenga gli oneri o il peso dell’occulto ‘vantaggio’ riconosciuto al venditore, nulla impedirebbe, secondo la Comunicazione, di dilatare l’ambito applicativo della collusione anche a tale fattispecie. È agevole allora replicare che, ove mai fosse vero che “nei testi normativi (Direttiva, normativa primaria e Reg. Emittenti) né nei lavori preparatori agli stessi” non esisterebbe un espresso riferimento al fatto che la Consob debba accertare che il prezzo “riconosciuto” (così art. 47-octies Reg. Emittenti) al venditore (e, quindi, da questi effettivamente “ricevuto”) debba essere stato corrisposto dall’offerente, è altrettanto vero che in quegli stessi testi non si rinviene alcuna indicazione di segno contrario.

4.5. Il silenzio della disposizione non depone, pertanto, nel senso di un ampliamento della fattispecie al di fuori del suo perimetro ordinario (al di fuori del caso ‘normale’), quanto piuttosto sta ad indicare che il legislatore non ha ritenuto di ampliare i confini della fattispecie a casistiche incerte e potenzialmente incontrollate.

4.6. Ma in verità, non è solo l’assenza di puntuali indicazioni normative che depone contro la tesi della Comunicazione. Nella specie, infatti, contrariamente a quanto asserito, l’art. 47-octies del Reg. Emittenti contiene una chiara indicazione del fatto che l’accordo collusivo, perché possa assumere dignità ai fini di un intervento di rettifica del prezzo dell’OPA, deve necessariamente prevedere che sia l’Offerente (e non altri) a sopportare il sacrificio derivante dal maggior vantaggio ‘riconosciuto’ al venditore in ipotesi ‘favorito’. Sotto questo profilo, l’art. 47-octies del Reg. Emittenti non è affatto equivoco. La disposizione, infatti, non si limita (come vorrebbe far credere la Comunicazione) a richiedere la sola esistenza di vantaggi economici ‘riconosciuti’ (da chiunque) al venditore, ma prevede che dalla “collusione accertata tra l’offerente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo e uno o più venditori [...] emerga il **riconoscimento di un corrispettivo più elevato di quello dichiarato dall’offerente**”, con ciò evidenziando che il vantaggio ‘riconosciuto’ al venditore deve essere oggetto dell’accordo e deve far parte del ‘corrispettivo’ riconosciuto dall’offerente al venditore; deve, cioè, far parte della complessiva prestazione economica pagata in qualunque forma (‘riconosciuta’) dall’Offerente a fronte del trasferimento delle azioni¹⁶. Il termine ‘riconosciuto’, quindi,

¹⁶ Il vocabolario Treccani – cui la Comunicazione attribuisce indiscussa affidabilità al punto da invocarlo per fornire la definizione di accordo collusivo – chiarisce bene il concetto: corrispettivo indica, infatti, “Correlativo, corrispondente, proporzionato; in partic., **di cosa che si dà o si riceve in cambio, in compenso di qualche cosa**: ha chiesto cento euro come retribuzione c. per il lavoro fatto; fatiche che hanno avuto il premio c.; prestazioni c., quelle che, nel rapporto obbligatorio, sono in correlazione reciproca”.

cui tanta importanza assegna la Comunicazione (al punto da ritenere che grazie a tale equivoca espressione sarebbe stata superata la necessità che il “*prezzo riconosciuto debba essere stato corrisposto dall’offerente*”) si accompagna all’espressione ‘*corrispettivo*’ che ne precisa i confini. La disposizione, quindi, deve essere interpretata (in coerenza con il suo esplicito dettato letterale) senza inutili forzature, nel senso, cioè, di richiedere che sia l’offerente (e non altri) ad assumere e sostenere l’onere (diretto o indiretto) del maggior vantaggio economico ‘riconosciuto’ al venditore.

4.7. Ad ogni modo, non è solo il tenore letterale delle disposizioni a smentire la tesi della Comunicazione. Anche i lavori preparatori che hanno preceduto l’attuazione della Direttiva confermano la correttezza dell’interpretazione appena illustrata. Basta infatti scorrere il documento di consultazione del 6 ottobre 2010 (richiamato dalla stessa Comunicazione), per constatare che la fattispecie prevista dall’art. 47-*octies* del Reg. Emittenti “*presuppone che l’operazione oggetto di collusione abbia determinato di fatto un’acquisizione di titoli ad un prezzo superiore a quello più elevato pagato dall’offerente e dalle persone che agiscono di concerto con il medesimo [...]*” e soggetto attivo dell’acquisizione non può che essere l’offerente che deve appunto aver pagato un prezzo superiore. D’altro canto, che debba essere l’Offerente (direttamente o indirettamente) a dover sostenere il ‘maggior’ costo ‘occulto’ lo conferma poi l’esempio citato nel documento di consultazione per illustrare la tipica fattispecie collusiva, identificata in quelle “*situazioni in cui parte del corrispettivo per l’acquisizione della partecipazione è stato “nascosto” con contratti collaterali al contratto di compravendita delle azioni (ad es. con la compravendita di un immobile a prezzi superiori a quelli di mercato per celare parte del corrispettivo relativo alla partecipazione di controllo)*” (pag. 18)¹⁷.

* * *

Su talune assunzioni in fatto alla base della Comunicazione.

Venendo al merito della Comunicazione è sufficiente la lettura delle conclusioni cui la stessa perviene per rilevare come esse poggino essenzialmente su quattro assunzioni di fatto che, nell’opinione degli Uffici di codesta Commissione, consentono di identificare – seppure sulla base di una ricostruzione giuridica travisata – i presupposti che autorizzerebbero a operare la revisione del prezzo.

L’odierna esponente si limiterà, perciò, a spendere talune considerazioni solo in riferimento a dette assunzioni, rinviando per il resto a quanto già rappresentato agli Uffici dell’Autorità.

¹⁷ Non è il caso di ripercorrere i riferimenti ai lavori preparatori o alle considerazioni (per il valore che possono avere) contenute nel *Winter Report*. E’ un fatto che tali richiami non contemplano alcuna conferma della tesi sostenuta nella Comunicazione. Anzi, i lavori preparatori e lo stesso *Winter Report* testimoniano di come, in sede di recepimento della Direttiva, lo Stato Italiano abbia optato per un adeguamento restrittivo.

I. – MCI e MTP hanno convenuto un prezzo di adesione all'Opa Camfin composto da un doppio corrispettivo.

1. La Comunicazione tenta di dimostrare l'esistenza di uno sconto sul prezzo delle azioni Pirelli, di cui si dovrebbe tenere conto quale componente di prezzo aggiuntiva rispetto al corrispettivo di 0,80 euro per azione, e di attribuire la concessione di tale sconto a Lauro 61 o comunque ai suoi Soci, in forza di un'asserita intesa collusiva tra la stessa MCI e (almeno) MTP. La tesi che la Comunicazione tenta di affermare si fonda, come già ampiamente dedotto, su ipotesi indiziarie del tutto prive di riscontro e, segnatamente, che:

- (i) le operazioni di acquisto di azioni Camfin da parte di Lauro 61 (da un lato) e di acquisto della Partecipazione Pirelli da parte di MCI (dall'altro lato) sono *“operazioni connesse e parte di un più ampio disegno unitario”* oggetto dell'intesa (collusiva) tra (almeno) MCI e MTP (p. 22 della Comunicazione);
- (ii) detta intesa collusiva dissimula come operazioni distinte quello che nella realtà sarebbe un'operazione unitaria, che si sostanzia in uno *“scambio”* di azioni Camfin con azioni Pirelli (p. 22 della Comunicazione);
- (iii) nel contesto di tale *“scambio”*, le parti della collusione *“hanno convenuto che la determinazione del corrispettivo per la cessione delle azioni Camfin comprendesse ... una componente rappresentata dallo 'sconto' sull'acquisto della Partecipazione Pirelli”* (p. 31 della Comunicazione);
- (iv) lo sconto è da rintracciare *“nella differenza tra il prezzo che MCI avrebbe dovuto pagare per le azioni Pirelli 'nella logica della conversione' (Euro 8,00) e il prezzo effettivamente pagato (Euro 7,80)”* (p. 31 della Comunicazione).

2. Nel prospettare tale ricostruzione della vicenda, la Comunicazione travisa gravemente le evidenze disponibili:

- (i) non vi è alcuna prova circa l'esistenza di uno sconto applicato sul prezzo delle azioni Pirelli. La documentazione in possesso di Consob (risposte Fonsai, Allianz e Generali) dimostra come il prezzo di vendita della Partecipazione Pirelli sia stato sottoposto ad attenta verifica e ben ponderato dalle società venditrici, consapevolmente posto a confronto con i prezzi allora correnti in Borsa, con le prospettive indicate da studi di analisti di mercato e con le condizioni complessive dell'opportunità offerta, in modo del tutto indipendente, senza influenze esterne e in coerenza con le regole di governo di ciascuna di esse;
- (ii) va rimarcato che in nessun modo risulta che uno *“sconto”* sia stato chiesto e/o accordato da MTP e/o Unicredit rispetto a un ipotetico *“giusto prezzo”* diversamente stabilito con MCI. La Comunicazione ritiene di individuare tale sconto nella differenza tra il prezzo di Euro 7,80 e il prezzo di Euro 8,00 che *“MCI avrebbe dovuto pagare per le azioni Pirelli 'nella logica della conversione'”* (p. 31 della Comunicazione). Ma i documenti dimostrano tutt'altro:
 - anzitutto, il prezzo di Euro 8,00 non è stato oggetto di alcun accordo o intesa, neppure preliminare, tra MCI, Lauro 61 o i suoi soci;

- si noti che ancora al 30/5/2013 non vi era alcuna parvenza di accordo, non soltanto in termini di intesa su un'operazione complessiva (che non c'è mai stata), ma neppure in termini di percorso attraverso il quale addivenire a una qualsiasi conclusione di un acquisto di azioni Pirelli da parte di MCI. In particolare, è documentalmente provato che: (i) in data 28/5/2013 da parte di Unicredit vi era il tentativo di tradurre le aspettative di MCI in un documento ("Linee guida di una possibile operazione") nel quale Euro 8,00 per azione Pirelli era il prezzo indicato da MCI come il "prezzo massimo" (non il "prezzo giusto") al quale la stessa avrebbe forse accettato di concludere un'operazione su azioni Camfin e GPI¹⁸; (ii) il 29/5/2013, da parte di MTP vi era totale incertezza circa la possibilità che vi fossero controparti disponibili a vendere a MCI azioni Pirelli a non più di Euro 8,00¹⁹; (iii) sempre in data 29/5/2013, il dott. Tronchetti Provera (con Allianz e Generali) e il dott. Ghizzoni (con Fonsai) trasmettevano – evidentemente in via esplorativa – l'indicazione circa la possibile esistenza di un'opportunità di cessione immediata di azioni Pirelli, indicando il prezzo di Euro 7,80 per azione, in coerenza con le indicazioni provenienti da MCI; (iv) ancora in data 30/5/2013, l'intendimento di MCI circa la possibile soluzione della controversia si manifestava tramite una proposta di permuta della propria partecipazione in GPI e Camfin con azioni Pirelli e Prelios (ove la valorizzazione delle prime ricavabile dall'entità della partecipazione oggetto di permuta equivaleva euro 7,80 per azione)²⁰; (v) tale ipotesi di permuta era immediatamente rigettata dall'avv. Gatti²¹. Nessuna intesa, quindi, c'è stata su alcuno "scambio" o sulle condizioni dello stesso; (vi) a valle di tale rigetto, l'acquisto di azioni Pirelli usciva dal tavolo negoziale (sul quale non era mai peraltro stato consensualmente ammesso) tra MCI e i rappresentanti di Lauro 61;
- è, ancora, documentalmente provato che, solo una volta riscontrata la disponibilità di Allianz e Fonsai a concludere una vendita di azioni Pirelli alle condizioni indicate da MCI, a partire dalla data del 1/6/2013, le stesse potenziali venditrici si sono messe in contatto diretto con MCI e i loro *advisor* legali e finanziari, affinché si determinassero, in totale autonomia, i termini e le modalità della possibile cessione. Tra MCI e le potenziali venditrici si sono tenuti due incontri, in data 2 e 3/6/2013, alla presenza di consulenti legali, finanziari e *principal*²²;

¹⁸ Cfr. l'email del dott. Mereghetti a valle di incontri e conversazioni con l'ing. Vittorio Malacalza.

¹⁹ Cfr. scambio di email tra il dott. Bruno e il dott. Tronchetti Provera.

²⁰ Cfr. contratto di permuta inoltrato dall'avv. D'Angelo all'avv. Gatti.

²¹ Cfr. email dell'avv. Gatti all'avv. D'Angelo in data 1/6/2013.

²² Cfr. comunicazione di MCI a Consob dell'11/9/2013 e la risposta di Fonsai del 20/6/2013.

- mai MTP o Unicredit hanno negoziato il prezzo delle azioni Pirelli, o addirittura applicato uno sconto (rispetto a che prezzo, poi?) a beneficio di MCI, né può essere qualificata in termini di negoziazione l'attività di trasmissione dell'informazione circa l'esistenza di una possibile opportunità di exit e la verifica circa la sussistenza di potenziali venditori a condizioni predeterminate

3. Del tutto contraria alle evidenze documentali e alle dichiarazioni rese da parti terze, è pertanto la conclusione riportata nella Comunicazione secondo cui sarebbe da attribuire a Lauro 61 e ai suoi soci "il merito" di avere riconosciuto a MCI uno sconto rispetto a un ipotetico e mai provato "prezzo giusto" delle azioni Pirelli.

II. - La collusione e il concerto tra le parti.

1. – Già sul piano metodologico la costruzione della Comunicazione in merito ad una presunta collusione omette di considerare che:

- la collusione costituisce una fattispecie plurisoggettiva che richiede il dolo specifico dei soggetti partecipanti o, quantomeno, una partecipazione consapevole dei medesimi;
- detta "collusione", per quanto necessaria, non è nella fattispecie disciplinata dall'art. 47-octies Reg. Emittenti sufficiente, atteso che è altresì necessario che sussista al contempo un corrispettivo effettivamente versato al venditore e non considerato.

2. Quanto al primo profilo, il perimetro soggettivo della fattispecie dovrebbe pertanto includere oltre a MTP e MCI anche Allianz e Fonsai. La stessa Comunicazione sul punto, forse consapevole dei limiti intrinseci alla sua prospettazione ha, tuttavia,

- (a) dapprima, ipotizzato che la collusione sia stata realizzata attraverso una vendita delle partecipazioni Pirelli che sarebbe transitata dal "Patto";
- (b) ha, in ogni caso ipotizzato un "supporto" esterno all'accordo collusivo da parte di Allianz e Fonsai.

2.1. Quanto alla presunta vendita dal "Patto", la debolezza di tale ricostruzione è agevolmente argomentabile considerando che la vendita dal "Patto" avrebbe dovuto essere condivisa da tutti i paciscenti che, invece neppure ne sono stati informati sino al momento della richiesta di svincolo delle azioni di Allianz e Fonsai²³, il che peraltro implica una sorta di "entificazione" del Patto stesso priva di ogni giuridico fondamento.

2.2. Questi elementari dati di chiarezza sono stati del tutto obliterati nella Comunicazione, facendo ricorso ad un processo deduttivo indiziario privo di

²³ V. anche le comunicazioni delle compagnie del 20 giugno e del 6 agosto 2013.

riscontri. Di tanto si ha la migliore conferma nel riferimento sopra accennato ad un presunto ruolo non già di partecipazione ma di “supporto” di Allianz e Fonsai alla presunta collusione (v. § 9, p. 31, della Comunicazione). Ciò mentre,

- non solo non è giuridicamente ipotizzabile un supporto all'accordo collusivo di Allianz e Fonsai, alla stregua di concorrenti esterni del patto occulto;
- ma neppure vi è e vi poteva essere prova o elemento razionale che giustificasse la condotta di Allianz e Fonsai se non la loro personale convenienza a concludere la cessione delle partecipazioni secondo il prezzo da loro ritenuto congruo.

3. Il vero è che non si può confondere l'obiettivo conseguimento di interessi di talune parti coinvolte (l'interesse di MCI al reinvestimento in azioni Pirelli, l'interesse di Allianz e Fonsai alla liquidazione dell'investimento in Pirelli, l'interesse di taluni partner finanziari ad evitare il perdurare di contenziosi, gli interessi degli azionisti Pirelli a vedere realizzata una vendita di una quota consistente di capitale ai blocchi anziché sul mercato per non doverne soffrire un pregiudizio in termini di discesa dei corsi) con un accordo volto a pagare le Azioni Camfin con azioni Pirelli.

4. La prova indiziaria non dispensa l'Autorità dal provare l'esistenza dell'accordo e segnatamente che sussista il requisito di vincolatività, il quale (secondo l'espressione utilizzata dalla giurisprudenza che ha ravvisato l'essenzialità di tale requisito) «esiste solo quando vi sia un accordo astrattamente idoneo a produrre effetti obbligatori per i paciscenti» e tra le parti sia raggiunta l'intesa sugli elementi costitutivi, sia principali che secondari, dell'accordo (v. Corte Appello Genova 19.12.2012). Di tutto ciò non v'è traccia nella Comunicazione.

5. Infine, la Comunicazione non tiene conto che la presunta collusione - ripetersi non provata neppure a livello indiziario - non è da sola sufficiente a integrare gli estremi della fattispecie concernente la rettifica in aumento del prezzo d'OPA. In particolare, giova ribadire che non v'è prova, neanche indiziaria, di alcun maggior corrispettivo pattuito tra offerente e venditore come invece richiesto dall'art. 47-octies Reg. Emittenti, posto che, ed il dato è pacifico, nessun prezzo ulteriore è stato corrisposto da Lauro 61 a MCI salvo quello noto di euro 0,80 per azione. E del resto, quand'anche volesse seguirsi l'erroneo ragionamento di codesta Autorità, là dove essa afferma (p. 21 della Comunicazione) che non è necessaria la prova che il maggior prezzo sia stato versato al venditore dall'Offerente (conclusione di per sé sola censurabile ed estranea al chiaro dettato normativo), occorrerebbe quanto meno che l'ipotetico ulteriore vantaggio del venditore, seppure proveniente da terzi, sia stato assicurato attraverso una provvista messa a disposizione dall'Offerente, del che nel caso di specie non v'è prova né tale ipotesi è mai stata sostenuta dalla Comunicazione.

6. In questo contesto, la Comunicazione sostiene che con l'espressione “*collusione*” si sarebbe inteso indicare “*un accordo non rivelato, scritto o tacito, o comunque un'intesa in senso lato, volta a perseguire un obiettivo elusivo quanto al*”

prezzo dell'OPA al fine di conseguire vantaggi reciproci' (pag. 27 della Comunicazione).

Occorre, allora, esaminare in cosa debba in effetti consistere tale accordo, onde evitare il pericolo di dare spazio a interpretazioni troppo superficiali della fattispecie destinate ad annacquare i contenuti e a renderne sostanzialmente impalpabili i connotati. La collusione presuppone il raggiungimento tra i soggetti interessati di un vero e proprio accordo occulto finalizzato intenzionalmente ad eludere l'applicazione delle regole sulla corretta determinazione del prezzo dell'OPA. Altre e diverse forme di convergenza di interessi, di parallelismo involontario o di condivisione generica di obiettivi non hanno cittadinanza, essendo sempre richiesta la prova, meglio l'accertamento di un accordo effettivo e concreto e dal contenuto specifico.

7. Da tutta la documentazione agli atti e come ampiamente illustrato nella risposta del 3 settembre 2013, non risulta alcun accordo tra Lauro 61 e MCI diverso ed ulteriore rispetto a quello che ha riguardato il trasferimento all'Offerente delle azioni Camfin di proprietà di MCI. Né vi è prova che l'Offerente o alcuno dei suoi soci abbiano assunto obblighi nei confronti di MCI a riconoscergli un corrispettivo economico commisurato allo "sconto" sull'acquisto da parte di MCI di una partecipazione Pirelli.

8. Invero, la teoria della collusione prospettata dall'Autorità assume la 'peculiare' configurazione di un sorta di intesa plurilaterale che vedrebbe coinvolti almeno Marco Tronchetti Provera, Unicredit, MCI, Fonsai e Allianz²⁴.

Naturalmente, di tale triangolazione (o meglio di un accordo volto a regolamentare tale triangolazione) non vi è traccia nella documentazione richiamata dalla Comunicazione a sostegno dell'avvio del procedimento volto alla rettifica del prezzo dell'OPA. Dalla documentazione (*rectius*, dal campione selezionato nella Comunicazione), si evince con certezza soltanto quanto segue:

- (a) che né l'Offerente (il dato è pacificamente ammesso dalla stessa Comunicazione), né Unicredit, né il dott. Tronchetti Provera hanno concordato, in qualunque forma, assumendo impegni o prestando garanzie, con MCI alcunché in ordine alle azioni Pirelli. Dalla documentazione acquisita, risulta unicamente che l'Offerente, Unicredit e il dott. Tronchetti Provera, ciascuno per quanto di rispettiva competenza, hanno respinto al mittente qualunque ipotesi di 'scambio' tra azioni Camfin e azioni Pirelli;

²⁴ In verità, a dar credito alla ricostruzione della Commissione, l'accordo collusivo non si esaurisce neppure in una triangolazione, ma assume le sembianze di un'operazione collusiva appunto cui avrebbero prestato il loro supporto, in aggiunta a Marco Tronchetti Provera, Unicredit, MCI, Fonsai e Allianz, anche l'Offerente (e ragionevolmente i suoi soci) e tutti i partecipanti al patto Pirelli, avendo gli stessi prestato il loro assenso allo 'svincolo' delle azioni Pirelli acquistate da MCI. Su questa forma di collusione 'universale' di cui avrebbe tratto vantaggio unicamente MCI, torneremo più avanti quando commenteremo gli effetti paradossali e contraddittori derivanti dall'accoglimento delle teorie della Commissione.

- (b) che MCI nella sola circostanza in cui ha manifestato al dott. Tronchetti Provera la volontà di acquisire azioni Pirelli ha ricevuto un secco diniego;
- (c) che né l'Offerente, né Unicredit, né il dott. Tronchetti Provera hanno chiesto a Allianz e Fonsai di impegnarsi a vendere azioni Pirelli, né hanno esercitato pressioni sulle stesse o hanno negoziato per loro conto con MCI.

9. All'appello dei partecipanti all'accordo collusivo non manca, quindi, solo l'Offerente e i suoi soci (che, tra l'altro, in molti casi non risultano neppure coinvolti nelle discussioni). All'accordo collusivo non partecipano neppure i venditori delle azioni Pirelli. Non partecipa una parte essenziale, cioè chi avrebbe dovuto procurare l'oggetto stesso dello scambio.

Escluso un accordo diretto tra Offerente e MCI finalizzato allo 'scambio' tra azioni Camfin e azioni Pirelli, dimostrata l'indisponibilità dell'Offerente (e dei suoi soci, incluso in particolare il dott. Marco Tronchetti Provera) ad accettare simili ipotesi di negoziazione, esclusa la partecipazione a qualunque ipotesi collusiva da parte di Allianz e Fonsai e riconosciuta la ragionevolezza del loro operato e la congruità del corrispettivo ricevuto in funzione dei loro interessi, nulla resta sul piano oggettivo di qualunque ipotesi collusiva.

10. La Comunicazione – non potendo ignorare che l'estraneità di Allianz e Fonsai all'asserito accordo collusivo mina in radice l'intera costruzione - pur di dare sostegno alla tesi della collusione plurilaterale, sostiene che *“Allianz e Fonsai sono soggetti che, anche ove non si ritenessero agenti in concerto con il sig. Tronchetti Provera in Camfin, è fuori dubbio che operano (Fonsai) o comunque operavano (Allianz) di concerto con lo stesso in Pirelli (in cui Camfin detiene una partecipazione rilevante) e intrattengono con lo stesso rapporti di affari e condividono interessi di natura economica”*. Nella ricostruzione della fattispecie collusiva assumerebbero, quindi, rilevanza centrale *“la relazione soggettiva esistente tra MTP, Unicredit, Allianz e Fonsai”*; relazione che, sempre secondo Consob, *“present(erebbe) caratteristiche particolari, riguardanti diversi aspetti e difficilmente ripetibili in altri casi”*. Sulla base di tali supposte relazioni soggettive, la Comunicazione teorizza la figura del 'supporto' esterno alla collusione²⁵.

11. Ora è pacifico che, tanto sul piano fattuale quanto su quello giuridico, la nozione di 'supporto' è priva di qualunque concretezza.

È possibile (sebbene, non appare in nessun documento acquisito dalla Commissione, che neppure risulta aver formulato quesiti in tal senso) che Allianz e Fonsai abbiano considerato, nella loro veste di azionisti Pirelli, i riflessi del contenzioso tra MTP e

²⁵ Nelle conclusioni, Consob così sintetizza la propria tesi: *“dalla citata ricostruzione risulta che MCI e Marco Tronchetti Provera (anche con l'apporto di Unicredit) hanno convenuto che la determinazione del corrispettivo per la cessione delle azioni Camfin detenute da MCI comprendesse una componente rappresentata dal prezzo di cessione di tale partecipazione e una componente rappresentata dallo “sconto” sull'acquisto della Partecipazione Pirelli da parte di MCI; i soggetti venditori di quest'ultima (Allianz e Fondiaria) hanno svolto un ruolo di supporto all'operazione”*.

MCI su Camfin e, a cascata, su Pirelli. E' anche possibile (ed anche questo non appare in nessun documento nella disponibilità della Consob che non ha formulato quesiti in tal senso) che Allianz e Fonsai non gradissero i rischi di instabilità che interessavano Camfin. E' possibile, pure, che, in linea teorica, Allianz e Fonsai preferiscano investire in società prive di situazioni di conflittualità tra soci e che, di fronte alle notizie che riguardavano Camfin e la dialettica tra MTP e MCI, possano aver valutato con maggior interesse l'idea di uscire dall'azionariato Pirelli. Tutto questo non ha però alcun rilievo nel valutare l'esistenza di un accordo collusivo, o di un *supporto* in tal senso di Allianz e Fonsai, ed è quindi irrilevante sul piano dell'analisi che ci occupa.

Parimenti immotivato appare il richiamo ai rapporti esistenti tra Unicredit e Fonsai, che risultano citati nella Comunicazione²⁶, atteso che in caso di partecipazione ovvero di finanziamento, Unicredit non avrebbe avuto interesse a causare (ne può avere agito causando), un danno alla partecipata e/o debitrice, derivante dalla pretesa vendita "a sconto" delle azioni Pirelli.

12. Da ultimo, solo poche considerazioni in merito alla ipotizzata vendita delle azioni Pirelli imputata dalla Comunicazione non già all'effettivo venditore ma al Patto nel suo insieme. Secondo la Comunicazione, le azioni Pirelli di proprietà di Allianz e di Fonsai, in virtù del fatto d'essere vincolate al patto Pirelli, non sarebbero state vendute dai suoi effettivi e legittimi proprietari, ma da tutti i pattisti insieme. A maggior ragione, quando – come nella specie – i pattisti, per consentire la vendita, debbano rimuovere taluni vincoli alla circolazione posti dal patto stesso²⁷.

La tesi è priva di ogni fondamento in quanto il concerto tra i partecipanti ad un patto parasociale non altera i principi di imputazione giuridica degli atti ed assume rilievo solo in talune specifiche occasioni normativamente indicate.

13. Si può aggiungere una ulteriore considerazione. Allianz è uno dei principali gruppi assicurativi mondiali e non risulta intrattenere rapporti 'particolari' con nessuna delle parti. L'indipendenza e l'autonomia di Allianz non può essere messa in discussione.

In particolare, Allianz vende a MCI l'intera propria partecipazione in Pirelli ed esce completamente dal suo capitale. Questa circostanza consente di ritenere, con riferimento ad Allianz, che ad essa neppure sia teoricamente prospettabile l'idea di un perdurante interesse alla stabilità di Pirelli.

Del tutto improprio è pertanto attribuire ad Allianz – al momento della sua uscita dalla compagine di Pirelli - quella comunione di interessi con l'Offrente (tramite Camfin) identificato nell'asserito interesse comune alla regolazione ed al buon funzionamento del controllo su Pirelli.

²⁶ Cfr. pag. 26 della Comunicazione.

²⁷ Applicando la teoria della Consob in modo uniforme, la vendita di azioni emesse da una comune società di capitali il cui statuto, come accade frequentemente, preveda un diritto di prelazione o una clausola di *lock up* sarebbe, nei fatti, imputabile a tutti i soci.

Ne consegue che del tutto infondata è l'attribuzione ad Allianz di un ruolo collusivo con l'Offerente, o anche solo di supporto, alla realizzazione degli obiettivi dell'intesa collusiva ascritta a MTI e MCI.

La vendita delle azioni Pirelli di proprietà di Allianz a MCI si sottrae, pertanto, ad ogni sospetto di collusione e di concerto, e questo, sia con riferimento alla transazione in sé, sia con riferimento – ciò che appare ancor più rilevante – alla congruità del corrispettivo che, essendo il frutto di una transazione tra parti indipendenti, deve presumersi corretto e di mercato. Donde la conseguenza che, costituendo il prezzo pagato ad Allianz un benchmark non influenzato da ipotesi collusive, di 'sconto' occulto non si può davvero discorrere. Il prezzo e così lo sconto è congruo e supera qualunque diversa, inattendibile, proxy. Per ovvie ragioni di coerenza, trattandosi del medesimo prezzo, anche il prezzo (identico) applicato a Fonsai si sottrae a qualunque sospetto.

III. – Il prezzo di mercato delle azioni Camfin (assenza di componenti di prezzo aggiuntive).

1. Giova sul punto ribadire che l'operazione congegnata con la partecipazione di Lauro 61 e i suoi azionisti è stata fra gli stessi impostata, anche nei suoi termini finanziari e con riferimento in particolare alla valutazione delle azioni Camfin a Euro 0,80, senza alcun coinvolgimento di MCI²⁸. Secondo lo schema originariamente definito, l'Offerente avrebbe, infatti, acquistato una partecipazione rilevante in Camfin e avrebbe promosso l'OPA al prezzo di Euro 0,80 per azione, anche qualora MCI non si fosse manifestata disponibile a cedere le partecipazioni detenute in Camfin e in GPI.

2. Costituisce, pertanto, un dato di fatto – confermato delle stesse evidenze raccolte da codesta Autorità – che il prezzo per l'acquisto delle azioni Camfin è stato fissato in Euro 0,80 dall'Offerente in epoca non sospetta. Ed è un fatto – anch'esso oggettivamente confermato da tutte le evidenze disponibili – che tale valutazione non è stata in alcun modo 'condizionata' dalla determinazione del prezzo di vendita delle azioni Pirelli.

Del resto, come noto a questa Autorità, alcuni soggetti (tra cui MTP) hanno conferito in Lauro 61 azioni Camfin ad un prezzo di Euro 0,72. Ebbene, detto elemento dimostra che i Soci dell'Offerente, al solo fine di consentire il massimo del successo in termini di risposta del mercato all'OPA, avevano condiviso di fissare il prezzo d'offerta a Euro 0,80, a fronte dell'andamento incrementale del corso dei titoli dell'ultimo periodo, e ciò è dimostrato dall'andamento delle adesioni sino alla intervenuta proroga del termine.

²⁸ Si vedano ad esempio le premesse delle diverse bozze di Accordo Quadro circolate tra le parti fino a quella del 20 maggio 2013.

Anche le circostanze sopra ricordate dimostrano inconfutabilmente che la determinazione del prezzo di Euro 0,80 è dipeso esclusivamente dalle negoziazioni intercorse tra i Soci dell'Offerente ed è sempre stato del tutto indipendente dal ruolo di MCI.

3. Quanto ai profili di congruità del prezzo di 0,80 euro per azione oggetto di rilievo ai paragrafi 8 e 9 della Comunicazione e alle conclusioni della medesima si ritiene necessario, ancora prima di entrare nel merito, evidenziare che sul piano metodologico si riscontrano significative anomalie. Infatti:

- risultano allocati da codesta Autorità pesi relativi ai valori delle metodologie utilizzate da JP Morgan, mentre quest'ultima ha evidenziato espressamente di considerarli in modo unitario;
- risulta totalmente tralasciata nella tabella e nei calcoli effettuati da codesta Autorità la metodologia dei prezzi di borsa relativamente a Camfin, adottata ed argomentata da JP Morgan;
- ha escluso arbitrariamente dall'analisi svolta, una componente rilevante del documento di JP Morgan in cui l'*advisor* riporta la valutazione del NAV Camfin con l'applicazione dell'*holding discount*.

4. Quanto precede determina una rilevante conseguenza: la tabella riportata a pag. 33 della Comunicazione non rappresenta le conclusioni raggiunte dagli *advisor* incaricati dal Consiglio di Amministrazione di Camfin, bensì una elaborazione autonoma effettuata da codesta Autorità di soltanto alcuni dei valori utilizzati da detti *advisor*, con la conseguenza che il risultato derivante da detta attività conduce a conclusioni non coincidenti con i pareri resi. A ciò si aggiunga che la tabella sembra addirittura riportare esattamente le valutazioni degli *advisor* – circostanza che non corrisponde alla realtà – e, pertanto, è idonea a generare il dubbio che detti *advisor* supportino le tesi proposte nella Comunicazione, mentre così non è.

Ciò appare davvero anomalo, anche considerando che normalmente codesta Commissione è doverosamente molto attenta nel distinguere ciò che proviene da una fonte terza e ciò che invece è fonte di elaborazione interna.

Svolta questa doverosa premessa (non priva di rilevanti conseguenze, come è ovvio), è inoltre rilevante entrare nel merito di alcune specifiche affermazioni riportate nella Comunicazione.

5. Innanzitutto, si osserva che la Comunicazione (cfr. pag. 29) contiene esclusivi riferimenti a valorizzazioni ad un mese e tre mesi del titolo Camfin che appaiono davvero irrilevanti tenuto conto delle speculazioni e dei *rumors* relativi alle dinamiche conflittuali tra Malacalza e Tronchetti intervenuti nel preteso periodo di riferimento, e ciò a maggior ragione tenendo in considerazione che Camfin è certamente un titolo "sottile". E' prassi di mercato fare riferimento a corsi azionari privi di influenze speculative; a maggior ragione in questo caso stanti le circostanze specifiche sopra indicate. La rilevazione esclusiva di un prezzo pari a Euro 0,84/0,85 (appunto in unico mese) e ad Euro 0,82 (a tre mesi) appare del tutto fuorviante. Ma, stante

l'importanza attribuita da codesta Commissione al lavoro svolto da JP Morgan, appare utile evidenziare come quest'ultima abbia espressamente affermato quanto segue: "a seguito di articoli di stampa (ivi inclusi quelli pubblicati sul sito internet Indymedia.org) relativi ad un possibile disaccordo fra gli azionisti di maggioranza della Società pubblicati in data 14 agosto 2012, la speculazione del mercato in relazione ad una eventuale operazione avente ad oggetto il cambio di controllo della Società sembra aver avuto un impatto sui prezzi di mercato delle Azioni della Società. Pertanto, abbiamo considerato il periodo precedente al 14 agosto 2012 come parametro per identificare i prezzi di mercato "non alterati" delle Azioni della Società" (cfr. pagg. 3 e 4 del documento JP Morgan).

Ciò conduce chiaramente a concludere che i periodi di riferimento identificati dalla Commissione appaiono privi di valore apprezzabile e, pertanto, inattendibili.

Ma v'è di più. Codesta Autorità ha completamente omesso la rilevazione dei prezzi storici di negoziazione della azioni Camfin espressamente riportata nella relazione di JP Morgan nella tabella a pag. 13, da cui emerge chiaramente che Euro 0,80 è un valore superiore alla media dei tre mesi, dei sei mesi e di un anno. Merita darne conto di seguito.

Nel par. 2, JP Morgan afferma quanto segue: "Abbiamo osservato i prezzi storici di negoziazione delle Azioni della Società sia prima del Comunicato, sia prima del 14 agosto 2012, essendo questa la data che abbiamo considerato ai fini della nostra analisi come prima manifestazione della pressione speculativa riguardante un'offerta per la Società.

	Prezzo per Azione di Camfin (€)	
Periodo precedente a, ed incluso il,	4 giugno 2013	13 agosto 2012
Media di 3 mesi	0,79	0,29
Media di 6 mesi	0,73	0,31
Media di 1 anno	0,56	0,29
Fonte: FactSet al 17 luglio 2013"		

Dalla tabella che precede, emerge chiaramente che mai in nessuna rilevazione il valore di Euro 0,80 si colloca al di sotto di alcuna rilevante media e, addirittura, si confronta con valori che, nettati dagli effetti speculativi, risultano inferiori di oltre la metà (0,31 vs 0,80).

6. Sempre a pag. 29 della Comunicazione, risultano condotte dagli Uffici analisi dei valori di NAV di Camfin al 31 maggio. In merito si osserva che il calcolo del NAV è una funzione di numerose variabili che, evidentemente, sono in grado di modificare significativamente il risultato finale. In assenza di esplicazioni di dettaglio sulle assunzioni utilizzate dagli Uffici, risulta non possibile procedere ad un confronto. Tuttavia, appare presumibile che siano state utilizzate assunzioni disomogenee rispetto a quelle adottate dall'Offerente nella Nota, almeno relativamente alle passività prospettiche di Camfin relative al secondo semestre (da attualizzarsi), al pagamento degli oneri finanziari, agli oneri di struttura e del personale, all'esborso per l'aumento di capitale in Prelios.

E' chiaro conseguentemente che le considerazioni riportate nella Nota sono assolutamente corrette e coerenti rispetto alle assunzioni di riferimento, mentre il risultato del lavoro svolto dagli Uffici, avendo comportato ragionevolmente una modifica di dette assunzioni, non risulta confrontabile e, comunque, non può costituire valida confutazione di quanto sostenuto dall'Offerente.

7. Richiamando le osservazioni metodologiche che precedono, le affermazioni contenute nel par. 9.3. della Comunicazione devono essere corrette anche nel merito. Le conclusioni degli amministratori indipendenti e degli *advisor* incaricati dal Consiglio di Amministrazione di Camfin, infatti, sono state non correttamente interpretate e riportate solo parzialmente.

Nello specifico, pur non entrando nel merito dell'analisi degli *advisor*, si rileva come questi non abbiano definito un *range* valutativo, come invece sembra riportato nella Comunicazione.

Peraltro, detti *advisor* non hanno escluso l'applicazione di un *holding discount* al caso in questione, così come non è stato fatto dagli amministratori indipendenti (cfr pag 10 del Parere Motivato degli Amministratori Indipendenti: "potrebbe anche venire meno il fondamento del c.d. holding discount" in alcuni specifici eventi), come invece si sostiene nella Comunicazione.

Gli *advisor* si limitano, dopo una attenta considerazione e dettagliata analisi, a considerare congruo dal punto di vista finanziario il prezzo dell'Offerta corrispondente a €0.80.

8. Nella Comunicazione si afferma altresì, richiamando le valutazioni espresse da altri analisti finanziari, segnatamente Equita Sim S.p.A., Banca Aletti & C. S.p.A. e Mediobanca – valutazioni riprodotte nella tabella di p. 33 della Comunicazione -, che sebbene "*si ritenga che, anche in ragione della loro minore completezza sotto il profilo metodologico, [dette valutazioni] - contenenti valori stimati di Camfin ben più elevati - non possano fornire informazioni puntuali sulla valutazione compiuta dalle parti ai fini dell'attribuzione del valore di Euro 0,80, si rileva che le stesse evidenziano, comunque, la presenza di un sentiment del mercato fortemente orientato a ritenere sottovalutato il prezzo di Euro 0,80 per azione Camfin*"²⁹.

Anche su questo punto, i dati utilizzati nella Comunicazione appaiono errati e incompleti:

- (i) in primo luogo, non si riportano le valutazioni espresse da una quarta analisi, pure disponibile, di Centrobanca che esprimeva una valutazione inferiore a euro 0,80 per azione Camfin;
- (ii) in secondo e più rilevante luogo, le valutazioni Equita Sim S.p.A., Banca Aletti & C. S.p.A. sono riportate³⁰ secondo indicazioni di prezzo superiori a quelle

²⁹ Cfr. Par. 9.2., pag. 32 della Comunicazione.

³⁰ Cfr. la richiamata tabella di pag. 33 della Comunicazione.

effettivamente espresse da detti analisti e che sono correttamente riprodotte dall'*advisor* JP Morgan³¹.

Tanto dimostra che non v'era affatto, secondo quanto invece argomentato nella Comunicazione, "*un sentiment del mercato fortemente orientato a ritenere sottovalutato il prezzo di Euro 0,80 per azione Camfin*".

9. Gli assunti della Comunicazione, in definitiva, risultano metodologicamente non corretti e non corrispondenti ai fatti, ai documenti prodotti dagli esperti e dagli amministratori indipendenti, nonché alla prassi valutativa di mercato.

IV. - Il prezzo convenuto tra Allianz e Fonsai e MCI.

1. La Comunicazione persiste nel ritenere che il prezzo di cessione delle partecipazioni di Allianz e Fonsai sia stato sottostimato a beneficio del compratore MCI nell'ambito di un disegno unitario, risolvendosi l'operazione in una vendita del "Patto" Pirelli, di cui fa parte Fonsai e, fino a detta vendita faceva parte, Allianz.

2. Tale assunto come i precedenti è, ancora una volta, metodologicamente e giuridicamente non corretto, non corrispondente ai fatti e ai documenti in possesso dell'Autorità. Senza volere qui ripetere considerazioni già illustrate anche in merito alle vicende relative al "Patto" Pirelli, basti considerare quanto segue.

3. Sul punto vale la pena osservare che la Comunicazione ha ommesso di tenere conto:

- (i) del fatto che il prezzo della cessione delle partecipazioni Pirelli riflette la volontà delle Parti della compravendita.
- (ii) anche considerata l'accertata esigenza di dismissione della partecipazione Pirelli in capo a Allianz e Fonsai e la circostanza che la compravendita è avvenuta fuori borsa, è del resto inconferente ogni richiamo ai valori dei corsi di borsa;
- (iii) la valutazione del prezzo determinato dalle parti espressione della loro volontà è insuscettibile di valutazioni di appropriatezza ad opera di terzi; del resto in nessun settore dell'ordinamento si ammettono, al di là delle ipotesi di prezzi imposti, valutazioni correttive di congruità, neppure nell'ambito del diritto dei consumatori.

4. Quanto all'erroneità della lettura dei fatti proposta dalla Comunicazione, è sorprendente come gli Uffici dell'Autorità non abbiano neppure considerato le giustificazioni che sia Allianz, sia Fonsai, hanno puntualmente illustrate nelle risposte inviate alle richieste loro formulate ai sensi dell'art. 115 TUF; giustificazioni tutte perfettamente ragionevoli e coerenti. In particolare:

- (a) Fonsai (risposta del 6 agosto 2013) ha chiaramente evidenziato come:
 - (i) non fosse percorribile una vendita nell'ambito degli aderenti al Patto, tenuto anche conto che in tale ambito i potenziali acquirenti erano loro stessi interessati alla dismissione della partecipazione e comunque non

³¹ Cfr. pag. 12 della valutazione JP Morgan (corrispondente alla pag. 13 della versione di cortesia in Italiano).

sarebbe stato ottenibile un prezzo sostanzialmente diverso da quello accordato da MCI;

- (ii) detto prezzo di euro 7,80 per azione Pirelli era coerente con le valutazioni compiute da Fonsai, peraltro già coperta in derivati rispetto alle oscillazioni della quotazione del titolo al rialzo che dunque erano irrilevanti;
 - (iii) tale prezzo, peraltro, ancorché inferiore alle valutazioni di taluni analisti era superiore alle valutazioni di altri e altrettanto autorevoli analisti;
 - (iv) l'operazione era complessivamente coerente con i benefici che ne avrebbe tratto Fonsai in punto, tra l'altro, di annullamento del rischio di controparte e di possibilità di reinvestire i proventi in titoli di stato notoriamente al momento particolarmente remunerativi.
- (b) Allianz (risposta del 20 giugno 2013) ha altrettanto chiaramente evidenziato che:
- (i) v'era da tempo un interesse a cedere la partecipazione in Pirelli;
 - (ii) l'operazione è avvenuta senza che gli altri partecipanti al Patto ne fossero informati se non al momento della richiesta di svincolo;
 - (iii) il prezzo era coerente, ancorché a sconto rispetto al valore di borsa, con la liquidità del titolo, il fatto che la vendita avveniva su un volume cospicuo e ai blocchi;
 - (iv) il dott. Tronchetti Provera non abbia svolto altro ruolo che quello di indicare, nella qualità di Presidente del Patto, l'esistenza di una disponibilità all'acquisto, senza peraltro indicare il potenziale compratore;
 - (v) non v'è stato nessun contatto o intesa con Fonsai.

5. Le predette circostanze sono state ignorate nella Comunicazione, sulla base di un *iter* deduttivo privo di riscontri. I documenti e gli elementi nella disponibilità dell'Autorità dimostrano, invero, al di là di ogni ragionevole dubbio che la vendita delle partecipazioni Pirelli da Allianz e Fonsai a MCI è avvenuta a prezzi coerenti e sulla base di autonome e ragionevoli motivazioni; soprattutto essa è avvenuta del tutto indipendentemente dall'OPA.

* * *

Gli effetti di una eventuale rettifica del prezzo.

Fermo quanto precede, l'odierna esponente non può non osservare, conclusivamente, che un eventuale provvedimento di rettifica in aumento del prezzo d'OPA, adottato in un quadro così poco definito oltre che sulla base di metodologie e ricostruzioni fattuali non corrette e non aderenti al dettato normativo, è evidentemente capace di generare perniciosi e non governabili effetti estremamente pregiudizievole per Lauro 61 e per il mercato in generale. Per non tacere delle conseguenze negative che potrebbero derivarne sulla conclusione dell'OPA, nonché

e principalmente dei danni reputazionali già sofferti e che potrebbero ulteriormente aggravarsi ove fosse adottato un provvedimento che affermasse la scorrettezza del prezzo d'OPA che si è dimostrato ulteriormente non sussistere né sotto il profilo della volontà di tutte le parti di questa vicenda né sotto quello degli effetti.

* * *

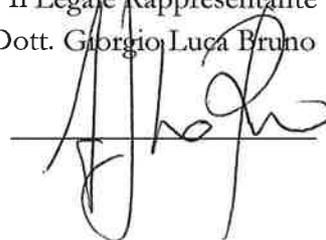
CONCLUSIONI.

Alla luce delle osservazioni svolte ai paragrafi precedenti, e delle considerazioni già illustrate, si insiste affinché codesta Autorità – previa audizione della Scrivente avanti alla Commissione, che viene con la presente formalmente richiesta – voglia concludere il procedimento avviato con la Comunicazione senza rettificare il prezzo dell'OPA Camfin, mancandone tutti i presupposti in fatto e in diritto.

* * *

I migliori saluti

Lauro Sessantuno S.p.A.
Il Legale Rappresentante
Dott. Giorgio Luca Bruno

A handwritten signature in black ink, appearing to be 'G. Bruno', written over a horizontal line.