

MATTEO AMBROSOLI

OPA OBBLIGATORIA E RESPONSABILITÀ

Estratto da:

RIVISTA DEL DIRITTO COMMERCIALE
E DEL DIRITTO GENERALE DELLE OBBLIGAZIONI
N. 10-11-12 (Ottobre-Novembre-Dicembre) 2007

PICCIN NUOVA LIBRARIA S.P.A.
CASA EDITRICE DR. FRANCESCO VALLARDI

CORTE D'APPELLO DI MILANO, 15 gennaio 2007, n. 54 (*)

Pres. GRECHI – Est. LAMANNA

Mediobanca s.p.a. e Fondiaria-Sai s.p.a. c. Promofinan s.p.a.

La mancata proposizione dell'offerta pubblica di acquisto ex art. 106 TUF da parte di chi vi sia obbligato, da solo o solidalmente con altri, per avere superato, attraverso acquisti a titolo oneroso, la soglia rilevante del 30% del capitale di una società quotata (cd. società bersaglio) non può essere qualificata alla stregua di inadempimento ad un'obbligazione di fonte contrattuale avente ad oggetto l'acquisto delle azioni da tutti gli altri azionisti della medesima società, e quindi non può far sorgere responsabilità ai sensi dell'art. 1218 c.c. Il socio della società bersaglio non vanta, infatti, alcun diritto soggettivo perfetto – né in forza di legge, né in forza di una supposta integrazione del contenuto del contratto sociale – a che l'azionista che superi la soglia rilevante ai fini dell'art. 106 TUF ne acquisti tutte le relative azioni; né correlativamente esiste un'obbligazione di quest'ultimo in tal senso. La disciplina dei mercati finanziari prevede, infatti, per chi superi la soglia di rilevanza, solo un obbligo di presentare un'offerta di acquisto, sicché è soltanto ove tale proposta irrevocabile di acquisto sia presentata che sorge per tutti gli altri azionisti della società bersaglio il diritto soggettivo a vendere le azioni al prezzo d'offerta (1).

Sebbene la mancata presentazione di un'offerta pubblica d'acquisto ex art. 106 TUF da parte del soggetto che vi sia obbligato non dia vita ad una responsabilità per inadempimento nei confronti di tutti gli altri azionisti della società bersaglio, ciò non significa che il comportamento omissivo non possa comunque costituire fonte di un obbligo risarcitorio in capo al mancato offerente. La mancata proposizione dell'offerta può, infatti, rilevare come fatto illecito generatore di responsabilità aquiliana, da ascrivere più propriamente nella species della responsabilità pre-contrattuale, in quanto la mancata presentazione della proposta irrevocabile di acquisto, in cui l'offerta si concreta, preclude il venire ad esistenza del diritto di vendere le azioni in capo a tutti gli altri azionisti (2).

Poiché il danno da mancata OPA ex art. 106 TUF ha natura di danno pre-contrattuale, esso – ove provato, con onere che incombe alla parte attrice – non potrà mai identificarsi con l'ipotetico corrispettivo che l'azionista avrebbe potuto ottenere se l'offerta fosse stata lanciata e se vi avesse aderito, ma soltanto nel cd. interesse negativo: dunque soltanto con le spese e le perdite che ha subito, compresi i mancati guadagni verificatisi in conseguenza delle altre perdute occasioni contrattuali, per aver fatto incolpevole affidamento nella conclusione del contratto (3).

(*) Il testo della decisione si legge in questa *Rivista*, II, p. 64 ss.

OPA obbligatoria e responsabilità

La controversia

La Corte d'Appello di Milano, con la sentenza n. 54/2007, emessa in data 10 ottobre 2006 e resa pubblica mediante deposito in cancelleria in data 15 gennaio 2007, si è pronunciata sulla controversia sorta tra la Società Promofinan S.p.A., da una parte, e le Società Fondiaria-Sai S.p.A., Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A. e Premafin Finanziaria Holding di Partecipazioni S.p.A., dall'altra, a seguito del mancato lancio di un'offerta pubblica d'acquisto obbligatoria sull'intero capitale sociale della Società Fondiaria S.p.A. Con l'indicata sentenza, la Corte d'Appello di Milano ha ribaltato l'esito del giudizio di primo grado (1), stabilendo alcuni importanti principi e conducendo un'approfondita analisi sulla natura dell'OPA obbligatoria e sulle conseguenze giuridiche associate alla sua violazione; in particolare, la Corte ha escluso che in capo al singolo socio sia configurabile una pretesa risarcitoria per l'interesse positivo, diretta cioè a reclamare il vantaggio che sarebbe derivato dalla possibilità di aderire all'OPA, ove questa fosse stata proposta.

I fatti alla base della controversia possono essere sinteticamente riassunti: il 1° luglio 2001, venne concluso un contratto tra le Società Montedison e SAI, che prevedeva la cessione, dalla prima alla seconda, di una quota del capitale della Società Fondiaria S.p.A.; la CONSOB, in data 18 dicembre 2002, ritenendo che tale acquisto fosse stato attuato nel quadro di un'attività concertata (art. 109 TUF) (2) tra le Società Mediobanca S.p.A., SAI S.p.A. e Premafin S.p.A., accertò, con proprio provvedimento, l'esistenza dell'obbligo di rivendere la partecipazione eccedentaria, secondo quanto previsto dall'art. 110 TUF. In concreto, però, la Società Fondiaria era stata, *medio tempore*, fusa con la Società

(1) Trib. Milano, 26 maggio 2005, in *Giur. comm.* 2005, II, p. 753 ss., con note di A. GAMBARO, *Riflessione breve sull'argomentazione giurisprudenziale*, e M. GATTI, *Mancata promozione di OPA obbligatoria e risarcimento del danno*; anche in questa *Rivista*, 2005, p. 245 ss., con nota di G. GUIZZI, *Noterelle in tema di OPA obbligatoria, violazione dell'obbligo di offerta e interessi protetti*; in *Dir. Banca Merc. Fin.*, 2005, p. 633 ss., con nota di F. CARBONETTI, *OPA obbligatoria e diritti degli azionisti*, in *Società*, 2005, p. 1137 ss., con nota di P. DE GIOIA-CARABELLESE, *Responsabilità per violazione di OPA obbligatoria: epistemologia e fenomenologia di un passaggio a nord-ovest*. V. anche U. MORELLO, *Mancata promozione di Opa obbligatoria totalitaria e risarcimento del danno*, in *Società*, 2006, p. 408 ss.

(2) Sull'OPA obbligatoria in caso di concerto, v. G. ROMAGNOLI, *Diritti dell'investitore e dell'azionista nell'OPA obbligatoria*, Padova, 2005, p. 182 ss.; P. GIUDICI, *L'acquisto di concerto*, in *Riv. soc.*, 2001, p. 490 ss.

tà

n. 54/2007, emessa
deposito in cancella-
controversia sorta tra
società Fondiaria-Sai
o S.p.A. e Premafin
l'altra, a seguito del
obbligatoria sull'inten-
o l'indicata senten-
o del giudizio di pri-
e conducendo un'ap-
e sulle conseguenze
e, la Corte ha escluso
a pretesa risarcitoria
vantaggio che sareb-
ve questa fosse stata

essere sinteticamente
ntrato tra le Società
a prima alla seconda,
S.p.A.; la CONSOB,
isto fosse stato attua-
UF) (2) tra le Società
accertò, con proprio
ere la partecipazione
10 TUF. In concreto,
re, fusa con la Società

5, II, p. 753 ss., con note
sprudenziale, e M. GATTI,
el danno; anche in questa
tema di OPA obbligatoria,
Banca Merc. Fin., 2005, p.
ti degli azionisti, in Società,
sponsabilità per violazione
passaggio a nord-ovest. V
ia totalitaria e risarcimento

ROMAGNOLI, *Diritti dell'in-*
005, p. 182 ss.; P. GIUDICI,

SAI S.p.A., con conseguente nascita della Società Fondiaria-SAI S.p.A.;
pertanto, l'obbligo di ricollocamento sul mercato venne riferito ad una
quota di azioni rappresentative del capitale sociale della nuova Società
Fondiaria-SAI S.p.A.: ricollocamento che puntualmente avvenne.

In esito a questa vicenda, la Società Premafin S.p.A., in ragione
della misura della partecipazione da essa detenuta nella Società SAI
S.p.A, prima, e nella Società Fondiaria-SAI, poi, pur avendo ottempe-
rato all'obbligo di alienazione, mantenne il controllo sulla Società Fon-
diaria-SAI S.p.A.: al proposito, si deve notare come la delibera di fusio-
ne venne adottata senza che per la sua approvazione fossero determi-
nanti i voti dei soci che avevano partecipato al concerto (3).

Sulla base di questi fatti, la Società Promofinan S.p.A., socia della
Società Fondiaria S.p.A., promosse un'azione nei confronti delle So-
cietà Mediobanca, Premafin e Fondiaria-SAI, pretendendo il risarci-
mento del danno da essa subito per non aver potuto aderire all'offerta
pubblica di acquisto, che le convenute avrebbero dovuto presentare,
secondo il disposto dell'art. 106 TUF.

Il Tribunale di Milano, nel decidere su tale controversia, ritenne
che il superamento della soglia partecipativa del 30% facesse sorgere
un vero e proprio diritto contrattuale di credito in capo agli altri soci,
quanto meno nel caso in cui l'applicazione dei rimedi normativamente
previsti si fosse dimostrata in concreto inidonea ad impedire il consoli-
damento della posizione di controllo (4); peraltro, lo stesso Tribunale

(3) Sull'esenzione dall'OPA obbligatoria in caso di operazioni di fusione, v. G.
ROMAGNOLI, *Diritti dell'investitore*, cit., p. 212 ss.

(4) Il Tribunale di primo grado ha osservato che la normativa sull'OPA obbli-
gatoria ha «la precipua funzione di tutelare tutti gli azionisti dai pregiudizi che potreb-
bero ipoteticamente subire a seguito del trasferimento del controllo oltre la soglia del
30% in capo ad alcuni di essi, consentendo che anche ad essi possa essere attribuito il c.d.
premio di maggioranza che, altrimenti, sarebbe dovuto solo a coloro che vendono il pac-
chetto di maggioranza»; per assicurare questo risultato, il legislatore ha previsto alcune
specifiche sanzioni, che hanno l'obiettivo di impedire l'acquisto effettivo del control-
lo della società target, ove ottenuto senza rispettare la disciplina sull'OPA obbliga-
toria. Nel caso concreto, però, il Tribunale nota come si sia arrivati al risultato per cui,
nell'autunno 2002, attuata la fusione ed ottemperato il dovere di dismissione delle
partecipazioni eccedentarie, la Società Premafin era giunta a possedere il controllo
della Società Fondiaria-SAI, risultando titolare del 40% circa del suo capitale sociale:
«nel caso di specie, pertanto, è evidente che l'intervento della CONSOB del 18 dicembre
2002 che, rivedendo i presupposti di fatto della decisione presa col comunicato del 17
maggio 2002, ha stabilito che Mediobanca e SAI avevano violato, dal tempo dell'acqui-
sizione della seconda tranche da parte degli investitori interposti, l'obbligo di lanciare
l'offerta pubblica di acquisto sulla totalità delle azioni Fondiaria, essendo esse legate a

affermando come la medesima fattispecie potesse generare anche una responsabilità aquiliana.

La Corte d'Appello di Milano, con la sentenza qui annotata, ha sovvertito le conclusioni del Tribunale, negando che, al superamento della soglia partecipativa del 30%, il mancato lancio dell'OPA implichi, verso i terzi, una responsabilità commisurata al prezzo di questa.

Le questioni giuridiche

Le conseguenze giuridiche della violazione dell'art. 106 TUF previste dal legislatore sono di tre specie diverse (5). Sul piano civilistico, l'art. 110 TUF impone la regola della sterilizzazione del diritto di voto per l'intera partecipazione posseduta dai soggetti che abbiano raggiunto la soglia del 30% delle azioni e quella volta all'alienazione delle azioni eccedentarie. La medesima violazione produce anche sanzioni di carattere amministrativo (art. 192 TUF) e (per il caso di violazione dell'obbligo di dismissione) penale (art. 173 TUF). Il legislatore, invece, non prende direttamente posizione in ordine alla rilevanza interpretata del raggiungimento della soglia partecipativa del 30% (6): di qui il dub-

un patto rilevante ai fini della normativa, imponendo alle medesime di rivendere la quota di azioni in eccedenza, è stato insufficiente a ristabilire gli equilibri rotti e del tutto tardivo, in quanto a quel tempo i giochi erano ormai fatti».

Il Tribunale non sembra aver attribuito peso alla circostanza che il voto associato alle partecipazioni eccedentarie non sia risultato determinante per l'approvazione della delibera di fusione.

(5) Prima dell'introduzione del TUF (d.lgs. 24 febbraio 1998 n. 58), la materia era disciplinata dalla l. 18 febbraio 1992 n. 149, la quale aveva a sua volta generato contenziosi originati dalla pretesa da parte di soci di minoranza di vedere rispettato, a proprio vantaggio, l'obbligo di OPA previsto da tale normativa. V., ad es., Appello Milano 27 novembre 1998, in *Foro it.*, 1998, I, p. 2712 ss. e, *ivi*, M. LISANTI, *Se l'Opa obbligatoria sia veramente tale*.

Per un inquadramento generale dell'offerta pubblica obbligatoria nell'ambito del TUF, v. F. CANNELLA, *Art. 106 – Offerta pubblica di acquisto totalitaria*, in MARCHETTI e BIANCHI, *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza*, Milano, 1999, t. 1, p. 324 ss.; R. WEIGMANN, *Offerte pubbliche di acquisto (OPA)*, in Enc. Giur. Treccani, Roma, 2001, p. 1 ss.; P. MONTALENTI, *OPA: la nuova disciplina*, in *Banca, Borsa e Tit. Cred.*, 1999, p. 150 ss.; G. ROMAGNOLI, *Diritti dell'investitore*, cit.; L. ENRIQUES, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori. La disciplina dell'OPA obbligatoria*, Bologna, 2002; M. GATTI, *OPA e struttura del mercato del controllo societario*, Milano, 2004.

(6) In questo senso, in dottrina, si formula l'auspicio di un intervento legislativo diretto a risolvere autoritativamente il dubbio interpretativo in questione: M. GATTI, *Mancata promozione di OPA*, cit., p. 795.

erare anche una re-

za qui annotata, ha
he, al superamento
io dell'OPA impli-
Il prezzo di questa.

Il art. 106 TUF pre-
sul piano civilistico,
re del diritto di voto
he abbiano raggiun-
ienazione delle azio-
anche sanzioni di ca-
so di violazione del-
l legislatore, invece,
ilevanza interpretata
)% (6): di qui il dub-

nedesime di rivendere la
e gli equilibri rotti e del
ti».

stanza che il voto associa-
nante per l'approvazione

io 1998 n. 58), la materia
veva a sua volta generato
nza di vedere rispettato, a
iativa. V., ad es., Appello
, *ivi*, M. LISANTI, *Se l'Opa*

obbligatoria nell'ambito
acquisto totalitaria, in MAR-
esto Unico della Finanza,
iche di acquisto (OPA), in
OPA: la nuova disciplina, in
Diritti dell'investitore, cit.;
i investitori. La disciplina
uttura del mercato del con-

di un intervento legislativo
o in questione: M. GATTI,

bio sulla esaustività dei rimedi normativi o sulla possibilità di inquadrare la condotta di chi raggiunga la soglia partecipativa del 30% (7) senza procedere al lancio dell'OPA obbligatoria, anche in termini di violazione rilevante al fine di fondare una responsabilità (contrattuale od extracontrattuale) nei confronti degli altri soci.

Le incertezze, poi, derivano anche dalla difficoltà di ricostruire la funzione dell'istituto dell'OPA obbligatoria e dalla necessità di operare, in materia, giudizi di valore (sulla desiderabilità sociale delle operazioni di *take-over*) sui quali non vi è unanimità di opinioni (8). In pro-

(7) Sul significato e sulla ragione della scelta del riferimento alla soglia del 30% (quantitativamente mutuata in via diretta dall'esperienza inglese, la quale, però, si caratterizza per una struttura del controllo societario piuttosto diversa rispetto a quella diffusa nell'esperienza italiana), v. R. WEIGMANN, *Offerte pubbliche di acquisto*, cit. p. 1 ss.

(8) «Il rafforzamento della tutela delle minoranze nella normativa sull'OPA può avere effetti negativi sulla contendibilità del controllo fino al paradosso dell'eccesso di tutela che si trasforma nel suo contrario. Non bisogna infatti dimenticare che la tutela degli azionisti di minoranza viene realizzata a spese dell'acquirente (...); gli oneri dell'acquisizione del controllo potrebbero divenire così pesanti da scoraggiare anche trasferimenti del controllo positivi per la società e i suoi azionisti. Tale situazione è negativa in quanto i *take-overs*, secondo una diffusa teoria, garantirebbero una gestione efficiente della società. Da un lato, infatti, il *take-over* consentirebbe ad un soggetto in grado di gestire meglio la società di acquisire il controllo, sostituendo gli attuali "controllanti". Dall'altro lato, proprio la paura di essere sostituiti, avrebbe un "effetto disciplinare" sugli attuali gestori. (...) Se le scalate hanno effetti così positivi sulla gestione delle società, occorre evitare di renderle eccessivamente difficili. In particolare occorre evitare che per perseguire un principio controverso come la parità di trattamento, si ostacoli il mercato del controllo societario che non solo garantisce un'efficiente allocazione delle risorse nell'interesse di tutta la collettività, ma costituisce un'ulteriore forma di tutela delle minoranze. Tuttavia, accanto agli interpreti che hanno sottolineato gli aspetti positivi di un mercato del controllo perfettamente contendibile, vi sono anche interpreti, che soprattutto dopo aver osservato i molti *take-overs* che si sono succeduti negli anni '80 negli Stati Uniti, hanno concluso che essi sono motivati da considerazioni che nulla hanno a che vedere con l'efficienza: divisione degli assets, "manie di grandezza" del management» (F. CANNELLA, *Art. 106*, cit., p. 324 ss.).

L'esistenza di valutazioni differenti e, financo, la mancanza di dati empirici univoci di riferimento, sulla base dei quali effettuare corretti ragionamenti, è segnalata da R. WEIGMANN, *Offerte pubbliche di acquisto*, cit., p. 1 ss.

In arg., v. anche M. GATTI, *OPA e struttura*, cit., p. 1 ss.; G. GUZZI, *Noterelle in tema di OPA*, cit., p. 256: «la fattispecie dell'OPA obbligatoria è dall'ordinamento prevista e disciplinata non già per garantire la realizzazione di un (...) risultato distributivo di ricchezza (...) quanto in una ben differente e più neutra prospettiva di garanzia della possibilità di una razionale ed efficiente gestione dell'investimento azionario e se del caso di una sua efficiente liquidazione».

posito, si può brevemente rilevare come la contendibilità del controllo societario sia avvertita quale strumento benefico per assicurare la destinazione delle risorse aziendali agli impieghi maggiormente remunerativi e, quindi, l'efficienza della gestione societaria complessiva: infatti, lo scalatore interviene se ravvisa la possibilità di condurre l'azienda sociale ad esprimere un valore superiore rispetto a quello generato dal management in carica; la medesima contendibilità, inoltre, favorisce la positiva ed efficiente gestione della società da parte del management, il quale sa che, in caso di inefficiente gestione, diverrebbe sempre più probabile un intervento esterno di acquisizione (9). Il legislatore ha mostrato il proprio *favor* per le operazioni di *take-over* con diverse norme: si consideri, ad esempio, come la contendibilità sia rafforzata tramite lo scioglimento dei vincoli derivanti da patti parasociali, l'imposizione della *passivity rule*, l'impedimento delle più classiche ed elementari forme di reazione (preventiva e successiva) ai tentativi esterni di acquisizione del controllo societario.

Il *favor* per la contendibilità, al contempo, non rappresenta l'unico criterio ordinante avuto presente dal legislatore: in contrapposizione ad esso, si pone l'esigenza di protezione dei soci di minoranza (10), un valore evidentemente antagonista e contraddittorio rispetto al primo (11), sicché le regole normativamente adottate si manifestano come punti di mediazione in un conflitto tra due interessi entrambi valutati come meritevoli di protezione (12). Dunque, certamente, la disciplina legale esprime (anche) l'esigenza di tutela dei soci di minoranza. Ma come si attua tale tutela? Sostanzialmente, la difesa è rappresentata dal

(9) «È in questo stimolo all'efficienza, derivante dal rischio di perdere il controllo societario ed il posto, che consiste il contributo principale delle acquisizioni ostili al buon governo del sistema» (R. WEIGMANN, *Offerte pubbliche di acquisto*, cit., p. 2).

(10) È il valore del *market egalitarianism*, su cui v. R. WEIGMANN, *Offerte pubbliche di acquisto*, cit., p. 2, il quale osserva che: «oggi, quasi tutti gli ordinamenti tentano un contemperamento fra le due esigenze, di libera competizione e di pari trattamento».

(11) In arg., v. M. GATTI, *OPA e struttura*, cit., p. 1 ss.

(12) Si deve però rilevare che il senso della disciplina sull'OPA si comprende essenzialmente in funzione dell'effetto che tale disciplina ha sulla possibilità di realizzare simili operazioni di acquisizione: non sembra, invece, centrale la considerazione della posizione del singolo socio e del suo (egoistico) interesse al lucro che possa conseguire in sede di adesione all'OPA.

In arg., v. M. GATTI, *OPA e struttura*, cit., p. 13 ss.

indibilità del con-
efico per assicura-
eghi maggiormen-
ne societaria com-
sa la possibilità di
e superiore rispet-
medesima conten-
e gestione della so-
i caso di inefficien-
intervento esterno
proprio *favor* per le
sideri, ad esempio,
oglimento dei vin-
della *passivity rule*,
i forme di reazione
quisizione del con-

on rappresenta l'uni-
e: in contrapposizio-
i di minoranza (10),
torio rispetto al pri-
si manifestano come
ssi entrambi valutati
amente, la disciplina
ci di minoranza. Ma
a è rappresentata dal

*bio di perdere il controllo
acquisizioni ostili al buon
quisto*, cit., p. 2).

WEIGMANN, *Offerte pub-
uasi tutti gli ordinamenti
mpetizione e di pari tratta-*

a sull'OPA si comprende
sulla possibilità di realiz-
centrale la considerazione
esse al lucro che possa

riconoscimento di una possibilità di *exit*, conformata in termini rafforzati rispetto alla più semplice possibilità di uscita che è pur offerta dalla alienabilità delle azioni sul mercato regolamentato, ma, al contempo, circoscritti al ricorrere di specifici presupposti normativamente stabiliti (13). Così, non è qualsiasi fenomeno di mutamento del controllo societario che conduce al riconoscimento della possibilità di *exit*: solo gli acquisti a titolo oneroso obbligano all'OPA ex art. 106 TUF (peraltro, con le specificazioni disciplinate dai regolamenti dell'autorità di settore, per le ipotesi previste dall'art. 106, commi 3 e segg., TUF) (14).

Peculiare è anche il modo in cui il legislatore ha rafforzato la protezione del socio, dal punto di vista del corrispettivo che deve essere riconosciuto in sede di OPA obbligatoria. Esso non corrisponde semplicemente al valore corrente di mercato delle azioni, ma integra una compartecipazione ai benefici del c.d. premio di maggioranza, identificata attraverso un'operazione matematica che esclude l'alternativo (possibile) ricorso al più protettivo criterio del prezzo massimo pagato dallo scalatore nell'operazione di acquisizione della partecipazione (supposta) idonea a generare il potere di controllo.

Dunque, come si vede facilmente, sono almeno due i valori fondanti della disciplina legale in materia di OPA: in questa prospettiva, si può affermare che la tutela del singolo azionista non costituisce lo scopo precipuo del legislatore, ma, casomai, essa rappresenta uno dei mezzi con i quali si tende al raggiungimento di un fine ulteriore, costituito dalla tutela di un interesse di cui sono portatori i soci non come individui, ma come classe; il fine, cioè, è rappresentato dal corretto funzionamento del mercato (di scambio dei valori finanziari) (15).

(13) «Questo sistema tende a pareggiare le condizioni in cui operano gli investitori offrendo a tutti, nel caso di mutamento del controllo della società, la possibilità di partecipare al trasferimento del controllo stesso alienando le azioni a un prezzo correlato anche al plusvalore negoziato dallo scalatore, con ciò stesso aprendo una via d'uscita agli azionisti che non abbiano fiducia nel nuovo gruppo di controllo della società» (U. MORELLO, *Mancata promozione di Opa*, cit., p. 409).

(14) È opportuno segnalare come la disciplina in materia di OPA sia stata oggetto di un recente intervento normativo, con il d.lgs. 17 settembre 2007, n. 164 (in Suppl. ordinario n. 200 alla G.U., 8 ottobre, n. 234), con cui è stata data attuazione alla direttiva 2004/39/CE relativa ai mercati degli strumenti finanziari.

(15) «Il beneficio ottenuto dai minoritari, i quali si vedono proporre un'offerta ogni volta che la soglia venga superata, è dunque solo il riflesso ugualitario di una scelta legislativa che trova il suo fondamento in una ragione di tutela di interessi più generali, quelli di efficienza del sistema competitivo» (R. WEIGMANN, *Offerte pubbliche di acquisto*, cit., p. 4).

Per risolvere il problema della corretta determinazione del complesso delle conseguenze giuridiche derivanti dalla violazione dell'art. 106 TUF e stabilire così se il singolo socio possa avanzare pretese risarcitorie nei confronti di chi abbia posto in essere la detta violazione, occorre esaminare quale sia la natura dell'impegno normativamente previsto.

(segue) La tesi dell'onere

L'art. 106 TUF, se al primo comma si esprime utilizzando l'indicativo presente del verbo promuovere («*chiunque ... venga a detenere ... promuove ...*»), nel seguito dell'articolo, in più punti, qualifica tale condotta in termini di un vero e proprio obbligo. Nonostante l'utilizzo di questo linguaggio, il dibattito in materia ha registrato anche l'opinione di chi ha sostenuto che non si tratterebbe, in realtà, di un obbligo in senso tecnico, quanto più semplicemente di un onere (16). La tesi secondo cui le offerte pubbliche d'acquisto obbligatorie possano essere ricostruite nel senso di qualificarle come oggetto di un onere ha trovato, storicamente, qualche riconoscimento anche da parte della giurisprudenza: *«la disciplina delle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie è congegnata in modo da rendere inefficace l'acquisto di una partecipazione effettuato in violazione di essa, in quanto le deliberazioni assembleari approvate col voto determinante dell'acquirente sono annullabili, mentre sul compratore viene a gravare, oltre ad una sanzione amministrativa, un obbligo di rivendita: questo complesso di sanzioni, sufficiente ad assicurare la finalità della norma, esclude che agli altri azionisti sia riconosciuto un diritto soggettivo a ricevere un'offerta di acquisto o, in mancan-*

(16) A. MANZINI, *L'OPA totalitaria e le sue esenzioni*, in BELVEDERE e MANZINI, *Le offerte pubbliche d'acquisto*, 2000, p. 126 ss.

L'opinione in parola contava maggiori adesioni nel regime giuridico anteriore all'introduzione del TUF: BARBIERA, *Riflessi della legge sulle offerte pubbliche aventi ad oggetto valori mobiliari sulla libertà contrattuale dei soggetti interessati alle offerte e sull'autonomia statutaria delle s.p.a. quotate nei mercati regolamentati*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1995, I, p. 580 ss.; R. WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisizione*, in *Trattato delle Società per Azioni*, Colombo e Portale, Torino, 1993, II, X, p. 414; P. MONTALENTI, *Disciplina delle offerte pubbliche di vendita, sottoscrizione, acquisto e scambio di titoli*, in *Nuove leggi civ. commentate*, 1997, p. 248. In questo ambito giuridico, oggi ormai superato, venivano anche introdotte diversificazioni ricostruttive delle diverse forme di opa obbligatoria.

inazione del com-
violazione dell'art.
nazare pretese risar-
a detta violazione,
o normativamente

utilizzando l'indica-
venga a detenere ...
, qualifica tale con-
ostante l'utilizzo di
to anche l'opinione
à, di un obbligo in
ere (16). La tesi se-
orie possano essere
un onere ha trova-
la parte della giuri-
acquisto obbligatorie
di una partecipazio-
erazioni assembleari
o annullabili, men-
one amministrativa,
i, sufficiente ad assi-
azionisti sia ricono-
acquisto o, in mancan-

n BELVEDERE e MANZINI,

gime giuridico anteriore
offerte pubbliche aventi
ti interessati alle offerte e
imentati, in *Banca, borsa,
bliche di acquisizione*, in
, 1993, II, X, p. 414; P.
scrizione, acquisto e scam-
questo ambito giuridico,
oni ricostruttive delle di-

za, al risarcimento del danno causato da chi acquista la partecipazione, giacché l'obbligo di presentare un'offerta si configura come un onere necessario per conseguire effettivamente il controllo o la minor partecipazione rilevante e l'inadempimento dell'onere ha la sua unica sanzione nel mancato conseguimento della situazione di vantaggio ricercata dall'onereato» (17).

La costruzione non risulta persuasiva: l'onere in senso proprio è un comportamento necessario per conseguire un risultato a sé favorevole; in difetto di tale comportamento, l'effetto non può essere raggiunto; è categoria alternativa rispetto all'obbligo, che invece si segnala per il carattere dovuto del comportamento e per la presenza di conseguenze negative (sanzioni) collegate alla sua violazione. L'acquisto posto in essere in violazione della regola di cui all'art. 106 TUF è in sé perfettamente efficace, rimanendo solamente paralizzata la possibilità di esercitare il diritto di voto in assemblea (diritto che, di evidente importanza, non giunge però a riassumere in sé il complesso delle prerogative che connotano lo *status socii*); esso, in quanto realizza la violazione di un precetto, determina l'applicazione di vere e proprie sanzioni, che includono, come si è visto, l'obbligo di dismissione e conseguenze (ulteriori) amministrative e penali.

Certamente, le sanzioni normativamente previste hanno lo scopo ultimo di ricondurre la situazione giuridica allo *status quo ante*, rendendo inutile l'acquisto di azioni oltre il margine del 30%: ma tale risultato viene perseguito tramite obblighi che nascono da una fattispecie di acquisto che, in sé, si palesa come perfetta e giuridicamente efficace, non attraverso un rimedio di incapacità della medesima fattispecie a generare gli effetti (acquisitivi) suoi propri.

(segue) *La tesi dell'obbligazione*

Rilevato che l'offerta pubblica di acquisto *ex art. 106 TUF* non è inquadrabile nella figura dell'onere e che, quindi, essa forma oggetto di un vero e proprio dovere giuridico, inteso come "comportamento di obbedienza giuridica" necessitato, in quanto assistito da sanzioni per il caso di devianza (18), rimane da indagare il problema della corretta qualificazione di tale dovere, entro più possibili categorie, che sono

(17) Appello Milano, 27 novembre 1998, in *Giur. it.* 1999, pp. 1450 ss.

(18) V. FROSINI, *Dovere*, in *Noviss. dig. it.*, VI, Torino, 1960, p. 302.

quelle dell'obbligazione (19), dell'obbligo la cui violazione dia luogo alla tutela privatistica risarcitoria prevista dall'art. 2043 c.c. o, ancora, dell'obbligo assistito solamente dalle specifiche sanzioni (privatistiche, amministrative e penali) espressamente menzionate dal legislatore. Infatti, la semplice ricostruzione della fattispecie in termini di obbligo, in sé, non è ancora adeguata a fornire all'interprete sicuri parametri per la ricostruzione della disciplina applicabile (20).

In merito, un orientamento propone la tesi secondo cui l'offerta pubblica d'acquisto qui esaminata formerebbe l'oggetto di una vera e propria obbligazione (21).

(19) In dottrina si è anche proposta l'idea di un'obbligazione insuscetibile di tutela ex art. 2932 c.c., ma, ciò nondimeno, generatrice di una responsabilità estesa all'interesse positivo: «il mancato adempimento dell'obbligo di lanciare un'offerta pubblica di acquisto attribuisce altresì ai soggetti che avrebbero potuto aderire all'offerta, il diritto al risarcimento dei danni che dal mancato lancio gli stessi hanno subito; danni che dovranno individuarsi nella differenza positiva tra il prezzo al quale l'offerta avrebbe dovuto essere lanciata e la quotazione del momento in cui si è verificato l'illecito. Gli stessi non potranno invece imporre al mancato offerente l'acquisto coattivo delle loro azioni, ai sensi dell'art. 2932 c.c.» (R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, III ed., Torino, 2004, p. 94).

Rispetto alla configurazione di un'azione ex art. 2932 c.c., è stato visto un problema nella circostanza per cui l'offerta non nasce come obbligo incondizionato, ma come esito di una serie procedimentale che ha nel superamento della soglia del 30% un proprio presupposto, dal quale si origina una fase dialettica tra il soggetto obbligato e la Consob, al termine della quale viene effettivamente "lanciata" l'offerta pubblica d'acquisto. In arg. v. M. GATTI, *Mancata promozione di OPA*, cit., p. 787 ss.; questi rileva come la fase procedimentale di cui si è detto non possa essere invocata per negare la tutela del socio, considerato che essa stessa è in funzione della sua (più efficace) protezione. V. anche G. ROMAGNOLI, *Diritti dell'investitore*, cit., p. 96 ss.: «la complessità dell'opera posta a carico del [soggetto obbligato all'OPA] esclude con pari certezza che ne possa essere chiesta l'esecuzione in forma specifica. L'elaborazione della proposta e la confezione del documento informativo richiedono il compimento d'un'attività personale dell'obbligato, assolutamente infungibile, che non può essere colmata dal provvedimento del giudice che tenga luogo dell'obbligo di fare (art. 612 c.p.c.)» (p. 102).

Nel senso della tutelabilità ex art. 2932 c.c. della posizione del socio, v. P. DE GIOIA-CARABELLESE, *La responsabilità in caso di violazione dell'OPA obbligatoria, in Società*, 2000, p. 1357 ss., nota a Trib. Milano 20 marzo 2000 (e v. anche P. DE GIOIA-CARABELLESE, *Responsabilità per violazione di OPA*, cit., p. 1137 ss.

(20) M. LISANTI, *Se l'Opa obbligatoria sia veramente tale*, in *Foro it.*, 1998, I, p. 2722.

(21) Nel senso della natura contrattuale dell'obbligazione, v., tra gli altri, R. WEIGMANN, *Offerte pubbliche di acquisto*, cit., p. 15; G. ROMAGNOLI, *Diritti dell'investitore*, cit.; P. DE GIOIA-CARABELLESE, *La responsabilità*, cit., p. 1357 ss., nota a Trib. Milano 20 marzo 2000 (e v. anche P. DE GIOIA-CARABELLESE, *Responsabilità per viola-*

Sul problema che si sta esaminando, si è espresso il Tribunale di Milano, nella decisione poi oggetto della pronuncia di secondo grado qui commentata, ritenendo che l'obbligo di OPA venga a far parte del contratto sociale, attraverso un processo di integrazione del suo contenuto ad opera del formante legislativo, con la conseguente assunzione della natura di vera e propria obbligazione contrattuale. È questa una conclusione alla quale si opponevano già alcuni precedenti; in particolare, con specifico riferimento all'obbligo di effettuare un'OPA successiva, si era statuito che: «qualora l'obbligo di effettuare un'OPA successiva all'avvenuta acquisizione del pacchetto di controllo di una società quotata in Borsa venga violato, la legge prevede, oltre alle sanzioni pecuniarie, sanzioni di carattere civilistico finalizzate a ripristinare lo "status quo ante" e a porre l'acquirente del pacchetto medesimo in condizione tale da non poter approfittare del controllo della società bersaglio; tutte dette norme contengono obblighi a carico dell'acquirente, ma non prevedono un diritto soggettivo del singolo azionista a lancio dell'OPA» (22). Ora, questo orientamento è stato recuperato dalla Corte d'Appello di Milano, che ha dissentito dalla conclusione del Tribunale, negando che l'obbligo di OPA dia luogo ad un'obbligazione in senso proprio.

La soluzione fatta propria dalla Corte d'Appello appare corretta: essa ha il sostegno di validi e solidi argomenti.

Si può rilevare, in primo luogo, come l'obbligo di lanciare l'OPA non possa essere tradotto in una obbligazione di acquistare le partecipazioni degli altri soci, a causa di difficoltà giuridiche non superabili. Infatti, l'offerta pubblica di acquisto è sottoposta ad una disciplina puntuale, che implica la necessità di una collaborazione e di un'attività dell'offerente e della Consob, che non possono essere né disattese, né sostituite. Così, si pensi semplicemente alla formazione del prospetto informativo ed alla necessità di garanzie che debbono essere procurate dall'offerente: la tesi secondo cui sarebbe configurabile una vera obbligazione di acquisto avrebbe per conseguenza lo svolgimento di un'OPA priva di quelle garanzie e cautele che, invece, l'ordinamento ha considerato essenziali ed indispensabili: come è stato correttamente notato, il rafforzamento della tutela del singolo al disinvestimento costituisce «un interesse (...) che viene assicurato facendo sorgere, ma solo all'esito della presentazione del documento, contenente le (...) informazioni e la

zione di OPA, cit., p. 1137 ss.); L. ENRIQUES, *Mercato del controllo societario*, cit., p. 237.

(22) Trib. Milano, 20 marzo 2000, in *Società*, 2000, p. 1357 ss.

sua pubblicazione, la classica posizione di soggezione caratterizzante la proposta ferma e dunque il conseguente diritto di adesione da parte di tutti gli altri azionisti» (23).

La necessità di un'attività di determinazione del contenuto dell'offerta pubblica di acquisto che richiede la collaborazione dell'offerente e della Consob porta alla possibilità di rilevare come, in difetto di tale medesima attività, l'offerta si presenterebbe incompleta, in senso civilistico, e, quindi, incapace di fondare un rapporto giuridico vincolante (24). In questo senso, si manifesta la piena correttezza del ragionamento svolto dalla Corte d'Appello, la quale, concentrandosi sul difetto di un'offerta di acquisto, ne ha ricavato il necessario corollario dell'inesistenza e dell'insostenibilità di un preteso debito del soggetto scalatore nei confronti degli altri soci.

Seguendo questa impostazione, si vede come la violazione dell'obbligo di OPA, non potendo essere considerata come inadempimento dell'obbligazione di acquistare le partecipazioni degli altri soci, finisce per ridursi a quello che essa effettivamente è: la trasgressione di un obbligo posto su un piano precontrattuale (25), cui può associarsi solamente una responsabilità di pari indole e, conseguentemente, correlata al danno negativo cagionato, anziché all'interesse positivo, rappresentato dal vantaggio che i singoli soci avrebbero ottenuto dall'eventuale adesione all'offerta (26).

Dunque, la violazione dell'obbligo di OPA avrebbe, quali conseguenze, quelle specificamente previste dal TUF, dirette alla sterilizzazione del controllo acquisito in violazione della normativa, nonché la regola di responsabilità appena indicata.

Si possono poi svolgere alcuni ragionamenti ulteriori, che depongono a favore della conclusione già raggiunta.

In primo luogo, assai convincente è l'osservazione relativa alla incompatibilità logica tra un'eventuale regola di responsabilità e l'insieme delle conseguenze specificamente stabilite dal legislatore a carico del socio che venga a trovarsi nella condizione contemplata dall'art. 106 TUF; anche la sentenza qui annotata ha mostrato di attribuire un

(23) G. GUIZZI, *Noterelle in tema di OPA*, cit., p. 258.

(24) U. MORELLO, *Mancata promozione di OPA*, cit., p. 411.

(25) U. MORELLO, *Mancata promozione di OPA*, cit., p. 411.

(26) «Se, dunque, il contratto d'acquisto non c'è e non può essere imposto, neppure vi può essere un diritto a conseguire quel profitto che solo dal contratto avrebbe potuto essere attribuito, cioè un profitto commisurato al prezzo d'OPA» (U. MORELLO, *Mancata promozione di OPA*, cit., p. 411).

significativo peso a questo rilievo. Precisamente, si osserva, le sanzioni normative sono dirette a sterilizzare gli effetti dell'acquisto delle partecipazioni eccedentarie, imponendo al socio di ricollocarsi al di sotto della soglia partecipativa del 30%, laddove non intenda procedere al lancio dell'OPA obbligatoria: rispetto a questa strategia, risulterebbe piuttosto singolare postulare la coesistenza di un obbligo di acquisto, il cui adempimento continuerebbe a condurre il soggetto autore della violazione, sopra la soglia normativa, gravandolo, ad ogni successiva violazione, di un obbligo di alienazione, destinato ad autoalimentarsi a misura che altri soci pretendano il rispetto dell'obbligazione violata (27).

L'obiezione è grave: al fine di neutralizzarla, in dottrina si è cercato di accreditare l'idea secondo cui l'obbligazione in esame, gravante sul soggetto tenuto all'effettuazione dell'offerta obbligatoria *ex art. 106 TUF*, sarebbe sfornita, in sé, di azionabilità (e, quindi, incapace di generare un'azione *ex art. 2932 c.c.*) (28); si cerca cioè di sostenere come l'obbligo di alienazione della partecipazione eccedentaria e la responsabilità risarcitoria verso i soci di minoranza possano coesistere in quanto si tratterebbe di rimedi finalizzati alla protezione di interessi tra loro differenti (29) (ma, in tal modo, si trascura che l'incompatibilità logica riguarda i due meccanismi dell'obbligo di dismissione e della responsabilità per la mancata acquisizione: non attiene alle funzioni, ma alla tecnica di reazione). Il senso della costruzione dell'obbligazione contrattuale sfornita di tutela *ex art. 2932 c.c.* costituisce evidentemente un tentativo di sfuggire alla difficoltà logica della incompatibilità tra un'obbligazione di dismissione prevista dal legislatore e l'obbligazione di acquisto introdotta dall'interprete; la contraddizione, tuttavia, rimane: un'obbligazione non può essere dissociata dal riconoscimento dell'azione di adempimento; né, in contrario, può osservarsi come vi siano

(27) In questo senso, v. L. ENRIQUES, *Mercato del controllo societario*, cit., p. 236.

(28) in questo senso, v. M. GATTI, *Mancata promozione di OPA*, cit., p. 789.

(29) Sulla diversità degli interessi tutelati dalla regola di responsabilità, si è anche rilevato che: «emerge chiaramente come la Consob sia incaricata della cura d'interessi diffusi che non coincidono, né parzialmente si sovrappongono, con quelli riferibili a coloro che sono parti di singole e specifiche relazioni di scambio ancorché il suo operare si diriga a favorire il compimento delle medesime. Il socio, invero, (...) è interessato a che gli sia resa possibile l'alienazione delle azioni magari alle migliori condizioni mentre l'autorità è chiamata a vigilare affinché l'intera operazione si svolga in modo trasparente e corretto» (G. ROMAGNOLI, *Diritti dell'investitore*, cit., p. 64).

atterizzante la
ne da parte di

ontenuto del-
ione dell'offe-
e, in difetto di
oleta, in senso
uridico vinco-
zza del ragio-
andosi sul di-
urio corollario
o del soggetto

iolazione del-
adempimento
ri soci, finisce
essione di un
ssociarsi sola-
ente, correlata
ro, rappresen-
dall'eventuale

, quali conse-
alla sterilizza-
iva, nonché la

ri, che depon-

relativa alla in-
bilità e l'insie-
atore a carico
plata dall'art.
attribuire un

essere imposto,
lo dal contratto
ezzo d'OPA»(U.

prestazioni di fare infungibile insuscettibili di esecuzione forzata: l'incoercibilità non esclude la possibilità di una condanna all'adempimento, idonea a far sorgere le conseguenze legate al mancato rispetto di un ordine giudiziale. Pertanto, se vi è obbligazione, vi deve anche essere azione di adempimento; in tal modo, è indubitabile la coesistenza di due comandi (l'uno normativo e l'altro giudiziale) tra loro logicamente incongruenti: il primo diretto a vendere ciò che illecitamente si è acquistato ed il secondo diretto ad acquistare, ciò che, una volta acquisito, risulterà illecitamente acquistato e, quindi, soggetto ad obbligo di rivendita.

In secondo luogo, assume un peso significativo anche la considerazione per cui la configurazione di un'obbligazione avente ad oggetto l'impegno ad acquistare le partecipazioni degli altri soci si porrebbe in antitesi rispetto al carattere tipicamente eccezionale degli obblighi di contrarre (eccezionalità ben giustificata per la contrapposizione radicale tra obbligo a contrarre e principio fondamentale dell'autonomia negoziale). L'argomento è stato sviluppato dalla Corte d'Appello indicando come un generico obbligo di fare possa essere ricostruito in termini di obbligazione giuridica di fare (nella specie dell'obbligo di concludere un contratto), solamente ove emergano «*la ratio, i presupposti di esercizio del corrispondente diritto e la coercibilità della sanzione anche con sentenza in forma specifica*»; in particolare, secondo la Corte, ciò accadrebbe solamente in casi eccezionali, insuscettibili di applicazioni di carattere analogico. Sul punto, in dottrina si sottolinea che «*l'obbligo legale rappresenta una limitazione autoritaria della libertà contrattuale*» (30) e che, quindi, esso è insuscettibile di estensioni analogiche (31).

La tesi secondo cui l'obbligo legale sarebbe traducibile in una vera obbligazione, sconta un'ulteriore difficoltà. Il Tribunale di Milano ha ritenuto di poter affermare che l'obbligo di OPA possa essere introiettato nel contratto sociale, attraverso un processo di integrazione del

(30) C.M. BIANCA, *Diritto Civile*, 3, *Il Contratto*, II ediz., Milano, 2000, p. 201.

(31) Lo afferma, con specifico riguardo all'obbligo a contrarre gravante sul monopolista legale, V. ROPPO, *Il contratto*, in *Tratt. Dir. Priv.*, Iudica e Zatti, Milano, 2001, p. 48. Sul punto, v. anche M. LIBERTINI e P. M. SANFILIPPO, *Obbligo a contrarre*, in *Dig. Disc. Priv., sez. civ.*, XII, Torino, 1995, p. 516. In dottrina è stato anche sostenuto come ipotesi ulteriori sarebbero eventualmente costruibili collegando la clausola generale di responsabilità con la possibilità di un risarcimento del danno in forma specifica: così, R. SACCO, *Il contratto imposto*, in SACCO e DE NOVA, *Il contratto*, in *Trattato Dir. Priv.* Rescigno, III ediz., Torino, 2002, p. 523; si tratta, peraltro, di un'opinione sostanzialmente isolata: in senso contrario, v. ad es. A. D'ADDA, *Il risarcimento in forma specifica. Oggetto e funzioni*, Padova, 2002, p. 395 ss.

suo contenuto ad opera della legge (32): si deve notare, in proposito, come questo percorso non sia né necessario, né adeguato a spiegare il fenomeno; come indica chiaramente il legislatore, l'obbligo di OPA può riguardare non solamente chi sia socio (e, quindi, parte del contratto sociale), ma anche i terzi che agiscano di concerto con il socio (art. 109 TUF), i quali, indubbiamente, sono estranei al contratto sociale (come, nel caso che si esamina, la società controllante di SAI, Società Premafin). Tale estraneità rende arduo sostenere che il carattere contrattuale dell'obbligazione dipenda dall'integrazione legale di un contratto cui, comunque, il soggetto responsabile può ben essere estraneo.

Oltre a questo primo rilievo, si può proporre un'ulteriore osservazione: se anche si volesse ritenere presente un'obbligazione giuridica, di fonte legale, introiettata nel contratto sociale, bisognerebbe comunque rilevare che la sua eventuale violazione sarebbe violazione del contratto sociale e non, invece, del contratto di vendita delle partecipazioni sociali, che il soggetto tenuto all'OPA obbligatoria avrebbe dovuto concludere; la precisazione ha importanti conseguenze sulla determinazione del danno: questo non può essere commisurato al vantaggio che sarebbe derivato dall'adempimento di un contratto di vendita che non è mai esistito. In altri termini, non si può giungere ad un'affrettata identificazione tra una (ipotetica) violazione del contratto sociale e l'inadempimento del contratto di compravendita che si sarebbe potuto eventualmente concludere (se la supposta obbligazione fosse stata adempiuta).

*

Il Tribunale di Milano, con la decisione sulla controversia poi oggetto della pronuncia di secondo grado qui commentata, aveva ritenuto di valorizzare, per neutralizzare le conclusioni dei ragionamenti sopra svolti, due argomenti: da un lato, esso aveva rilevato come il rico-

(32) In critica alla ricostruzione dell'obbligo di OPA come parte del contenuto del contratto sociale rilevante nei rapporti intersoggettivi, è stato osservato che: «*sembra difficile conciliare l'attitudine del contratto di società a fondare rapporti di natura obbligatoria valevoli direttamente tra i soci per la salvaguardia e realizzazione non di interessi comuni bensì attinenti alla sfera delle economie individuali con la natura associativa del fenomeno societario, la quale implica tradizionalmente che le obbligazioni assunte dai soci non siano tra loro avvinte in una relazione sinallagmatica, essendo i doveri e i diritti di ciascuno di essi sempre doveri e diritti verso la società e giammai diritti e doveri reciproci di ciascun socio verso gli altri singolarmente considerati*» (G. GUIZZI, *Noterelle in tema di OPA obbligatoria*, cit., p. 255).

noscimento di una vera obbligazione di acquisto (collegata ad una regola di responsabilità per l'interesse positivo) renderebbe maggiormente sicura l'osservanza dell'obbligo di OPA da parte di chi sia giunto a possedere una partecipazione superiore al 30%, divenendo chiaramente più rischioso, per l'agente, cercare di sottrarsi all'imperativo legale (33); dall'altro, aveva sostenuto come tale costruzione si imponga particolarmente laddove, in concreto, l'applicazione dei rimedi specificamente previsti dal TUF non sia in grado di impedire l'acquisto ed il consolidamento del controllo sulla società *target* da parte dello scalatore.

Entrambi questi argomenti incontrano però obiezioni decisive.

Se sicuramente l'accoglimento della tesi qui esaminata determinerebbe una maggiore probabilità di effettività della regola dell'art. 106 TUF, si deve però notare come non esista norma alcuna che abiliti il giudice a forgiare sanzioni giudiziali, laddove soggettivamente ritenga che quelle legislative non siano sufficientemente stringenti (34).

Con la disciplina in esame, il legislatore ha voluto impedire che una situazione di controllo societario sia acquisita senza passare dall'effettuazione di un'offerta pubblica di acquisto e, quindi, senza assicurare ai soci di minoranza una specifica e peculiare possibilità di *exit* (a condizioni che implicino la condivisione, almeno parziale, del premio di maggioranza). A tal fine, lo stesso legislatore ha stabilito una serie di conseguenze giuridiche che tendono, in caso di violazione dell'obbligo, ad impedire il consolidamento del risultato vietato; il Tribunale, come si è visto, ha ritenuto che, nel caso in cui il controllo sia rimasto nonostante l'applicazione dei rimedi normativi, allora vi sia motivo per accordare anche una pretesa risarcitoria (per l'interesse

(33) G. ROMAGNOLI, *Tutela dell'investitore e dell'azionista tra spinte propulsive e resistenze. Il caso della disciplina delle OPA obbligatorie*, in *Nuova giur. civ.*, 2002, II, p. 505.

(34) Si deve anche segnalare come il tentativo di introdurre un'obbligazione di acquisto direttamente rilevante nei rapporti interprivati, consumato dal Tribunale di Milano, abbia anche lo svantaggio di introdurre elementi di notevole incertezza giuridica, in un settore in cui, invece, la certezza delle situazioni giuridiche è particolarmente importante per assicurare la razionalità del comportamento dei soggetti. Sull'importanza dell'esigenza della certezza delle situazioni giuridiche, si consideri anche semplicemente il fatto che il legislatore ha collegato il sorgere dell'obbligo ad una condizione tanto obiettiva quanto, al fondo, arbitraria, qual è il superamento della soglia partecipativa del 30% (la quale, chiaramente, è alta rispetto ad alcune società e bassa rispetto ad altre): «evidentemente, la fissazione del limite ad una percentuale numerica rigida ha in sé qualcosa di arbitrario, ma ha il merito di fornire una regola chiara ed uniforme per tutti» (R. WEIGMANN, *Offerte pubbliche di acquisto*, cit., p. 9).

ata ad una re-naggiornamente sia giunto a o chiaramente vo legale (33); aga particolar-pecificamente d il consolida-alatore.

oni decisive. ata determinea dell'art. 106 a che abiliti il mente ritenga ati (34).

impedire che a passare dal-di, senza assi-sibilità di *exit* rziale, del pre-i stabilito una iolazione del-etato; il Tribu-l controllo sia i, allora vi sia per l'interesse

pinte propulsive e iur. civ., 2002, II,

n'obbligazione di dal Tribunale di : incertezza giuri-che è particolar-dei soggetti. Sul-si consideri anche l'obbligo ad una peramento della d alcune società e l una percentuale ornire una regola quisto, cit., p. 9).

positivo) a favore dei soci. In questa prospettiva (prescindendo da ogni valutazione sulla sua fondatezza giuridica), diviene, però, fondamentale comprendere se, nel caso di specie, il soggetto scalatore sia riuscito a perseguire il risultato illecito, costituito dal consolidamento del controllo, attraverso la violazione della normativa e la successiva delibera di fusione tra le Società SAI S.p.A. e Fondiaria S.p.A.: ma la verifica sul punto non dà esito positivo. infatti, l'acquisto del controllo sulla Società Fondiaria-SAI, da parte della Società Premafin, non è stato la risultante della violazione dell'obbligo di OPA, quanto piuttosto del possesso di azioni SAI e di una delibera di fusione rispetto alla quale il voto dei soci partecipanti al concerto identificato dalla Consob non è stato determinante (35). Sicché, la tesi proposta dal Tribunale di Milano è risultata fragile nel suo stesso presupposto, e cioè nell'affermazione dell'esistenza di una situazione di controllo societario conseguito in esito all'illecita violazione dell'obbligo di OPA (36): tra l'un fatto e l'altro non si ravvisa quella connessione causale che, nel ragionamento del Tribunale, era invece indispensabile per giustificare lo scostamento dai precedenti orientamenti giurisprudenziali che avevano negato la sussistenza di una pretesa dei soci di minoranza nei confronti dello scalatore.

Non appare persuasiva neppure la considerazione sviluppata dal Tribunale di Milano, secondo cui la negazione dell'esistenza di un'obbligazione determinerebbe la conseguenza della definitiva permanenza in capo ai soci di minoranza del danno derivato dalla violazione posta in essere da colui che, pur raggiunta la soglia partecipativa del 30%, abbia omesso di lanciare l'OPA obbligatoria (37). Il fatto è che qui non vi è alcun danno, dato che questo presuppone la violazione di un'obbligazione la cui esistenza costituisce precisamente l'oggetto della dimostrazione che si dovrebbe fornire; in altri termini, il supposto danno da mancata acquisizione di un profitto esiste solo in quanto esista un'obbligazione che attribuisca un diritto su quel profitto; ma poiché è proprio dell'esistenza di tale obbligazione che si discute, l'argomento del-

(35) F. CARBONETTI, *OPA obbligatoria*, cit., p. 640: «delle due l'una: o lo scalatore ha ottenuto questo risultato [il consolidamento nei fatti del dominio sulla società] illegittimamente, ed allora soccorreranno i rimedi apprestati dal diritto societario e del mercato mobiliare, ovvero lo ha ottenuto legittimamente ed allora è fuor di luogo il richiamo ad obblighi nascenti dalla disciplina delle OPA».

(36) V. anche U. MORELLO, *Mancata promozione di OPA*, cit., p. 412.

(37) In questo senso, in dottrina, G. ROMAGNOLI, *Tutela dell'investitore*, cit., p. 508.

l'esistenza di un danno non riparato risulta evidentemente privo di qualsivoglia sostanza.

(segue) La tutela extracontrattuale

Per la Corte d'Appello di Milano, la violazione dell'obbligo di lancio dell'OPA ex art. 106 TUF non è in grado di fondare una pretesa risarcitoria per l'interesse positivo in capo ai soci di minoranza. Un'eventuale responsabilità da violazione dell'obbligo di OPA non potrebbe che essere riferita alla violazione di doveri precontrattuali, in quanto collocati logicamente e temporalmente in una fase anteriore rispetto alla conclusione di un contratto (38): «*anche se si reputa esistente un obbligo di formulare l'offerta pubblica, esso presuppone che ancora un contratto non esista, e siccome tale obbligo non è coercibile, non è nemmeno ipotizzabile che possa equivalere ad un obbligo a contrarre; tuttavia, anche a voler ipotizzare che l'inadempimento a tale obbligo possa dar luogo ad una tutela aggiuntiva rispetto a quella prevista dalla legge, ed in particolare ad una tutela risarcitoria, questa andrebbe rapportata non già all'inadempimento di un obbligo contrattuale, che per definizione ancora non esiste, ma all'inadempimento a doveri di comportamento pre-contrattuali, sarebbe cioè una tutela risarcitoria da sussumere nell'alveo più generale della responsabilità extra-contrattuale*».

Ed è fondamentale la conseguenza associata alla diversa ipotesi ricostruttiva: se un'eventuale responsabilità non si collega all'inadempimento di un'obbligazione contrattuale, ma alla violazione di doveri extracontrattuali, essa assume una valenza conservativa dello *status quo ante*, escludendo per definizione la possibilità di reclamare, a titolo di danno, l'interesse positivo che sarebbe derivato dall'adempimento del contratto (39). Solo la configurazione di un diritto contrattuale può

(38) Nel senso della natura extracontrattuale della responsabilità derivante dalla violazione dell'obbligo di OPA, v. G. GUIZZI, *Noterelle in tema di OPA obbligatoria*, cit., p. 251 ss.; F. CARBONETTI, *OPA obbligatoria*, cit., p. 643.

(39) G. GUIZZI, *Noterelle in tema di OPA*, cit., p. 259.

La sentenza emessa dal Tribunale di Milano nel caso qui commentato è giunta al punto di sostenere come il danno positivo potrebbe formare oggetto di tutela anche extracontrattuale per il tramite della valutazione equitativa consentita dall'art. 1226 c.c.; sull'improponibilità di tale tesi, v. U. MORELLO, *Mancata promozione di Opa*, cit., p. 413.

fondare una pretesa all'interesse positivo corrispondente: ma, come si è già visto, il sistema di tutela predisposto dal legislatore non si presta ad essere ricostruito in termini di obbligazione al lancio dell'offerta di acquisto; ed anzi, si può notare come alla violazione dell'obbligo sia collegato il sorgere di un obbligo di alienazione, anziché di acquisto.

Nel caso di specie, un approccio basato sulla normativa extracontrattuale non avrebbe peraltro potuto condurre a risultati utili per l'attrice, considerato che il valore della partecipazione da essa posseduta era rimasto incrementato, anziché diminuito, in esito alla vicenda societaria di cui si è detto: la circostanza è stata evidenziata sia dal giudice di primo grado, che da quello di appello.

MATTEO AMBROSOLI