



REPUBBLICA ITALIANA

IN NOME DEL POPOLO ITALIANO

Il Tribunale Amministrativo Regionale per il Lazio

Roma - Prima Sezione

nelle persone dei magistrati:

Dott. Pasquale de Lise	Presidente
Dott. Germana Panzironi	Componente
Dott. Roberto Caponigro	Componente, relatore

ha pronunciato la seguente

SENTENZA

sul ricorso n. 5096 del 2005, proposto da

Giovanni Antolini

rappresentato e difeso dagli Avv.ti Giuseppe De Gregori, Giorgio Recchia e Silvio Bozzi ed elettivamente domiciliato presso lo studio legale Recchia e Associati in Roma, Corso Trieste n. 88

contro

Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob), in persona del Presidente e legale rappresentante Pres. Lamberto Cardia, rappresentata e difesa dagli Avv.ti Fabio Biagianti, Salvatore Providenti, Roberto Rizzi e Simona Zagaria della Consulenza Legale interna ed elettivamente domiciliata presso la propria sede in Roma, Via G.B. Martini n. 3

nonché

Vento S.p.A., in persona del Presidente e Amministratore delegato dott. Aldo Grimaldi, rappresentata e difesa dagli Avv.ti Luigi Manzi, Marco

Arato e Marco Sica con domicilio eletto presso lo studio del primo in Roma,
Via Confalonieri n. 5

per l'annullamento

della delibera della Consob n. 14988 del 12 aprile 2005 avente ad oggetto la
“Determinazione del prezzo di offerta dell'opa residuale promossa dalla
Vento spa sulle azioni ordinarie Grandi Navi Veloci spa”; di ogni altro atto
presupposto, conseguente e connesso

nonché per l'annullamento

della decisione della Consob di autorizzare la durata dell'opa residuale
promossa dalla Vento spa sulle azioni ordinarie Grandi Navi Veloci spa nel
periodo intercorrente tra il 16 maggio 2005 e il 6 giugno 2005, salvo
proroga;

della decisione della Consob di autorizzare la data del pagamento del
corrispettivo e del trasferimento delle azioni nel 10.6.2005, salvo proroga.

Visto il ricorso con i relativi allegati;

Visti i motivi aggiunti depositati il 18 giugno 2005;

Visto l'atto di costituzione in giudizio della Consob;

Visto l'atto di costituzione in giudizio della Vento S.p.A.;

Viste le memorie prodotte dalle parti a sostegno delle rispettive difese;

Visti gli atti tutti della causa;

Uditi alla pubblica udienza del 23 novembre 2005 - giudice relatore il dott.

Roberto Caponigro – l'avv. Silvio Bozzi per il ricorrente, l'avv. Salvatore

Providenti per la Consob nonché gli avv.ti Luigi Manzi e Paolo Borghi,

quest'ultimo su delega dell'avv. Marco Sica, per la Vento S.p.A.;

Ritenuto in fatto e considerato in diritto quanto segue:

FATTO

La Vento s.p.a. (di seguito indicata anche “Offerente”), in data 12 ottobre 2004 ha complessivamente acquisito da Grimaldi Holding s.p.a., Aernavi s.r.l. ed alcuni membri della famiglia Grimaldi n. 46.078.734 azioni della Grandi Navi Veloci s.p.a. (di seguito indicata anche “Emittente”), pari al 70,89% del capitale sociale di quest’ultima.

L’Offerente, a seguito dell’offerta pubblica di acquisto totalitaria su n. 13.503.705 azioni ordinarie dell’Emittente promossa ai sensi degli artt. 102 e 106 del D.Lgs. 58/1998 e svoltasi nel periodo dal 2 novembre al 26 novembre 2004, ha poi acquisito n. 7.022.892 azioni dell’Emittente, pari al 10,804% del capitale ordinario di detta società e al 52% del quantitativo oggetto di offerta.

Di talché, considerato che l’Emittente medesimo è titolare di azioni proprie che rappresentano l’8,34% del capitale sociale, l’Offerente detiene, direttamente ed indirettamente, una partecipazione complessivamente pari al 90,034% del capitale sociale dell’Emittente.

La Vento s.p.a., con avviso diffuso il 30 novembre 2004, ha comunicato il superamento della soglia del 90% nel capitale dell’Emittente ed ha confermato l’intenzione, già manifestata nel documento relativo all’Opa totalitaria, di non ricostituire il flottante e, conseguentemente, di voler promuovere un’offerta pubblica di acquisto residuale.

Sulla base di tali premesse, la Consob, ritenuto, tra l’altro, che l’Offerente sia tenuto a promuovere un’offerta pubblica di acquisto residuale ai sensi dell’art. 108 del D.Lgs. 58/1998 sulla totalità delle azioni con diritto di voto dell’Emittente ancora in circolazione, con delibera n.

14988 del 12 aprile 2005, ha stabilito in € 3.022 per ogni azione le condizioni di prezzo dell'offerta pubblica di acquisto residuale sulle azioni ordinarie Grandi Navi Veloci s.p.a.

Il ricorrente, azionista della Grandi Navi Veloci s.p.a., ha impugnato detta deliberazione con il presente ricorso, articolato nei seguenti motivi:

1. Violazione dell'art. 3 L. 241/1990. Violazione dell'art. 50 regolamento Consob. Eccesso di potere per difetto di motivazione.

La delibera impugnata sarebbe priva di motivazione.

In particolare, la motivazione non darebbe conto dell'*iter* argomentativo con cui l'amministrazione è pervenuta alla determinazione del prezzo delle azioni sulla base del patrimonio a valore corrente, essendosi limitata ad enunciare di avere utilizzato il metodo finanziario *Discounted Cash Flows* perché la prassi e la dottrina ritengono che il predetto metodo è adeguato alle aziende operanti nel settore. Non sarebbero stati illustrati i criteri su cui si basa detto metodo finanziario né perché è adeguato al caso di specie.

Il difetto di motivazione sussisterebbe inoltre in quanto l'amministrazione non spiega perché l'applicazione del criterio relativo al patrimonio netto rettificato a valore corrente dell'Emittente assorbe l'applicazione del criterio relativo all'andamento e prospettive reddituali ed impedirebbe di valutare la congruità dei valori attribuiti ai parametri di base del metodo finanziario nonché di verificare se il metodo utilizzato assorbe anche il criterio delle prospettive reddituali.

2. Violazione dell'art. 50 regolamento Consob. Eccesso di potere per difetto di istruttoria e illogicità e contraddittorietà della motivazione.

Le determinazioni dell'amministrazione non terrebbero conto dei valori reali della società.

In particolare, la prima quotazione in borsa dell'Emittente è avvenuta nel novembre 1999, per tramite di offerta pubblica di vendita, al valore di €4,00, mentre la quotazione oggetto del provvedimento della Consob è di €3,022 per ogni azione, nonostante la situazione patrimoniale della società all'epoca della prima quotazione in borsa, nel novembre 1999, fosse di gran lunga inferiore alla situazione patrimoniale della società rappresentata dal bilancio del 31.12.2004, ovvero successivamente all'O.P.A. totalitaria del novembre 2004.

3. Violazione dell'art. 50 regolamento Consob. Violazione dell'art. 3 L. 241/1990. Eccesso di potere per difetto di istruttoria e difetto della motivazione.

La Consob, nella determinazione del prezzo di offerta, non dovrebbe limitarsi ad utilizzare i criteri indicati dall'art. 50 del regolamento, ma dovrebbe utilizzare ogni criterio idoneo alla corretta individuazione del prezzo delle azioni per l'OPA, dovendo altrimenti illustrare le ragioni per cui ha ritenuto di dover utilizzare solo i criteri di legge e nessun altro.

Con motivi aggiunti depositati il 18 giugno 2005, il ricorrente ha altresì impugnato le decisioni della Consob di autorizzare la durata dell'OPA residuale in discorso nel periodo 16 maggio 2005 - 6 giugno 2005, salvo proroga e di autorizzare la data del pagamento del corrispettivo e del trasferimento delle azioni nel 10 giugno 2005, salvo proroga.

A tal fine ha proposto i seguenti motivi:

4. Violazione dei principi di buona amministrazione. Eccesso di potere per contraddittorietà ed illogicità.

La durata dell'OPA residuale nel periodo tra il 16 maggio 2005 e il 6 giugno 2005 e la fissazione della data del pagamento del corrispettivo e del trasferimento delle azioni nel 10 giugno 2005 non sarebbero state prorogate nonostante la proposizione del ricorso giurisdizionale.

In ragione della tempistica autorizzata dalla Consob, il ricorrente avrebbe prestato adesione sulla base di un prezzo che il giudice amministrativo non ha ancora ritenuto essere stato fissato a seguito di un procedimento corretto e trasparente.

La Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob) ha eccepito l'inammissibilità dei motivi aggiunti in quanto l'illustrazione degli ulteriori motivi di ricorso non sembrerebbe presentare elementi di novità non percepibili nella fase di instaurazione del giudizio e, nel merito, ha contestato la fondatezza delle censure dedotte sia con il ricorso introduttivo sia con i motivi aggiunti concludendo per il rigetto del gravame.

La controinteressata Vento s.p.a., in via preliminare, ha eccepito l'inammissibilità del ricorso per difetto di giurisdizione. Ha altresì eccepito l'inammissibilità in quanto le censure dedotte impongono nel merito della valutazione operata dalla Consob. L'inammissibilità o improcedibilità del gravame è stata ancora eccepita per l'intervenuta acquiescenza avendo il prof. Antolini aderito all'offerta. Ulteriori eccezioni di inammissibilità sono state infine formulate in relazione ai motivi aggiunti.

Nel merito, contestando la fondatezza delle censure dedotte, ha concluso per il rigetto del ricorso.

Il ricorrente ha depositato ulteriori memorie a sostegno delle proprie difese.

All'udienza pubblica del 23 novembre 2005, la causa è stata introitata per la decisione.

DIRITTO

1. Con l'impugnata delibera n. 14988 del 12 aprile 2005, la Consob ha stabilito in € 3.022 per ogni azione le condizioni di prezzo dell'offerta pubblica di acquisto residuale sulle azioni ordinarie Grandi Navi Veloci s.p.a. che Vento s.p.a. è tenuta a promuovere ai sensi dell'art. 108 del D.Lgs. 58/1998.

Il prezzo di euro 3.022 per ogni azione è stato determinato:

- visti gli elementi informativi relativi all'Emittente trasmessi dall'Offerente ai sensi dell'art. 50, co. 5, del regolamento Consob n. 11971/99 e la relativa attestazione della società incaricata della revisione contabile del bilancio dell'Emittente;
- considerato il disposto dell'art. 50, co. 3, del Regolamento Consob n. 11971/99 riguardante le modalità seguite da Consob ai fini della determinazione delle condizioni di prezzo dell'offerta;
- ritenuto che tra gli elementi di cui tenere conto nella determinazione del prezzo dell'azione ordinaria Grandi Navi Veloci s.p.a. debba essere attribuito un peso preminente (6/10), in ragione degli elementi valutativi forniti, al valore del patrimonio a valore corrente dell'Emittente, determinato attraverso il metodo finanziario del *Discounted Cash Flows* (euro 3,355), metodo ritenuto dalla prassi e dalla dottrina adeguato per le aziende operanti nel settore di appartenenza dell'Emittente;

- considerato che, per la metodologia utilizzata, il parametro dell'andamento e delle prospettive reddituali dell'Emittente è da intendersi già ricompreso nella valutazione del patrimonio a valore corrente;
- ritenuto che al parametro del prezzo dell'Opa precedente (euro 2,5049) debba essere attribuito un peso minore (3/10) in considerazione del giudizio espresso dal mercato per via della percentuale di adesioni all'offerta (pari al 52% delle azioni oggetto dell'offerta medesima);
- ritenuto, altresì, che al parametro del prezzo medio di mercato dell'ultimo semestre (euro 2,583) debba essere attribuito un peso limitato (1/10) in considerazione della ridotta significatività degli scambi.

2. Le eccezioni in rito proposte dalla controinteressata con riferimento al ricorso introduttivo non sono condivisibili.

2.1 In relazione all'eccezione di inammissibilità del ricorso per difetto di giurisdizione, è sufficiente osservare che la delibera impugnata, con cui la Consob ha determinato il prezzo dell'Opa residuale, è un provvedimento amministrativo, costituente esercizio di discrezionalità tecnica, al quale, quindi, si contrappongono situazioni giuridiche soggettive di interesse legittimo, sicché le relative controversie spettano al giudice amministrativo nell'ambito della sua giurisdizione generale di legittimità.

L'interesse legittimo, infatti, è la posizione giuridica di cui è titolare il soggetto inciso da un provvedimento amministrativo, vale a dire è la posizione in cui versa il destinatario di un atto, o il soggetto che comunque riveste una posizione differenziata e di qualificato interesse rispetto ad un

atto, emanato da una pubblica amministrazione nell'esercizio del potere pubblico o, anche prima dell'adozione dell'atto, il soggetto che entra in un rapporto giuridicamente qualificato con l'esercizio della funzione amministrativa.

In altri termini, l'interesse legittimo è la situazione giuridica soggettiva che "dialoga" con l'amministrazione che sta esercitando o, come nel caso di specie, ha esercitato un pubblico potere e che, pertanto, con un atto unilaterale ed autoritativo, è in grado di incidere *ex se* sulla sfera giuridica contrapposta.

2.2 Il prof. Antolini, inoltre, è certamente titolare di entrambe le condizioni soggettive dell'azione.

Infatti, da un lato, rivestendo una posizione differenziata, in quanto azionista della Grandi Navi Veloci s.p.a., e qualificata, in quanto la norma attributiva del potere di determinazione del prezzo dell'Opa residuale è dettata anche nell'interesse degli azionisti dell'Emittente, è legittimato alla proposizione dell'azione, dall'altro, ritraendo dall'eventuale accoglimento dell'impugnativa un'utilità consistente nella possibile determinazione da parte dell'Autorità, nell'esecuzione della sentenza, di un prezzo più alto delle singole azioni, ha interesse al ricorso.

2.3 Il Collegio ritiene altresì di non condividere l'eccezione di inammissibilità proposta perché le censure impingono nel merito della valutazione espressa dalla Consob e ciò in quanto, fermi restando i limiti del sindacato giurisdizionale sulla valutazione effettuata dall'Autorità che saranno evidenziati nel successivo paragrafo 3, le doglianze formulate

attengono anche a profili dell'azione amministrativa sicuramente sindacabili in sede di giurisdizione di legittimità.

2.4 La controinteressata ha anche proposto un'eccezione di improcedibilità del gravame per l'intervenuta acquiescenza del ricorrente che ha aderito all'offerta.

In particolare, la Vento s.p.a. ha evidenziato l'irrelevanza del fatto che l'adesione si assuma risolutivamente condizionata all'esito del presente ricorso in quanto, secondo il paragrafo C3 dell'offerta, l'adesione è irrevocabile e, in base ai principi generali in materia, nei contratti per adesione, l'accordo si perfeziona unicamente a fronte dell'accettazione incondizionata dell'offerta, sicché, nella specie, o il contratto non si è concluso, ed allora il ricorrente non avrebbe alcun interesse alla rideterminazione del prezzo di un'offerta cui non può più aderire essendo scaduto il relativo termine, o la riserva si ha per non apposta, ed allora la determinazione della Consob di un prezzo superiore non avrebbe alcun effetto sui contratti già conclusi che resterebbero validi ed efficaci.

Le argomentazioni esposte, ad avviso del Collegio, non possono condurre ad una declaratoria di improcedibilità del ricorso per sopravvenuta carenza di interesse atteso che, in caso di accoglimento del gravame, la Consob sarebbe tenuta comunque ad attivare un nuovo *iter* procedimentale per la determinazione del prezzo dell'Opa residuale e non è possibile escludere a priori l'eventuale utilità per il ricorrente di un nuovo provvedimento adottato dall'Autorità, involgendo tale tematica la risoluzione di questioni di carattere civilistico che esulano dal *thema decidendum* del presente giudizio.

3. Per quanto attiene al merito della controversia, il ricorrente, quale azionista delle Grandi Navi Veloci s.p.a., si duole, con molteplici censure, del prezzo di € 3.022 determinato dalla Consob per ogni singola azione, ritenendolo sostanzialmente inferiore a quello che, seguendo una più corretta procedura, l'Autorità avrebbe dovuto individuare o, comunque, determinato con modalità poco intelligibili.

In linea generale, il Collegio fa presente che, secondo una costante e condivisibile giurisprudenza, i provvedimenti adottati nell'esercizio del potere istituzionale delle *Authorities* sono sindacabili nei limiti della sussistenza di vizi afferenti l'*iter* decisionale seguito nell'adozione del provvedimento impugnato e il sindacato del giudice consiste, ovviamente, nel verificare se il potere attribuito dalla legge all'amministrazione sia stato o meno correttamente esercitato.

Il giudice amministrativo può sindacare con piena cognizione i fatti oggetto dell'indagine e il processo valutativo mediante il quale l'Autorità applica al caso concreto la regola individuata.

Peraltro, ove sia accertata la legittimità dell'operato dell'Autorità, sulla base della corretta utilizzazione delle regole tecniche sottostanti, il sindacato giurisprudenziale non può spingersi oltre, fino al punto di sostituire la valutazione effettuata dall'amministrazione con una diversa autonoma scelta, perché in tal caso vi sarebbe un'indebita sostituzione del giudice all'Autorità, la quale soltanto è titolare del potere di cui trattasi (Cons. Stato, VI, 2 marzo 2004 n. 926; Cons. Stato, VI, 1° ottobre 2002 n. 5156).

Nel caso di determinazione del prezzo dell'Opa residuale, la Consob esercita un potere discrezionale di carattere tecnico, basato sull'applicazione delle regole concernenti le metodologie valutative di azienda e della prassi tecnica, che non si fondano su regole scientifiche esatte; essa, in definitiva, esercita una discrezionalità tecnica, la cui sindacabilità non può superare i limiti del controllo di ragionevolezza e di coerenza tecnica (T.A.R. Lazio, Roma, I, 15 novembre 2005 n. 11292).

In altri termini, il provvedimento con cui la Consob determina il prezzo di un'Opa residuale, al pari di ogni provvedimento espressione di discrezionalità tecnica, è sindacabile in sede di legittimità se *ictu oculi* viziato da manifesta illogicità, irragionevolezza, arbitrarietà o travisamento dei fatti ovvero se lacunoso nella motivazione o nell'istruttoria.

Nella fattispecie in esame - premesso, quindi, che le censure dedotte devono considerarsi ammissibili nella misura in cui non travalicano nel merito dell'azione amministrativa e che l'esercizio della discrezionalità tecnica non esonera l'amministrazione dall'onere della motivazione comune a tutti i provvedimenti amministrativi - il ricorso è infondato per quanto di seguito specificato.

3.1 Con il primo motivo d'impugnativa, il ricorrente ha dedotto l'illegittimità dell'atto dal difetto di motivazione in relazione sia all'assenza dell'*iter* argomentativo con cui l'amministrazione è pervenuta alla determinazione del prezzo delle azioni sulla base del patrimonio a valore corrente, essendosi limitata ad enunciare di avere utilizzato il metodo finanziario *Discounted Cash Flows*, sia in relazione all'assorbimento del

criterio relativo all'andamento e prospettive reddituali dell'Emittente nel criterio del patrimonio netto rettificato a valore corrente.

L'art. 50, co. 3, del regolamento approvato con delibera Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 (c.d. regolamento Emittenti) dispone che la Consob nella determinazione del prezzo di offerta tiene conto, tra l'altro, dei seguenti elementi: a) corrispettivo di un'eventuale offerta pubblica precedente; b) prezzo medio ponderato di mercato dell'ultimo semestre; c) patrimonio netto rettificato a valore corrente dell'emittente; d) andamento e prospettive reddituali dell'emittente.

Il successivo comma precisa che, ai fini indicati al comma 3, l'offerente trasmette alla Consob, entro quindici giorni dal pagamento del corrispettivo dell'offerta che ha determinato i presupposti dell'offerta residuale o dalla comunicazione prevista dal comma 1, gli elementi per la determinazione del prezzo, unitamente ad un'attestazione della società incaricata della revisione contabile dell'emittente sulla congruità degli elementi forniti.

Nel caso in cui l'obbligo dell'offerta residuale sia sorto a seguito di una precedente offerta pubblica totalitaria alla quale sia stato conferito almeno il 70% delle azioni che ne costituivano oggetto, la Consob, ai sensi del quinto comma, determina il prezzo in misura pari al corrispettivo di tale offerta, salvo che motivate ragioni non rendano necessario il ricorso agli ulteriori elementi indicati nel comma 3.

La Commissione, nell'impugnata delibera, ha chiaramente specificato di avere determinato le condizioni di prezzo dell'Opa residuale stabilendole in €3.022 per ogni azione, avendo attribuito, tra gli elementi di

cui al comma 3 dell'art. 50 del regolamento Emittenti, un peso preminente (60%), in ragione degli elementi valutativi forniti, al valore del patrimonio a valore corrente determinato attraverso il metodo finanziario del *Discounted Cash Flows* (€ 3,355), un peso minore (30%) al parametro del prezzo dell'Opa precedente (€2,5049) in considerazione del giudizio espresso dal mercato per via della percentuale di adesioni all'offerta ed un peso limitato (10%) al parametro del prezzo medio di mercato dell'ultimo semestre (€ 2,583) in considerazione della ridotta significatività degli scambi.

Di talché, riferendosi al metodo finanziario del *Discounted Cash Flows*, quale metodo ritenuto dalla prassi e dalla dottrina adeguato per le aziende operanti nel settore di appartenenza dell'Emittente, la Consob ha in primo luogo dato conto del perché dell'utilizzazione del suddetto metodo finanziario, motivando evidentemente *per relationem* in ordine alla valorizzazione dei parametri *sub c)* e *sub d)*.

La valorizzazione di tali parametri, in altri termini, deve rinvenirsi negli atti endoprocedimentali utilizzati dall'amministrazione per la formazione della sua volontà provvedimentale.

La Consob ha depositato in giudizio, tra l'altro, un documento degli Uffici concernente le ponderazioni attribuite nei casi precedenti di Opa residuale agli elementi valutativi di cui al comma 3 dell'art. 50 del Regolamento Emittenti ed un documento degli Uffici concernente la valutazione della Grandi Navi Veloci con il metodo *Discounted Cash Flows*.

In questo ultimo documento, è evidenziato il procedimento seguito e le variabili utilizzate con il suddetto metodo finanziario ed è indicato che

l'Ufficio ha utilizzato tale metodologia nella versione *unlevered*, in linea con la prassi finora seguita.

In particolare, l'Autorità ha utilizzato le seguenti fasi procedurali per giungere alla determinazione finale della valutazione: 1. determinazione dei flussi di cassa prospettici della società; 2. determinazione del tasso di attualizzazione dei flussi di cassa (costo medio ponderato del capitale ovvero WACC, *Weighted Average Cost of Capital*); 3. determinazione del valore attuale dei flussi di cassa prospettici determinati analiticamente (primi cinque anni); 4. determinazione del valore residuo o terminale, come attualizzazione del flusso di cassa ottenibile in perpetuo (dal sesto anno in poi); 5. calcolo dell'*enterprise value* come somma dei valori di cui ai due punti precedenti; 6. determinazione dell'*equity value* mediante sottrazione dell'*enterprise value* dell'indebitamento finanziario netto.

Ciascuna delle fasi procedurali, ad eccezione della quinta che costituisce una mera somma di valori, ha poi un'articolazione interna più o meno complessa.

Il Collegio osserva che l'approccio metodologico classico del *Discounted Cash Flows* si basa sulla determinazione e successiva attualizzazione (ad un tasso di sconto appropriato) dei flussi di cassa prospettici derivanti da un processo di individuazione ed analisi di un singolo percorso, inteso come media dei percorsi alternativi più probabili per la determinazione dei flussi di cassa e del *net present value* (differenza fra le somme dei movimenti di cassa scontati che si attendono dagli investimenti e l'importo che inizialmente è investito).

Pertanto, con il richiamo all'utilizzazione del metodo finanziario in discorso, che fornisce una determinazione del patrimonio netto tenendo conto delle prospettive reddituali, l'amministrazione ha inteso porre in rilievo di avere considerato sia il parametro del patrimonio netto rettificato a valore corrente dell'Emittente sia il parametro relativo all'andamento e alle prospettive reddituali dello stesso.

L'indicazione fornita nella delibera n. 14988 del 12 aprile 2005 circa la utilizzazione del metodo finanziario del *Discounted Cash Flows*, quindi, può ritenersi una sufficiente, sebbene sintetica, esternazione anche del fatto che i parametri *sub c)* e *sub d)* sono stati unitariamente considerati.

Ne consegue che la censura di difetto di motivazione non è accoglibile in relazione ad alcuno dei profili evidenziati dal ricorrente.

3.2 Con il secondo motivo d'impugnativa, l'illegittimità del provvedimento è stata dedotta dal fatto che le determinazioni dell'amministrazione non terrebbero conto dei valori reali della società.

In particolare, il ricorrente ha evidenziato che la prima quotazione in borsa dell'Emittente è avvenuta nel novembre 1999 per tramite di offerta pubblica di vendita al valore di €4,00, mentre la quotazione oggetto del provvedimento della Consob è di €3,022 per ogni azione, nonostante la situazione patrimoniale della società all'epoca della prima quotazione in borsa, nel novembre 1999, fosse di gran lunga inferiore alla situazione patrimoniale della società rappresentata dal bilancio del 31.12.2004, ovvero successivamente all'Opa totalitaria del novembre 2004.

La doglianza non è persuasiva.

Il riferimento alla prima quotazione in borsa della Grandi Navi Veloci s.p.a., avvenuta nel 1999 tramite offerta pubblica di vendita, non assume alcun rilievo nella determinazione del prezzo dell'Opa residuale sia perché l'art. 50 del regolamento Emittenti non considera tale parametro tra quelli da tenere necessariamente in considerazione sia, e soprattutto, perché il mercato azionario nel periodo di riferimento è stato contrassegnato da un andamento complessivamente negativo determinando la fisiologica riduzione del prezzo delle azioni, tanto che l'Autorità ha posto in evidenza come la quotazione di € 3.022 (ed a maggior ragione quella di € 3,355 risultante del valore del patrimonio a valore corrente) sia superiore alla quotazione degli ultimi periodi; ed infatti, il prezzo di mercato dell'ultimo semestre, sia pure caratterizzato dalla ridotta significatività degli scambi, è stato pari ad €2,583 per azione.

La Consob, nella memoria depositata il 21 giugno 2005, in relazione all'andamento delle quotazioni Grandi Navi Veloci negli ultimi cinque anni comparato con l'indice MIBTEL, ha fatto presente, anche con l'ausilio di un grafico, la progressiva riduzione dei corsi del titolo da circa 3 euro nell'anno 2000 a circa 1,4 euro nel 2003, specificando che le quotazioni sono successivamente risalite fino a metà 2004 (periodo di promozione dell'Opa obbligatoria) e che, dopo la conclusione dell'offerta, il prezzo delle azioni è ulteriormente aumentato fino a €2,70 (marzo 2005).

In definitiva, anche volendo considerare che la situazione patrimoniale della Società al novembre 2004 sia notevolmente migliorata rispetto a quella del novembre 1999, tale circostanza non si presenta affatto idonea a dare conto dell'illogicità del prezzo determinato dalla Consob in

quanto non sussiste alcun rapporto diretto certo tra aumento del patrimonio della singola società ed aumento della quotazione in borsa della stessa, dipendendo in buona parte quest'ultima dall'andamento complessivo, e quindi dal contesto macroeconomico, del mercato borsistico.

3.3 Con l'ultima censura contenuta nel ricorso introduttivo, il ricorrente ha sostenuto che la Consob, nella determinazione del prezzo di offerta, non avrebbe dovuto limitarsi ad utilizzare i criteri indicati dall'art. 50 del regolamento Emittenti, ma avrebbe dovuto utilizzare ogni criterio idoneo alla corretta individuazione del prezzo delle azioni, dovendo altrimenti illustrare le ragioni per cui ha ritenuto di utilizzare solo i criteri di legge e nessun altro.

La prospettazione è infondata.

La norma in discorso indica che, nella determinazione del prezzo di offerta, la Consob tiene conto, tra l'altro, dei quattro parametri in precedenza richiamati (*id est*: corrispettivo di un'eventuale offerta pubblica precedente; prezzo medio ponderato di mercato dell'ultimo semestre; patrimonio netto rettificato a valore corrente dell'emittente; andamento e prospettive reddituali dell'emittente).

Il regolamento, pertanto, individua specificamente solo tali parametri per la determinazione del prezzo, lasciando all'amministrazione, attraverso la locuzione "tra l'altro", la facoltà di integrare, ove ritenuto opportuno, la propria valutazione anche con riferimento ad altri elementi.

Di talché, quando, come nella fattispecie in esame, l'Autorità abbia considerato i parametri normativi, sia pure compendiando in unico valore due parametri diversi, non deve fornire alcuna giustificazione avendo

utilizzato proprio i criteri previsti dalla norma, laddove, ove non volesse o non potesse considerare tutti i parametri ovvero volesse considerare anche altri parametri, dovrebbe appositamente motivare in quanto la valutazione in concreto condotta andrebbe oltre quella tipica in astratto ipotizzata dalla norma.

Va da sé, quindi, che anche sotto tale profilo le censure non colgono nel segno in quanto l'amministrazione, da un lato, non aveva alcun obbligo ma una mera facoltà di formare la propria volontà volta alla determinazione del prezzo anche con riferimento a parametri ulteriori, dall'altro, non aveva alcun obbligo di motivare la sua scelta in quanto esattamente corrispondente allo schema normativo.

3.4 Il prof. Antolini, peraltro, con la memoria depositata in data 12 novembre 2005, ha formulato ulteriori doglianze sul comportamento della Commissione che, per la loro specificità, si concretano in nuove censure.

In particolare, con riferimento al prospetto depositato in giudizio dalla Consob sul peso attribuito nelle precedenti Opa ai vari elementi di valutazione, ha evidenziato che in altre fattispecie l'Autorità avrebbe utilizzato delle proporzioni, tra percentuali di adesione all'Opa e peso specifico attribuito, volte a ridimensionare il peso specifico dell'Opa precedente molto di più di quanto avvenuto nel caso in esame.

In relazione alla determinazione dei flussi di cassa prospettici della società, uno dei criteri di valutazione si basa sul *business plan* trasmesso dall'Offerente, sicché la valutazione circa le prospettive reddituali si baserebbe sui dati offerenti, non illustrati dettagliatamente, forniti cioè dalla

parte che ha interesse al ridimensionamento delle prospettive di crescita della Società, così da ottenere un prezzo finale più basso.

Inoltre, il metodo finanziario utilizzato non opererebbe una scomposizione del patrimonio tale da sottolineare gli elementi rilevanti, quali la frazione di patrimonio costituita dalla flotta, per accertare le prospettive di crescita.

Tali specificazioni, che si fondano sull'analisi della documentazione prodotta in giudizio dall'amministrazione resistente, mirano in definitiva a censurare non più o non soltanto la carenza di motivazione ma piuttosto l'incoerenza o l'illogicità della valutazione compiuta dalla Consob sotto profili in precedenza non dedotti, sicché, come detto, concretano nuove censure e, in quanto tali, sarebbero dovute essere proposte con motivi aggiunti ritualmente notificati alle controparti.

Di qui, la loro inammissibilità.

4. I motivi aggiunti depositati in data 18 giugno 2005 - con cui il ricorrente ha impugnato la decisione di autorizzare la durata dell'opa residuale nel periodo intercorrente tra il 16 maggio 2005 e il 6 giugno 2005, salvo proroga, nonché la decisione di autorizzare la data del pagamento del corrispettivo e del trasferimento delle azioni nel 10.6.2005, salvo proroga - sono ricevibili in quanto, pur attenendo a fatti già conosciuti al momento dell'introduzione del ricorso principale, non risultano notificati oltre il termine di decadenza di sessanta giorni dalla conoscenza degli atti impugnati ed ammissibili in quanto non connotati da un grado di genericità tale da escludere la comprensione delle doglianze proposte.

Essi, peraltro, non sono condivisibili.

Il prof. Antolini ha in particolare evidenziato che la durata dell'Opa residuale (16 maggio 2005 - 6 giugno 2005) e la fissazione della data del pagamento del corrispettivo e del trasferimento delle azioni (10 giugno 2005) non sarebbero state prorogate nonostante la proposizione del ricorso giurisdizionale e che, in ragione della tempistica autorizzata dalla Consob, avrebbe prestato adesione sulla base di un prezzo che il giudice amministrativo non ha ancora ritenuto essere stato fissato a seguito di un procedimento corretto e trasparente.

In proposito, anche a voler prescindere dalle considerazioni delle controparti, il Collegio osserva che la fissazione di tali date costituisce una valutazione di opportunità che non può ritenersi illogica o irragionevole a causa della possibile presentazione di un ricorso giurisdizionale, atteso che l'eventuale sentenza di accoglimento del ricorso avrebbe comunque l'effetto di annullare l'impugnata delibera di fissazione del prezzo dell'Opa residuale con efficacia *ex tunc* e che il presente giudizio è un giudizio impugnatorio in cui la legittimità dell'*agere* amministrativo è valutata in relazione e nei limiti dei motivi d'impugnativa proposti.

In sostanza, le argomentazioni formulate sulle date dell'Opa residuale e di pagamento del corrispettivo e del trasferimento delle azioni sembrano più dettate a supporto della richiesta cautelare avanzata dall'interessato avverso la delibera di fissazione del prezzo dell'Opa residuale che attenersi precipuamente al merito della controversia, in quanto se, da un lato, mirano a porre in rilievo il *periculum in mora* derivante dall'esecuzione degli atti impugnati e, in particolare, del provvedimento

