Luiss
Libera Università
Internazionale
degli Studi Sociali
Guido Carli

CERADI
Centro di ricerca per il diritto d'impresa

L'Opa "mancata" di Olimpia su Telecom

Fabio Di Fonzo

dicembre 2002

© Luiss Guido Carli. La riproduzione è autorizzata con indicazione della fonte o come altrimenti specificato. Qualora sia richiesta un'autorizzazione preliminare per la riproduzione o l'impiego di informazioni testuali e multimediali, tale autorizzazione annulla e sostituisce quella generale di cui sopra, indicando esplicitamente ogni altra restrizione

PREMESSA

Dopo essere stata privatizzata e, in seguito, acquisita attraverso la più importante offerta pubblica d'acquisto del mercato italiano, la Telecom ha nuovamente cambiato "padrone". Tuttavia, da quando gli azionisti di riferimento sono passati da un debole raggruppamento di alcuni soci vincolati da un patto parasociale a scalatori che si sono assicurati a suon di miliardi una partecipazione di tutto rispetto, paradossalmente la più grande società telefonica italiana non è più controllata da nessuno (stando alle conclusioni raggiunte di volta in volta da chi era indiziato di controllarla, dalla Consob e dalla magistratura).

Questo dato, certamente sbalorditivo, è la logica conseguenza della scelta, sempre più diffusa, di ordinare i gruppi di società secondo un modello piramidale, che spesso comprende società estere: in questa maniera, ai vertici della piramide è possibile non solo acquisire e conservare più facilmente il controllo di fatto, pur detenendo effettivamente una partecipazione non eccezionale in rapporto alle dimensioni complessive del gruppo, ma anche rendere difficile la ricostruzione e la prova dell'influenza dominante da essi esercitata.

L'operazione che ha fatto emergere in modo palese questi elementi, peraltro già presenti in maniera meno evidente nella precedente opa e nell'assetto azionario ad essa conseguente, è stata l'acquisizione della quota di maggioranza relativa in Telecom (detenuta da Tecnost, una controllata di Olivetti, a sua volta controllata dalla Bell) da parte di una cordata capeggiata dalla Pirelli, attraverso una società appositamente costituita, Olimpia.

Peraltro, le modalità con cui è avvenuto il passaggio del pacchetto di maggioranza hanno mostrato evidenti limiti della normativa italiana del mercato finanziario, in quanto una quota azionaria di poco inferiore alla soglia che rende obbligatorio il lancio di un'opa è stata trasferita senza che agli azionisti di minoranza fosse riconosciuto alcun premio: nel caso di specie, se è vero che l'obiettivo della contendibilità delle società è stato pienamente realizzato, un altro principio fondamentale della disciplina posta dal TUF, ossia quello della parità di trattamento tra gli azionisti, è stato aggirato con grande facilità.

La ricostruzione che segue tende a scandire le tappe principali e i momenti salienti della vicenda, nonché a dare un quadro dei protagonisti, per

poi concentrarsi in particolare sull'intervento della Consob, che ha individuato nella Pirelli il soggetto cui fa capo il controllo di un immenso gruppo piramidale ed ha ritenuto necessario imporre alla società il conseguente consolidamento del bilancio, e sulla sentenza del TAR del Lazio, che ha vanificato, almeno per ora, la presa di posizione dell'organo di vigilanza. Naturalmente, non si mancherà di evidenziare eventuali difetti, incongruenze o stranezze presenti nelle decisioni dei due organi.

CAPITOLO PRIMO

LE VICENDE DELL'ACQUISIZIONE

Com'è ormai prassi, anche nel caso in questione le prime avvisaglie di ciò che sta per succedere si hanno con indiscrezioni puntualmente pubblicate dalla stampa ed ignorate, invece, dalla Consob (che ha il compito di vigilare su determinate operazioni che avvengono sul mercato).

Infatti, a fine giugno 2001 viene segnalato un intenso rastrellamento di azioni Olivetti, operato, pare, dalla Deutsche Bank. Nei giorni successivi iniziano ad essere tirati in ballo i nomi dei possibili effettivi artefici dell'operazione: su tutti Marco Tronchetti Provera, presidente ed amministratore delegato di Pirelli, Gilberto Benetton, presidente di Edizione Holding e consigliere sia di Banca Antonveneta sia di Interbanca (l'*investment bank* controllata dalla prima), affiancati da Silvano Pontello, vicepresidente e direttore generale di Banca Antonveneta.

Per quanto riguarda il gruppo da scalare, i nomi chiave sono quelli di Roberto Colaninno, presidente ed amministratore delegato di Telecom, ed Emilio Gnutti.

Entrambi gli schieramenti si caratterizzano per le strutture particolarmente articolate dei rispettivi gruppi societari, in particolare uno costruito attorno alla Pirelli e l'altra alla Telecom: qui di seguito si tenterà di delineare i relativi assetti proprietari.

1.1) Il quadro dei protagonisti

Al vertice della catena di controllo del gruppo Telecom vi è Hopa, una società lussemburghese nata il 5 novembre 1999 dalla fusione tra l'omonima società, controllata da Gnutti tramite la G. P. Finanziaria, e la Fingruppo, riferibile a Colaninno. Dopo tale ristrutturazione, la c. d. Hopa-*bis* ha come azionisti principali Fingruppo Holding (facente capo a Colaninno, Gnutti ed altri imprenditori bresciani) con il 20%, Nazionale Fiduciaria con il 12%, Omniaholding con il 5% (le due società in questione hanno come azionista di riferimento Colaninno) e G. P. Finanziaria (di Gnutti) con il 3, 5%; accanto a questi vi è una serie di società e privati che detengono ciascuno una partecipazione di poco superiore al 2%, mentre una quota del 44% è detenuta da azionisti minori.

Hopa subisce un aumento di capitale nel febbraio del 2000, per via dell'ingresso nella compagine sociale di Bc Com, altra società lussemburghese controllata dal fondo chiuso Bc partners: in seguito a ciò, le quote dei soci di maggioranza sono lievemente diminuite. Inoltre, nell'aprile 2001 Banca di Roma ha rilevato una quota di poco inferiore al 2% della società in questione.

Il secondo anello della catena è costituito da Bell, anch'essa con sede in Lussemburgo:al marzo 2000, il controllo su di essa è esercitato da Hopa, per il 31% del capitale votante direttamente e per il 21% attraverso la controllata al 100% Gpp International, mentre gli altri azionisti rilevanti sono Montepaschi (9,5%), Interbanca (7,5%), Banca Antonveneta (7,5%) e Unipol (3%). Successivamente, anche questa società subisce, contestualmente ad Hopa, l'ingresso di Bc Com (che sottoscrive azioni senza diritto di voto rappresentanti il 7,6% del capitale), mentre nel giugno 2001 aumenta il proprio capitale sociale: dopo quest'ultima operazione, Hopa aumenta la propria quota fino al 33,5% del capitale votante (31,5% di quello sociale) e Gpp passa rispettivamente al 22,5% ed al 21%, cosicché le due società insieme detengono il 56% dei voti esercitabili in Bell.

Bell, a sua volta, rappresenta l'azionista di maggioranza dell'Olivetti:, che in precedenza si è fusa con Tecnost: la quota detenuta dalla società lussemburghese in quella di Ivrea arriva progressivamente fino al 22,5%, raggiunto nel febbraio 2000[1]. A seguito di un riassetto delle partecipazioni, gli altri azionisti rilevanti di Olivetti risultano, a luglio 2001, Olivetti International con il 3% Capital Group con il 2,9%, Lehman con il 2,5%, Mediobanca con l'1%, Edison con lo 0,8%, Banca di Roma con lo 0,7% e Mediaset con lo 0,5%; inoltre, una quota di circa il 3% è detenuta da Generali, in parte direttamente e in parte attraverso una serie di società da essa controllate, mentre il flottante ammonta a circa il 65%.

Alla base della struttura vi è il gruppo Telecom, anch'esso strutturato a piramide[2]; tuttavia, per maggiore semplicità, ci si limiterà ad esaminare l'assetto azionario della sola Telecom, ricordando che tra le sue controllate spicca la TIM. Il controllo del colosso telefonico, assunto dalla Tecnost a seguito della celebre opa, è confluito direttamente in Olivetti dopo l'incorporazione della prima: la società di Ivrea ha ereditato, così, una partecipazione di circa il 55%,

---

[1] Peraltro, varie voci si diffondono sull'intenzione di aumentare la quota detenuta da Bell fino al 30%: v. *Bell sale ancora in Olivetti*, ne *Il Sole-24 ore* del 9 febbraio 2000.

[2] V. in proposito *Bell, tanti segreti ma nessun mistero*, ne *Il Sole-24 ore* dell'11 maggio 1999.

mentre altri azionisti rilevanti sono il Ministero dell'Economia (con circa il 4%) e Putnam Investments (2%) ed il flottante si aggira sul 40%.

Passando all'altra parte dello schieramento, va notato come anche la catena di controllo del gruppo Pirelli, che fa capo alla famiglia Tronchetti Provera, sia particolarmente lunga ed articolata. Alla base, infatti, vi è la Pirelli Spa (c. d. "Pirellona"), i cui azionisti rilevanti sono Marco Tronchetti Provera (4%, il 2,5% detenuto direttamente e l'1,5% tramite Camfin Finanziaria) e BZ Gruppo Holding (7,8%) e quello di riferimento Pirelli & C.(47%, di cui l'11% detenuto direttamente, il 27,5% tramite la Pirelli & C. Luxembourg e l'8,5% mediante azioni proprie della Pirelli Spa). Quest'ultima società, soprannominata "Pirellina", è un'accomandita per azioni partecipata da Generali (6%), Edizione Holding (5,7%), Hdp (5,6%), Premafin (5,3%), Allianz (5,1%), Mediobanca (4,9%) e controllata da Camfin. Questa, a sua volta, è saldamente in mano a GPI-Gruppo Partecipazioni Industriali, la *holding* non quotata della famiglia Tronchetti Provera, che ne detiene oltre il 55%, mentre altri azionisti rilevanti sono Gazzoni Frascara e Acutis (9,3% ciascuno, detenuto attraverso le rispettive società), Fenera Holding (3,7%), San Faustin (3,6%), Massimo Moratti (3,5%), Orium (3,5%) e Finar Partecipazioni Finanziarie (2%).

Comune ai due gruppi esaminati è la caratteristica di consentire il controllo pur detenendo una partecipazione relativamente modesta in rapporto alla somma dei capitali delle varie società[3].

Più semplice è delineare gli assetti relativi alle società dei *partner* in compagnia dei quali il *patron* di Pirelli effettua la scalata, che sono già stati menzionati. Infatti, Gilberto Benetton agisce direttamente attraverso la finanziaria di famiglia, Edizione Holding, che non pone problemi di individuazione del relativo controllo. In evoluzione è, invece, l'assetto di Banca Antonveneta: Pontello, che ne è vicepresidente e direttore generale, parallelamente all'operazione su Telecom, porta avanti il consolidamento di un nucleo stabile di azionisti, in vista della futura quotazione in Borsa[4] (non a caso, tra essi figureranno Edizione Holding e Gnutti).

---

[3] Addirittura, secondo le stime pubblicate nell'articolo *Il lato oscuro della piramide che porta a Telecom*, ne *Il Sole-24 ore* del 4 settembre 1999, Gnutti e Colaninno hanno investito, per ottenere il controllo dell'intero gruppo Telecom, "capitali propri (supponendo assenza di debito in Hopa e Fingruppo) che permetterebbero di detenere direttamente meno del 3,2% delle azioni ordinarie di Telecom!".

[4] Evento verificatosi nell'aprile del 2002.

1.2) Lo svolgimento dei fatti

Un'osservazione da svolgere preliminarmente concerne la profonda differenza tra le due operazioni che hanno determinato i trasferimenti del pacchetto di controllo di Telecom. L'opa, coerentemente con la disciplina dell'istituto, si è protratta per un periodo relativamente lungo ed è stata seguita dagli organi di informazione passo per passo, garantendo (almeno tendenzialmente) una certa trasparenza circa il comportamento e le intenzioni dei protagonisti; al contrario, l'operazione esaminata nel presente lavoro è stata posta in essere con modalità tali da evitare l'applicazione della disciplina sull'opa e, di conseguenza, si caratterizza per la rapidità e la riservatezza con cui i protagonisti hanno agito, sorprendendo il mercato.

Come anticipato, le prime avvisaglie dell'imminente acquisizione si hanno, a fine giugno 2001, con una serie di acquisti di azioni Olivetti, il cui autore viene insistentemente individuato in Deutsche Bank, non nuova ad agire da intermediaria nell'acquisto di partecipazioni[5]. Nei primi giorni del mese successivo i probabili scalatori vengono individuati nei soggetti di cui si è parlato in precedenza[6], che puntualmente smentiscono ogni indiscrezione: "Marco Tronchetti Provera smentisce d'aver acquistato azioni Olivetti e nega che Luciano Benetton gli abbia mai proposto di entrare in Bell. A sua volta il gruppo Benetton liquida come pure indiscrezioni di stampa il proprio interessamento a Olivetti (…) Silvano Pontello, Dg di AntonVeneta, ribadisce d'essere socio stabile in Bell senza alcuna intenzione di cedere le proprie quote. E, infine, anche Telecom dice che sono prive di fondamento le indiscrezioni circa <<i possibili avvicendamenti ai vertici della società>>. Insomma, tutti negano: i presunti scalatori di voler scalare e gli amministratori del gruppo Olivetti di vendere la società. Al massimo si cercano nuovi soci e <<si sono già avuti incontri con diversi possibili investitori>>, ha dichiarato Pontello"[7].

Nei giorni successivi le confusionarie voci che circolano prima inseriscono nel gruppo dei presunti scalatori i due finanzieri Preatoni ed Ebner (quest'ultimo socio della Pirelli), Mediaset, Acea, Luxottica ed eBiscom, poi ipotizzano un ripensamento da parte della cordata, che, pur continuando ad

---

[5] V. *Chi scala la Olivetti*, ne *La Repubblica on-line* del 27 giugno 2001.

[6] Per una completa panoramica delle ipotesi v. l'articolo *E Tronchetti Provera ora punta su Olivetti*, ne *La Repubblica on-line* del 6 luglio 2001.

[7] V. *Bufera sulla scuderia Telecom*, ne *Il Sole-24 ore* del 7 luglio 2001.

acquistare azioni Olivetti, avrebbe deciso di rimandare l'operazione; in questo clima si inserisce anche il rilievo, da parte della Corte dei Conti, che sarebbe opportuno eliminare la possibilità per il Tesoro di esercitare la *golden share* su Telecom, in quanto "sono quasi passati tre anni dalla privatizzazione, il processo di liberalizzazione delle tlc ha raggiunto un adeguato stato di avanzamento e il ruolo dell'Autorità di settore si è consolidato"[8].

Proprio quando il tentativo di scalata sembra entrato in una fase di quiescenza, a sorpresa il 28 ed il 29 luglio (significativamente sabato e domenica) gli organi di stampa diffondono la notizia che è stata raggiunta un'intesa per il perfezionamento dell'operazione e pubblicano una serie di commenti sull'accaduto, di cui si darà conto dopo una breve ricostruzione delle modalità dell'acquisizione, nonché il comunicato congiunto di Pirelli e Bell.

Il primo giorno vengono date sintetiche informazioni sull'operazione, insieme a commenti di Tronchetti Provera sul futuro delle società coinvolte ("Non si sa ancora chi guiderà il gruppo, comunque ci saranno cambiamenti ai vertici Olivetti-Telecom. La nostra è una partecipazione industriale e strategica, vogliamo gestire") e sulla presunta resistenza all'adesione da parte di Colaninno ("Abbiamo preso il cento per cento della quota di Olivetti in Bell. Questo smentisce ogni contrarietà. Non abbiamo voluto creare situazioni di conflitto")[9], nonché sulla coerenza dell'acquisizione con la strategia di espansione nel settore delle comunicazioni da parte della Pirelli e sulla necessità di ottenere l'autorizzazione dalle autorità competenti prima del perfezionamento dell'accordo.

Inoltre, viene pubblicato il comunicato al mercato di Pirelli e Bell, i cui punti principali riguardano la delibera della prima ("Il consiglio di amministrazione di Pirelli Spa riunitosi oggi ha deliberato di dare mandato al presidente Marco Tronchetti Provera di procedere alla formalizzazione di accordi con Bell S. A. relativi all'acquisto (…)"), l'adesione della seconda ("I soci di Bell hanno deliberato all'unanimità di accettare l'offerta"), la realizzazione del passaggio del controllo attraverso una futura società veicolo, la copertura del fabbisogno finanziario (di circa 4,5 miliardi di €) con la "liquidità derivante dalle note operazioni straordinarie di cessione a Cisco Systems ed a Corning Inc. di attività nei sistemi e componenti ottici per

---

[8] V. *<Via la golden di Telecom Italia>*, ne *Il Sole-24 ore* del 21 luglio 2001.

[9] V. *Pirelli e Benetton nuovi padroni di Telecom*, ne *La Repubblica on-line* del 28 luglio 2001.

telecomunicazioni, oltre che da altre operazioni di finanziamento" e, infine, i *partner* finanziari (Lazard e Merrill Lynch International per Pirelli e J. P. Morgan per Bell)[10].

Come confermato dallo stesso Tronchetti Provera, "i nuovi azionisti di riferimento della Olivetti e, a cascata, del gruppo Telecom Italia", sono Pirelli ed Edizione holding, attraverso una *newco* partecipata rispettivamente al 60% ed al 40%. Tale nuova società (denominata Olimpia, come si saprà successivamente) "ha raggiunto un'intesa per rilevare il 23% del capitale di Ivrea in portafoglio alla Bell per 7 miliardi di euro circa (13.500 miliardi), pari a un valore di 4,17 euro per ogni azione Olivetti", mentre "i soci della Bell (al 54% la Hopa di Colaninno e Gnutti insieme a una serie di partner finanziari e industriali) hanno <<deliberato all'unanimità di accettare l'offerta>>"; peraltro, la partecipazione di Olimpia in Olivetti è destinata a salire al 27%, per via dei conferimenti di Pirelli e Benetton, pari all'1,8% ciascuno e il perfezionamento dell'accordo è subordinato al parere favorevole dell'autorità *antitrust* comunitaria[11].

Quanto alle condizioni economiche dell'offerta, "i 7 miliardi di euro messi sul piatto corrispondono a una valutazione pari al doppio del livello di prezzo a cui il titolo viaggiava fino a qualche giorno fa. Bell da parte sua porta a casa una consistente plusvalenza. Il valore di carico dovrebbe aggirarsi intorno ai 2,6-2,7 euro:in questo caso la plusvalenza complessiva per la holding lussemburghese sarebbe di circa 2,6 miliardi di euro (più o meno 5mila miliardi). Per i singoli soci Bell i vantaggi economici sono molto differenziati, anche in relazione della diversa epoca d'ingresso nel capitale"[12]. Infatti, l'ultima quotazione di mercato delle azioni Olivetti è di 2,326 euro, poco più della metà dei 4,17 € offerti.

Un commento dettagliato ed esauriente da parte dei protagonisti è contenuto in due interviste, una a Pontello e l'altra a Benetton. Entrambi ipotizzano una serie di iniziative per rinnovare la Telecom e renderla più innovativa ed internazionale, ma curiosamente il primo descrive l'operazione come pensata e preparata da lungo tempo ("E' stata una grande avventura di

---

[10] V. *Il comunicato Pirelli-Bell*, ne *La Repubblica on-line* del 28 luglio 2001.

[11] Le citazioni contenute nel periodo sono tratte dall'articolo *Tronchetti e Benetton, blitz su Telecom*, ne *Il Sole-24 ore* del 29 luglio 2001.

[12] *Ibidem*.

tre anni, è finita bene, rifarei tutto”)[13], mentre il secondo sottolinea come la decisione definitiva sia stata presa e realizzata in breve tempo e rappresenti un vero e proprio *blitz* (“Diciamo che abbiamo cominciato a pensarci seriamente una quindicina di giorni fa, ma l’abbiamo fatto tra venerdì pomeriggio e sabato mattina”)[14].

Molto interessata alla vicenda si dimostra la classe politica, sia di destra sia di sinistra: nonostante la stampa riporti soltanto “il sottosegretario alla presidenza del Consiglio Gianni Letta e il vice-presidente del Consiglio Gianfranco Fini” come personaggi informati preventivamente dell’accordo, l’impressione è che anche vari altri politici già sapessero dell’operazione[15]. Visco (*ex* ministro delle Finanze) esprime parole di apprezzamento sui nuovi padroni di Telecom ed un sintetico giudizio sui vecchi (“Colaninno esce come un innovatore, piuttosto la cordata si è dimostrata poco solida, un timore che avevo espresso anche due anni fa”)[16], mentre Marzano (ministro delle Attività Produttive), oltre a chiarire che il Governo è stato informato in anticipo, si compiace dei vantaggi conseguenti alla vicenda (“Sotto il profilo della politica industriale, che è quello che istituzionalmente mi interessa, questa operazione assicura un duplice obiettivo. Da un lato garantisce stabilità all’assetto di uno dei primi gruppi industriali nazionali, e già questo è un risultato importante. Ma inoltre lo fa, come è avvenuto anche con l’Opa di Italenergia su Montedison, mantenendo il controllo in mani italiane”)[17]; altri commenti positivi sono espressi da Gasparri (ministro delle Comunicazioni) e, secondo indiscrezioni, da Tremonti (ministro dell’Economia), nonché da Baldassarri (sottosegretario dell’Economia), mentre il sindacalista Pezzotta “sospende il giudizio”, in attesa di chiarimenti sul futuro del colosso telefonico[18].

Tuttavia, i commenti più numerosi e incisivi sui risultati dell’operazione e sulle modalità con cui essa è stata condotta sono senz’altro quelli che attengono alla mancata considerazione degli interessi e dei diritti dei piccoli

---

[13] V. *<La missione è compiuta e lasciamo Telecom in mani italiane>*, ne *Il Sole-24 ore* del 29 luglio 2001.

[14] V. *“Un blitz realizzato in due settimane”*, ne *La Repubblica on-line* del 30 luglio 2001.

[15] V. *Tronchetti e Benetton, blitz su Telecom*, cit.

[16] V. *Visco:<Colaninno è un innovatore ma la sua cordata era troppo debole >*, ne *Il Sole-24 ore* del 29 luglio 2001.

[17] V. *Marzano:<Centrati due obiettivi>*, ne *Il Sole-24 ore* del 29 luglio 2001.

[18] V. *Tesoro: socio forte ok*, ne *Il Sole-24 ore* del 29 luglio 2001.

azionisti: in un accordo di dimensioni ed importanza davvero notevoli, che ha soddisfatto un po' tutti i partecipanti e la maggior parte della classe politica, si tratta di una lacuna davvero grave, che provoca sdegno in molti commentatori ed alimenta nuovamente il dibattito sull'adeguatezza del TUF.

In particolare, molto critica riguardo a questo aspetto è la stampa straniera: secondo il *Financial Times* "il regno di Colaninno finisce così come era iniziato, abusando dei piccoli azionisti. (…) Pirelli e Benetton infatti hanno pagato un premio dell'80 per cento sulle quotazioni Olivetti ma né i piccoli azionisti Olivetti e né quelli Telecom ne avranno un beneficio" e tutto ciò dimostra "l'inadeguatezza delle regole italiane sull'Opa", mentre il *Wall Street Journal* parla di "mossa a sorpresa" e di "struttura bizantina delle regole italiane", che hanno permesso di ottenere il controllo di un gruppo immenso con un capitale esiguo ("Con una somma relativamente modesta Marco Tronchetti Provera assume il controllo di un grande gruppo. E questo è perfettamente legale, ma dimostra ancora una volta che c'è qualcosa di sbagliato nelle regole italiane sui *takeover*") e l'*Herald Tribune* individua nell'operazione "l'ennesima tappa nel riscrivere la mappa del capitalismo italiano"[19].

Ma il commento più ampio, autorevole ed approfondito è quello di Guido Rossi, *ex* presidente di Telecom e della Consob, che pronuncia parole molto risentite. Secondo il giurista "la legge Draghi è platealmente fallita (…) non si applica affatto alla Telecom": il "principio sostanziale" alla base della legge, è che "ogni volta che cambia la proprietà di una società, l'acquirente dovrebbe distribuire il premio di controllo a tutti, spalmare cioè il premio di maggioranza anche sui piccoli azionisti", mentre "nel caso di Telecom il passaggio di controllo è talmente evidente che in poche ore sono cambiati presidente e amministratore delegato, eppure la cordata Pirelli-Benetton non ha la necessità di lanciare un'offerta pubblica di acquisto perché la lussemburghese Bell ha poco più del 22% di Olivetti, controllante di Telecom". Oltre ad esprimere considerazioni negative sul capitalismo italiano, Rossi espone la propria soluzione del problema: "tutta la normativa sulle scalate oggi andrebbe ripensata, anche alla luce del naufragio della direttiva sull'Opa europea. Del resto la legislazione americana non è centrata sull'Opa, né io ho mai creduto

---

[19] Le citazioni tradotte della stampa estera sono contenute nell'articolo *Ignorati i piccoli azionisti*, ne *La Repubblica on-line* del 30 luglio 2001, il quale riporta una serie di altri commenti dello stesso tenore da parte di operatori italiani. V. anche *Perché il mercato non festeggia*, ne *Il Sole-24 ore* del 31 luglio 2001.

che l'Opa fosse una panacea per i mali del capitalismo italiano. Nel caso della Telecom, semmai, bisognava prima impedire che Colaninno e soci costruissero una piramide di scatole cinesi per scalarla con i soldi degli altri"[20].

Anche Enrico Letta, *ex* ministro dell'Industria, ritiene opportuno modificare la disciplina dell'Opa, abbassandone la soglia di obbligatorietà al 20%[21]. Invece Alberto Pera, *ex* segretario generale dell'*Antitrust* italiana, nel commentare la notizia che la Commissione UE ritiene di propria competenza l'esame dell'acquisizione, rileva come la soglia di controllo fissata dal TUF crei un'evidente discrasia con la nozione di controllo valida ai fini della normativa *antitrust* (secondo l'autorità italiana della concorrenza, a Colaninno è bastato il 25% per controllare la Telecom)[22].

Intanto, Enrico Bondi viene nominato nuovo amministratore sia di Olivetti sia di Telecom; da parte sua, Tronchetti Provera annuncia di avere in cantiere una serie di iniziative per la riduzione dei debiti della Pirelli, ma mantiene uno stretto riserbo sulle stesse, non escludendo la fusione tra Olivetti e Telecom. Inoltre, si diffondono voci sulla volontà di Deutsche Telekom e Telefonica di entrare nel capitale di Telecom, ma tutto rimane a livello di indiscrezioni.

Novità si hanno, invece, sul fronte della *newco* destinata ad assumere il controllo di Olivetti: progressivamente si viene a sapere dell'ingresso di Unicredit[23] e Banca Intesa[24] nel capitale e viene pubblicato il patto di sindacato triennale tra Pirelli e Benetton. Quest'ultimo prevede che Pirelli possa cedere il 20% a Unicredit e Banca Intesa e stabilisce una serie di garanzie a tutela degli azionisti di minoranza (ad esempio, una maggioranza qualificata dell'81% per le assemblee straordinarie e la necessità del voto favorevole di almeno uno dei due consiglieri nominati da Edizione holding per l'approvazione di una serie di delibere; inoltre, in caso di cambio di gestione di una delle due società vincolate, l'altra ha diritto di cedere le proprie azioni alla prima ad un prezzo di circa 4 €), in alcuni casi estese anche ai consigli di amministrazione di Telecom

---

[20] V."*La legge Draghi è fallita capitalismo senza regole*", ne *La Repubblica on-line* del 31 luglio 2001.

[21] V. *Letta: <Ridurre la soglia Opa al 20%>*, ne *Il Sole-24 ore* del 1° agosto 2001.

[22] V. *Bruxelles punta i riflettori sulla rivoluzione delle tlc*, ne *Il Sole-24 ore* del 1° agosto 2001.

[23] V. *Olivetti, Unicredit entra in Newco*, ne *La Repubblica on-line* del 3 agosto 2001.

[24] V. *Manovre su Olivetti e Pirellina*, ne *La Repubblica on-line* del 10 agosto 2001.

e Olivetti[25]. A fine agosto si apprende che il nome della *newco* è Olimpia e a metà settembre che le due banche vi entrano con il 10% ciascuna.

A fronte di tutto ciò, è da valutare come il mercato sanzioni l'operazione con un generale calo della quotazione delle azioni delle varie società coinvolte, che prosegue per mesi ed arriva, in alcuni casi, al 20% del valore: le cause di ciò sono da ricercare nella delusione dei piccoli azionisti, nei dubbi sul notevole debito del gruppo e sull'assenza di un chiaro piano industriale.

Tra il 19 e il 20 settembre vi sono due novità positive per i controllanti di Olimpia. Prima viene raggiunto un accordo sulla revisione del corrispettivo per l'acquisto dei titoli Bell (divenuto eccessivamente oneroso a seguito delle conseguenze economiche degli avvenimenti dell'11 settembre): sebbene l'importo resti invariato, Bell si impegna a sottoscrivere un prestito obbligazionario di duemila miliardi di lire emesso da Olimpia, della durata di 6 anni e convertibile in azioni Olivetti, ottenendo secondo le stime uno sconto del 10% circa (grosso modo 1.5000 mld, che si sommano ad un prestito di 1000-15000 mld. da Montepaschi e 500 da Antonveneta). Il giorno dopo, giunge la notizia del parere favorevole all'accordo dato dalla Commissione UE, condizionato all'impegno da parte di Edizione holding di dismettere entro 15-20 mesi le proprie partecipazioni in Blu e in Autostrade tlc, società telefoniche al pari di Telecom e il cui mantenimento, pertanto, configurerebbe una concentrazione non consentita[26]; al contrario, l'*antitrust* comunitaria non ravvisa nessun pericolo di integrazione verticale relativamente alla fornitura di cavi da Pirelli a Telecom, visto che "l'approvvigionamento dei concorrenti di Telecom sarebbe comunque garantito da operatori importanti quali Corning, Alcatel e Lucent"[27].

Dopo il chiarimento di questi importanti punti, il 27 settembre Tronchetti Provera illustra, finalmente, il piano industriale, incentrato innanzitutto su un aumento di capitale di circa quattro miliardi di € per quanto riguarda Olivetti e, sul fronte Telecom, sull'intensificazione delle attività di *core business*, ossia telefonia ed *internet* ("Verranno ulteriormente rafforzate la telefonia fissa e mobile nazionale, la telefonia mobile internazionale anche

---

[25] V. *Telecom, il patto Pirelli-Benetton*, ne *Il Sole-24 ore* del 9 agosto 2001.

[26] V. *Pirelli-Telecom, via libera condizionato dall'Ue* e *Sì della Ue al matrimonio Pirelli-Telecom*, entrambi ne *La Repubblica on-line* del 20 settembre 2001.

[27] V. *Olivetti, la Ue dice sì e detta le condizioni*, ne *Il Sole-24 ore* del 21 settembre 2001.

attraverso acquisizioni e/o accordi, mentre per la telefonia fissa internazionale non sono previste ulteriori acquisizioni. Anche le directories e le attività Internet collegate alle due telefonie rientrano fra i core business"), e sulla cessione immediata di Lottomatica e futura di La7 e di altre attività (tra le quali non è esclusa la partecipazione in Mediobanca), per ridurre l'indebitamento; quanto all'accorciamento della catena di controllo, secondo Tronchetti "non è un progetto realistico nel breve termine se non creando conflitti tra gli azionisti delle varie holding", ma non è da escludersi che venga realizzato in futuro ("Lo faremo quando sarà ragionevole farlo")[28]. Va segnalata, in proposito, l'accoglienza nel complesso positiva riservata al piano industriale dalla comunità finanziaria londinese[29].

Il 13 ottobre viene deliberato l'aumento di capitale di Olivetti. Successivamente, verso la fine del mese Benetton dichiara "ipotizzabile una fusione" tra Olivetti e Telecom "quando le azioni inizieranno a superare i 3 euro"[30]; la notizia viene confermata, a fine novembre, da Tronchetti Provera, che dichiara plausibile una diluizione della quota di controllo intorno al 20% e ribadisce l'obiettivo di accorciare la catena di controllo[31].

Un punto poco chiaro è quello della "buonuscita" riconosciuta a Colaninno. Secondo gli accordi, l'*ex* presidente ed amministratore delegato di Olivetti e Telecom avrebbe dovuto ricevere 15 milioni di € da ciascuna delle due società; tuttavia, la somma gli viene corrisposta solo da Olivetti, mentre Telecom, come chiarito dallo stesso Tronchetti Provera, non intende versargli alcuna somma, in quanto non vi è stata alcuna delibera del consiglio precedente il passaggio delle azioni. Ovviamente, Colaninno si riserva di intraprendere le azioni più opportune[32].

Tuttavia, la questione di gran lunga più rilevante è di carattere giuridico, ma con implicazioni economiche ed operative di notevole portata, e concerne la titolarità del controllo su Olivetti e Telecom, con tutte le conseguenze del

---

[28] V. *Quattro miliardi di euro per ridare fiato a Olivetti*, ne *La Repubblica on-line* del 27 settembre 2001.

[29] V. *Tronchetti non ha deluso la City*, ne *Il Sole-24 ore* del 29 settembre 2001.

[30] V. *Olivetti sugli scudi, su ipotesi fusione con Telecom*, ne *La Repubblica on-line* del 22 ottobre 2001.

[31] V. *<Telecom ridarà la leadership all'Italia> - <Scendere sotto il 20% non è un tabù>*, ne *Il Sole-24 ore* del 21 novembre 2001.

[32] V. *E' <giallo> sulla buonuscita di Colaninno*, ne *Il Sole-24 ore* dell'8 novembre 2001.

caso. La vicenda, su cui intervengono prima la Consob e poi il TAR del Lazio, merita di essere esaminata in un'apposita sezione del lavoro.

CAPITOLO SECONDO

IL CONTROLLO DI OLIMPIA E OLIVETTI

1.1) Il controllo nella vicenda Olimpia: questioni generali

La maniera in cui è stata affrontata la questione del controllo su Olimpia ed Olivetti sembra esemplificare magistralmente l'articolazione e la complicatezza della normativa italiana, che contempla diverse nozioni di controllo societario, a seconda dell'ambito di volta in volta disciplinato.

In particolare, nella vicenda in esame, vengono in esame almeno due normative speciali concernenti il controllo societario, cui le parti coinvolte fanno riferimento. Infatti, almeno a quanto è dato capire dalle notizie riportate dai giornali, gli organi di informazione e la Pirelli (azionista di riferimento di Olimpia, Olivetti e del gruppo Telecom) prendono in considerazione il controllo come presupposto dell'obbligo di consolidamento del bilancio[33], mentre la Consob, nei propri documenti, si riferisce sempre alla nozione di controllo di cui all'art. 93 del TUF, valida ai fini della disciplina degli emittenti dettata dalla parte IV dello stesso TUF[34].

Tuttavia, l'anello di congiunzione tra le due nozioni di bilancio è costituito dal richiamo, da parte di entrambe le normative speciali menzionate, della disciplina generale del controllo, contenuta nell'art. 2359 c.c.: sicuramente (in quanto il passaggio, pur apparendo il più verosimile, non è stato esplicitato), la Pirelli e, di conseguenza, la stampa, ritengono implicitamente che la Consob possa, una volta ritenuto sussistente il controllo della Pirelli su Olimpia e Olivetti, imporre anche il consolidamento del bilancio[35] o impugnare il

---

[33] La relativa disciplina è contenuta nel d. lgs. 9 aprile 1991, n. 127, in materia di bilancio consolidato.

[34] La norma che più di tutte viene in rilievo è quella contenuta nell'art. 114, che impone alle società quotate di impartire "le disposizioni occorrenti affinché le società controllate forniscano tutte le notizie necessarie per adempiere gli obblighi di comunicazione previsti dalla legge"; funzionale a tale obbligo è il potere di "richiedere agli emittenti quotati, ai soggetti che li controllano e alle società dagli stessi controllate, la comunicazione di notizie e documenti, fissandone le relative modalità", conferito alla Consob dall'art. 115.

[35] L'art. 3, lett. *a)* della l. 7 giugno 1974, n. 216, sul mercato mobiliare, conferisce alla Consob il potere di "prescrivere alle società con titoli quotati in borsa, e agli enti aventi per oggetto esclusivo o principale l'esercizio di attività commerciali, i cui titoli sono quotati in borsa, la redazione di bilanci consolidati di gruppo anche per settori omogenei". Tuttavia, secondo parte della dottrina, tale previsione è stata implicitamente abrogata dall'art. 27 del d.

documento dinanzi al giudice ordinario (art. 157 TUF). La conseguenza più evidente del configurarsi di un obbligo in tal senso sarebbe l'attribuzione dei debiti di Olivetti direttamente in capo a Pirelli, ma non meno importante sarebbe la necessità che le due società riducano le rispettive partecipazioni in Mediobanca ad un totale non superiore al 2%, soglia che nessuno degli aderenti al patto parasociale della banca può superare[36].

La questione giuridica inizia a porsi a fine ottobre, con la presentazione alla Consob del prospetto informativo relativo all'aumento di capitale di Olivetti, deliberato il 13 ottobre 2001; in tale documento va chiarita, conformemente allo schema predisposto dalla Consob, la situazione dell'intero gruppo e, in particolare, del relativo controllo.

La stampa rileva in proposito che la società di Tronchetti Provera sceglie di non consolidare né Olimpia in Pirelli né Olivetti in Olimpia, avvalendosi del parere conforme di giuristi come Libonati e Marchetti. Secondo l'orientamento seguito, Pirelli, pur disponendo della maggioranza dei voti, non è in grado di esercitare l'influenza dominante su Olimpia, di cui all'art. 2359 n. 2), essendo previste maggioranze qualificate per le delibere più importanti; a sua volta, Olimpia non ha il controllo di diritto su Olivetti, di cui ha solo il 27%, e l'eventuale controllo di fatto andrebbe accertato nel tempo (secondo parte della dottrina un paio di anni). In particolare, Libonati ritiene che il consolidamento del bilancio sia escluso dall'esistenza di un controllo congiunto con Edizione holding su Olimpia, circostanza che (in base all'art. 37 del d. lgs. 127/91) rende il consolidamento meramente facoltativo[37].

1.2) L'intervento della Consob

La Consob approva il prospetto informativo, ma con un comunicato del 30 ottobre chiede ad Olivetti "di integrare il par. 3.3 (*Eventuale soggetto controllante ai sensi dell'art. 93 del Testo Unico*), Sezione I (*Informazioni relative a Olivetti e al Gruppo Olivetti*) del prospetto informativo relativo all'aumento del capitale deliberato in data 13 ottobre u. s., con l'indicazione che, secondo la

---

lgs. 127/91, che impone l'obbligo di consolidamento a tutte le società quotate: v. sul punto COLOMBO-OLIVIERI, *Bilancio d'esercizio e consolidato*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, vol. VII, Torino, 1994, p. 607, e la dottrina ivi citata.

[36] V. *Pirelli-Telecom, Consob rinvia*, ne *Il Sole-24 ore* del 4 gennaio 2002.

[37] V. *Pirelli non consolida e vola in borsa*, ne *Il Sole-24 ore* del 24 ottobre 2001.

valutazione della stessa Consob, Olivetti spa è controllata di fatto da Olimpia e quest'ultima società è soggetta al controllo solitario di Pirelli spa".

La risposta della Pirelli è affidata ad un comunicato stampa in cui esplicita "il proprio diverso orientamento, ritenendo infondata l'attuale posizione della Consob anche in relazione ai precedenti orientamenti espressi relativamente al possesso Bell in Olivetti": infatti, in prospetto relativo all'aumento di capitale della Bell, deliberato nel gennaio 2001, approvato dalla Consob, non è stato mosso alcun rilievo circa l'inesistenza di un soggetto cui sia ascrivibile il controllo[38].

La Commissione di vigilanza rende note le motivazioni del provvedimento il 5 novembre[39]: le considerazioni svolte sono particolarmente interessanti, in quanto permettono di integrare la laconica disposizione contenuta nell'art. 2359 n. 2) c.c. con quei criteri che la dottrina in materia da tempo attende.

Nel documento, la Consob parte dalla considerazione che l'art. 93 TUF richiama il primo comma dell'art. 2359, nn. 1 e 2 c.c. (in particolare, nel caso in questione rileva la seconda delle due disposizioni)[40], dal quale si desume che "tanto per il controllo di diritto quanto per quello di fatto l'individuazione del rapporto di controllo dipende non tanto dalla possibilità di incidere direttamente sull'operato dell'organo amministrativo, quanto dalla capacità di orientare la volontà dell'assemblea ordinaria": essendo la Pirelli titolare del 60% delle azioni di Olimpia, ne esercita influenza dominante in assemblea.

Quanto ai patti parasociali, essi non limitano la possibilità di Pirelli né di nominare la maggioranza degli amministratori, né di adottare le delibere assembleari. In merito al secondo profilo, la Consob osserva che "con riguardo ad alcune delibere su materie definite rilevanti, è previsto che ci sia bisogno del parere favorevole di almeno un amministratore espressione di Edizione Holding <*se presente*>. Tuttavia, in caso di disaccordo tra le parti, è anche

---

[38] V. *Olivetti, via libera alla ricapitalizzazione*, ne *Il Sole-24 ore* del 31 ottobre 2001. In relazione alle differenti valutazioni date dalla Consob su Bell e Pirelli v. anche *Due pesi e due misure*, *ibidem*.

[39] V. *Controllo di Olimpia e di Olivetti: motivazioni della valutazione Consob*, in *Consob Informa* n. 43, del 5 novembre 2001.

[40] A norma della quale sono considerate controllate anche "le società in cui un'altra società dispone di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria".

previsto che dopo una procedura obbligatoria di consultazione, qualora tale divergenza non venga superata, i rappresentanti di Edizione siano tenuti ad astenersi dal partecipare alle riunioni consiliari", consentendo a Pirelli l'adozione delle delibere.

Quanto alla presunta disparità di trattamento rispetto a Bell, la Commissione osserva che "non espresse proprie valutazioni in proposito né manifestò assenso, neanche implicito, riguardo all'opinione di Bell di non considerarsi controllante di fatto di Olivetti"; bensì, essendo "di fronte al primo caso concreto di possibile applicazione della nozione di controllo" prevista dal TUF, ritenne opportuno avviare "gli approfondimenti necessari per definire la questione". Ciò le ha permesso di enucleare criteri di notevole importanza nell'orientare l'interprete al fine di individuare la presenza del controllo di fatto; essi sono:

- l'esame delle assemblee ordinarie di particolare significatività (nomina degli amministratori, approvazione del bilancio);

- la variabilità della quota di partecipazione idonea ad assicurare un'influenza dominante;

- la sussistenza di un controllo non occasionale, dovuto ad una situazione contingente, ma "frutto di una situazione giuridica relativamente stabile";

- l'analisi dell'andamento delle assemblee, anche precedenti l'acquisizione, ai fini di accertare la stabilità del controllo (che può anche essere trasferito da un soggetto ad un altro);

- verifica degli eventuali mutamenti degli azionisti rilevanti, che detengono partecipazioni superiori al 2%.

La Consob conclude che, in base ai criteri precedenti, Olimpia, controllata da Pirelli, controlli a sua volta Olivetti.

La risposta di Tronchetti Provera riporta il discorso sul consolidamento del bilancio, evidentemente il grosso timore dell'industriale: "Consolidare significa fornire maggiore chiarezza su una società e farlo nel caso di Olimpia e Pirelli non darebbe maggiore chiarezza, bensì fornirebbe un quadro fuorviante agli azionisti"[41].

---

[41] V. *Consob spiega il no a Pirelli*, ne *Il Sole-24 ore* del 6 novembre 2001.

In data 6 dicembre 2001 la Pirelli presenta alla Consob istanza di revisione della decisione precedente, basando la richiesta sul rilievo che "non si può accertare il controllo di fatto su Olivetti, di cui Olimpia detiene il 27,7%, sulla base di un'unica assemblea, quella tenuta a ottobre per il via libera alla ricapitalizzazione cui partecipò il 43% del capitale, il 30% in più rispetto alle passate adunanze degli azionisti"[42].

In attesa della risposta, la Pirelli, in data 3 gennaio 2002, notifica alla Consob ed alla Borsa italiana il ricorso al Tar del Lazio contro la delibera della Commissione, "a scopo cautelativo per evitare che il decorso del termine di legge rendesse inoppugnabile il predetto provvedimento della Consob"; tuttavia, a differenza di Olivetti, la società milanese non ha ancora provveduto a depositare il ricorso presso il TAR. Intanto, lo stesso giorno, Tronchetti Provera ed i suoi legali vengono ascoltati, presso la sede della Commissione, a proposito delle ragioni per cui non ritengono sussistente il controllo a cascata su Olivetti[43].

Il provvedimento della Consob[44] è di rigetto dell'istanza, basato su due motivi che impediscono la rimozione, in sede di autotutela, dell'orientamento che ritiene esistente il controllo di Pirelli su Olimpia e di questa su Olivetti. Innanzitutto, non viene ravvisato un "interesse pubblico attuale, specifico e concreto alla rimozione degli effetti dell'atto stesso", in quanto la Consob nega che il predetto orientamento abbia in sé natura provvedimentale, mentre è parte di un provvedimento (l'autorizzazione alla pubblicazione del prospetto) che ha già esaurito i propri effetti. In secondo luogo, la Commissione ritiene ancora sussistente il controllo, in quanto 1) Olimpia risulta aver incrementato, alla data del 17 dicembre 2001, la propria partecipazione in Olivetti dal 26,962% al 28,736%; 2) non sono stati rilevati nuovi azionisti con partecipazioni superiori al 2%; 3) gli azionisti rilevanti non hanno comunicato variazioni delle relative partecipazioni.

---

[42] V. *Consob, tempi stretti per Pirelli-Olivetti*, ne *Il Sole-24 ore* del 30 dicembre 2001.

[43] V. *Pirelli-Telecom, Consob rinvia*, cit.

[44] Comunicazione n. DEM/2001124, dell'8 gennaio 2002, reperibile sul sito *www.consob.it*.

1.3) La sentenza del TAR del Lazio

In data 10 gennaio 2002 anche Pirelli ed Olimpia depositano il proprio ricorso contro il primo dei due provvedimenti della Consob, estendendo in seguito l'impugnazione al secondo (cosa che successivamente fa anche Olivetti): il TAR del Lazio riunirà tutti i ricorsi.

In data 27 febbraio 2002 il giudice amministrativo pubblica il dispositivo della sentenza di annullamento di entrambi i provvedimenti della Consob.

Occorre subito precisare che, contrariamente agli argomenti addotti dalle parti in precedenza, in sede processuale sia i motivi di impugnazione proposti dalle società sia le eccezioni della Consob attengono pressoché esclusivamente al rispetto delle norme procedimentali nell'attività svolta dalla Commissione (in particolare, anche i rilievi sulla differenza di trattamento tra Olimpia e Bell vengono presentati come indice di contraddittorietà, e quindi eccesso di potere, delle decisioni della Consob) alla natura provvedimentale dei relativi orientamenti e alla carenza di interesse all'impugnazione: di conseguenza, dopo aver riconosciuto sussistente la legittimazione *ad impugnandum* delle ricorrenti, il TAR non esamina in alcun modo le norme di diritto sostanziale in materia di controllo societario, bensì censura i profili di illegittimità dell'azione della Consob.

Il tribunale accoglie la tesi alla base dei motivi addotti dalle ricorrenti, secondo cui "il procedimento deliberativo seguito dalla Commissione presenta vizi e irregolarità che non consentono di avere certezza che la volontà di quest'ultima si sia formata sulla base di un autonomo e approfondito esame di tutte le circostanze rilevanti nell'esercizio del potere di vigilanza, e dopo che vi sia stata una chiara e puntuale rappresentazione delle ragioni effettive che giustificavano la determinazione assunta". In particolare, il TAR ritiene, anche sulla base dei verbali della Consob, che le motivazioni (peraltro contraddittorie) dei provvedimenti siano state non solo rese note, ma anche decise successivamente ai provvedimenti, che pertanto ne sarebbero carenti; questa sarebbe una delle molte violazioni, nel procedimento seguito dalla Commissione, del regolamento Consob n. 8674 del 17 novembre 1994 e successive modificazioni (tra le altre, ad esempio, la presenza nella discussione di funzionari non previsti e la mancata verbalizzazione dell'audizione di Tronchetti Provera e dei suoi legali).

Il TAR ritiene che le considerazioni sulla "natura dei vizi riscontrati nelle delibere impugnate concernenti il procedimento e la motivazione esimono il Collegio dallo scendere all'esame delle ulteriori censure incentrate direttamente sulla valutazione dei fatti da cui la Commissione ha tratto il convincimento che Pirelli controlla solitariamente Olimpia e Olimpia controlla di fatto Olivetti", concludendo, tra le righe, che la valutazione in merito spetta pur sempre alla Consob, purché essa agisca nel rispetto delle procedure.

Coerentemente con tale ultimo rilievo, l'11 aprile 2002 la Commissione diffonde un comunicato stampa[45] in cui dichiara di voler effettuare, dopo aver conosciuto le motivazioni della sentenza, una nuova valutazione: "La Consob rileva che l'accoglimento dei ricorsi è avvenuto in base a censure relative al procedimento e alla motivazione delle determinazioni assunte; tali censure sono state ritenute assorbenti delle questioni di merito, che non sono state considerate nella sostanza. La pronuncia del TAR indica altresì alla Consob <il dovere (…) di rideterminarsi emendando la propria azione dai vizi che il giudice ha rilevato>, assumendo una nuova decisione. La Consob, sempre considerando le esigenze di tutela del mercato, si riserva di corrispondere in tempi brevi a quanto richiesto".

[45] Pubblicato in *Consob Informa* n. 9, del 4 marzo 2002.