



REPUBBLICA ITALIANA

-6504/16

NEL NOME DEL POPOLO ITALIANO

LA CORTE SUPREMA DI CASSAZIONE

SEZIONE PRIMA CIVILE

Composta da:

Dott. Renato Rordorf

- Presidente -

Dott. Aniello Nappi

- Consigliere -

Dott. Rosa Maria Di Virgilio

- Consigliere -

Dott. Giacinto Bisogni

- Rel. Consigliere -

Dott. Antonio Valitutti

- Consigliere -

ha pronunciato la seguente

S E N T E N Z A

sul ricorso proposto da:

(omissis) , (omissis) , (omissis) e (omissis)
 (omissis) , elettivamente domiciliati in (omissis)
 (omissis) , presso lo studio dell'avv.
 (omissis) (fax n. (omissis) p.e.c.
 (omissis)) dal quale sono
 rappresentati e difesi, per procure a margine del
 ricorso, unitamente all'avv. (omissis) (p.e.c.
 (omissis) , fax n.
 (omissis));

- ricorrenti -

nei confronti di

(omissis)

s.p.a.,

Oggetto

O.P.A.
 obbligatoria
 Elusione
 Risarcimento danni
 a favore dei soci
 di minoranza di
 società quotata in
 borsa.

R.G. 27999/12

Cron. 6504

Rep. / C.I.

Ud. 16/12/15

2094

2015

Bras



elettivamente domiciliata in (omissis)
(omissis) , presso lo studio dell'avv. (omissis)
(fax n. (omissis) , (omissis)) dal
quale è rappresentata e difesa, per procura speciale a
margine del controricorso unitamente agli avv.ti (omissis)
(omissis) (p.e.c. (omissis)
fax n. (omissis)) , (omissis) (fax n. (omissis)
p.e.c. (omissis)) e (omissis)
(omissis) (fax n. (omissis) , p.e.c.
(omissis)) ;
e
(omissis) s.p.a., società risultante
dalla fusione per incorporazione di (omissis)
s.p.a., (omissis) s.p.a., (omissis)
(omissis) s.p.a. e (omissis) s.p.a. -
Holding di partecipazioni, per atto di fusione per
incorporazione n. rep. (omissis) , n. racc. (omissis) a rogito
del notaio dott. (omissis) in data (omissis)
(omissis) , rappresentata e difesa, in forza della procura
speciale alle liti apposta in calce al controricorso di
(omissis) s.p.a., dall'avv. (omissis)
(p.e.c. (omissis)) , elettivamente
domiciliata in (omissis) , presso lo studio
dell'avv. (omissis) (p.e.c.
(omissis)) che la
rappresenta e difende unitamente all'avv. (omissis)
(omissis) (p.e.c. (omissis))
in forza di procura alle liti a margine della memoria,
ai sensi dell'art. 378 c.p.c., per (omissis)

Bnsp



(omissis) s.p.a. mediante la quale vengono altresì
confermati i poteri già conferiti al difensore avv.

(omissis) ;

- controricorrente -

nonché

sui ricorsi incidentali condizionati proposti dalle
società, come sopra rappresentate e difese,

(omissis) , (omissis) s.p.a.;

e

(omissis) s.p.a.;

- ricorrenti incidentali -

nei confronti di

(omissis), (omissis) , (omissis) e (omissis)

(omissis) , come sopra rappresentati e difesi;

- controricorrenti ai ricorsi incidentali -

avverso la sentenza n. 463/12 della Corte d'appello di
Milano, emessa in data 11 gennaio 2012 e depositata il
9 febbraio 2012, R.G. n. 2622/08;

sentito il Pubblico Ministero in persona del sostituto
procuratore generale dott. Luigi Salvato che ha
concluso, previa riunione dei ricorsi, per
l'accoglimento del primo motivo del ricorso principale,
assorbito il secondo motivo, e per il rigetto dei
ricorsi incidentali;

Bregu



Svolgimento del processo

1. (omissis), (omissis), (omissis), (omissis)
(omissis), con citazione del 25 ottobre 2005, hanno
convenuto davanti al Tribunale di Milano
(omissis) s.p.a.
e (omissis) s.p.a., nel frattempo fusasi con
(omissis) Hanno esposto di essere stati azionisti di
(omissis) s.p.a. all'epoca dell'esecuzione
dell'accordo occulto, fra (omissis) e (omissis),
risalente al luglio 2001 e consistente nella
concertata acquisizione del pacchetto azionario
di controllo della società (omissis). Alla
predetta acquisizione era seguita l'elusione
dell'obbligo di legge di promuovere una offerta
pubblica di acquisto sulla totalità delle azioni
della (omissis) a seguito dell'assunzione di una
partecipazione azionaria nel capitale di
Fondiarica superiore al 30%. Ciò aveva impedito
agli azionisti di minoranza di esercitare il loro
diritto di alienare le proprie azioni lucrando il
prezzo vantaggioso cui l'offerta pubblica sarebbe
stata vincolata. Hanno chiesto pertanto la
condanna delle società convenute al risarcimento
del danno da liquidarsi anche in via equitativa.
2. Costituitesi le società convenute hanno
contestato la ricostruzione dei fatti esposta
dagli attori affermando l'inesistenza di
qualsiasi concerto o patto occulto per
l'acquisizione di una partecipazione azionaria in

Bnep



(omissis) idonea al controllo della società.

Hanno inoltre contestato la sussistenza del diritto vantato dagli attori in quanto, a seguito dell'intervento della CONSOB, che aveva imposto la sospensione del diritto di voto e la cessione delle partecipazioni eccedenti la soglia del 30%, era venuto meno in radice l'obbligo di o.p.a.

3. Il Tribunale di Milano, con sentenza n. 7092/2008, ritenuta provata la violazione dell'obbligo di cui all'art. 106 del T.U.F. e ritenuto che l'applicazione delle sanzioni previste dal testo unico (sterilizzazione del diritto di voto, obbligo di cedere le partecipazioni eccedenti la soglia del 30% del capitale) non escludono la proposizione di azioni risarcitorie, da parte dei soggetti portatori di interessi lesi dal comportamento omissivo, ha accolto la domanda. Il Tribunale ha liquidato il danno in via equitativa commisurandolo alla differenza tra il prezzo dell'esercizio del diritto di opzione a cui sarebbe stato tenuto l'offerente in sede di o.p.a. e il valore del titolo sul mercato nel periodo rilevante. Specificamente il Tribunale ha condannato in solido (omissis) e (omissis) a pagare le somme di 564.774 euro in favore di (omissis) , di 570.724 euro in favore di (omissis) , di 286.790 euro in favore di (omissis) , di 227.766 euro in favore di (omissis) ,

Bisogni



oltre interessi legali dalla data della consumazione del danno (20 marzo 2002) alla liquidazione.

4. Ha proposto appello Fondiaria e appello incidentale (omissis) prospettando le medesime censure alla decisione di primo grado e specificamente negando l'esistenza di un patto parasociale ai sensi dell'art. 122 t.u.f. nonché l'esistenza, nei fatti, di un concerto fra (omissis) e (omissis) anche mediante l'interposizione di cinque investitori di comodo (definiti dalla stampa i cinque cavalieri bianchi) che, peraltro, si erano rivelati del tutto autonomi nel successivo esercizio del diritto di voto. Secondo le appellanti le misure di carattere inibitorio e ripristinatorio applicate in forza dell'art. 110 del t.u.f. avevano eliso qualsiasi profilo di danno che non poteva in ogni caso trovare riconoscimento in assenza di una effettiva adesione degli appellati all'offerta.
5. Si sono costituiti i signori (omissis) e hanno chiesto il rigetto degli appelli e in via incidentale una liquidazione maggiore del danno.
6. La Corte di appello con sentenza n. 463/12 (e successivo provvedimento di correzione di errore materiale) ha accolto gli appelli di (omissis) e (omissis) e condannato gli (omissis) alla restituzione della complessiva somma di 1.004.250,14 euro e al pagamento delle spese del

Bnsp



doppio grado di giudizio. La Corte distrettuale milanese ha ritenuto provata l'esistenza e l'esecuzione di un patto parasociale fra (omissis) , (omissis) e (omissis) avente la finalità dell'acquisizione del controllo di (omissis) nonché il superamento della soglia di possesso del 30% del capitale sociale della società assicurativa e l'inadempimento dell'obbligo di legge di comunicazione alla CONSOB necessario per l'avviamento della procedura di o.p.a. La motivazione della Corte distrettuale milanese ha richiamato a tal fine il comunicato stampa CONSOB del 18 dicembre 2002 e quello successivo del 27 dicembre dello stesso anno. La Corte di appello ha però ritenuto fondato l'assunto delle appellanti secondo cui all'obbligo legale di O.P.A. non corrisponde un diritto degli azionisti di minoranza al prezzo di acquisizione corrisposto come premio di maggioranza dato che un tale diritto può configurarsi solo in relazione all'effettivo esercizio del diritto di opzione in sede di o.p.a. laddove la sanzione irrogata da CONSOB (e cioè l'obbligo di dismissione della partecipazione in eccedenza) vanificando l'acquisizione del controllo fa venir meno l'obbligo di promuovere l'o.p.a. Né questo diritto può essere riconosciuto a titolo risarcitorio. Secondo la Corte di appello l'ipotesi dell'inadempimento dell'obbligo legale

Bnops



di promuovere l'o.p.a. nel caso di acquisto di partecipazione rilevante non può essere assimilato alla violazione di un obbligo contrattuale nei confronti dei soci di minoranza. La sanzione della dismissione irrogata da CONSOB ha la funzione di ripristinare la situazione quo ante a vantaggio dei soci di minoranza cosicché l'accoglimento di una loro pretesa risarcitoria porrebbe in essere un arricchimento senza causa. Nella specie poi, a giudizio della Corte di appello, l'obiezione degli appellati secondo cui la sanzione della dismissione non avrebbe affatto determinato il ripristino della situazione quo ante non coglie nel segno perché l'attuale controllo di fatto su (omissis), esercitato da (omissis), società che già in precedenza aveva il controllo di (omissis), prescinde dalla intervenuta fusione (omissis) ..

7. Hanno proposto ricorso per cassazione (omissis), (omissis), (omissis) e (omissis) .

8. Si sono difese con controricorso e hanno proposto ricorso incidentale condizionato (omissis) (omissis) s.p.a. e (omissis) (omissis) s.p.a. cui hanno replicato con controricorso i sigg.ri (omissis).

9. In data 31 dicembre 2013, con atto notarile citato in epigrafe, è intervenuta la fusione per incorporazione delle società (omissis) s.p.a., (omissis) s.p.a. e (omissis)

Brup



(omissis) s.p.a. - Holding di partecipazioni,
in (omissis) s.p.a., la quale ha modificato
la denominazione sociale in (omissis)
(omissis) s.p.a. e, nella qualità di società
incorporante, ha riproposto, con memoria
difensiva ex art. 378 c.p.c., tutte le difese e
le domande già proposte da (omissis) s.p.a.

10. Tutte le altre parti costituite hanno depositato memorie difensive.
11. Con il primo motivo di ricorso principale si deduce violazione e/o falsa applicazione degli artt. 106, 109, 110 del decreto legislativo n. 58/1998 (T.U.F.) e dell'art. 1218 c.c.
12. I ricorrenti richiamano ampiamente il contenuto delle decisioni della Corte di Cassazione che in una serie di sentenze pronunciate nel 2012 (Cass. civ. sezione I n. 14392, 14399 e 14400 del 10 agosto 2012, cui sono seguite le due sentenze conformi della I sezione n. 22099 del 26 settembre 2013 e n. 20560 del 13 ottobre 2015) ha pronunciato il seguente principio di diritto: "in caso di violazione dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto della totalità delle azioni di una società quotata in un mercato regolamentato da parte di chi, in conseguenza di acquisti azionari, sia venuto a detenere una partecipazione superiore al 30 per cento del capitale sociale, compete agli azionisti, cui l'offerta avrebbe dovuto essere rivolta, il

Bray



diritto di ottenere il risarcimento del danno patrimoniale da essi sofferto ove dimostrino di aver perso una possibilità di guadagno a causa della mancata promozione di detta offerta".

13. I ricorrenti concordano con tutto l'impianto motivazionale delle sentenze citate e in particolare sulla qualificazione contrattuale della responsabilità conseguente alla violazione dell'obbligo legale di offerta pubblica. Al contrario i ricorrenti mostrano di non condividere la giurisprudenza di legittimità formatasi in questa materia laddove ritiene che "la perdita di tale opzione di acquisto, che l'o.p.a. obbligatoria omessa avrebbe dovuto assicurare, determina un danno che può anche non coincidere in modo automatico con il prezzo di vendita se l'offerta fosse intervenuta, dovendosi considerare anche gli eventi successivi incidenti sul valore di borsa delle azioni rimaste in portafoglio". Secondo i ricorrenti l'ammontare del risarcimento del danno non può invece che essere determinato facendo riferimento al valore di questa opzione non esercitata cosicché il danno sarebbe necessariamente liquidato nella differenza tra il prezzo al quale l'o.p.a. avrebbe dovuto essere lanciata e il prezzo del titolo sul mercato nel periodo rilevante, rimanendo estranee le vicende successive alla condotta illecita consistita nella mancata

Brizzi



proposizione dell'offerta pubblica di acquisto.

14. Con il secondo motivo di ricorso, subordinato al rigetto del primo mezzo, si deduce la violazione e/o falsa applicazione degli artt. 106, 109, 110 del d.lgs. n. 58/1998 (T.U.F.) e dell'art. 2043 c.c. in relazione all'art. 360 n. 3 c.p.c.
15. I ricorrenti ritengono che in ogni caso dovrebbe essere riconosciuta loro la tutela aquiliana anche se in ipotesi si negasse la posizione giuridica degli azionisti di minoranza come titolari di un diritto soggettivo e si riconoscesse nella normativa sull'o.p.a. obbligatoria soltanto la fonte di un dovere pubblicistico a tutela di un interesse generale.
16. Con il ricorso incidentale proposto dalle società (omissis) e (omissis) si deduce omessa o insufficiente motivazione circa un fatto controverso e decisivo per il giudizio.
17. Le società controricorrenti ritengono di dover proporre ricorso incidentale per l'ipotesi in cui dovesse ritenersi affermata, da parte della Corte di appello, l'esistenza di un patto parasociale occulto tra (omissis) e (omissis) volto all'acquisto del controllo di (omissis), realizzato grazie all'interposizione dei cosiddetti "cavalieri bianchi". Le controricorrenti ritengono del tutto insufficienti la trascrizione e i riferimenti contenuti nella motivazione della Corte distrettuale milanese ai comunicati CONSOB del

Brugn



18 dicembre e del 27 dicembre 2002 nonché alla statuizione dell'Autorità garante per la concorrenza e il mercato e si riportano alle censure mosse, con gli atti di appello, alla motivazione della sentenza di primo grado rilevando che la Corte di appello non ha dato risposta ad esse riportandosi sostanzialmente ai comunicati stampa della CONSOB e fornendo in tal modo una motivazione per *relationem* a un "giudicato" amministrativo che tale forza non può avere nel presente giudizio.

Motivi della decisione

18. I ricorsi incidentali proposti dalle società (omissis) e (omissis) (ora (omissis)) devono essere esaminati preliminarmente vertendo sulla questione dell'accertamento in fatto dell'esistenza di un patto parasociale occulto finalizzato all'acquisizione di una partecipazione, superiore al 30%, nel capitale di (omissis) , fatto che costituisce il presupposto per poter ritenere esistente l'obbligo di offerta pubblica di acquisto. Le società controricorrenti ritengono che la Corte di appello non abbia statuito sul punto ma, nell'ipotesi in cui si dovesse ritenere il contrario, affermando che la Corte di appello ha accertato l'esistenza e l'efficienza del patto ai fini dell'acquisizione del pacchetto azionario di controllo di (omissis) , contestano che la motivazione resa

Brop



dalla Corte di appello possa considerarsi esaustiva.

19. Ritiene questa Corte che i giudici dell'appello abbiano statuito sul punto. Ciò si evince chiaramente dalla lettura della motivazione che espressamente individua i motivi di impugnazione da esaminare e li distingue in due categorie la prima delle quali attiene proprio alla ricostruzione dei fatti e dunque alla "sussistenza di un patto parasociale occulto intervenuto, ai sensi dell'art. 122 T.U.F., al fine di acquisire il controllo di (omissis) e quindi di superare, di concerto, il 30% della partecipazione nella predetta società assicurativa, senza provvedere all'obbligo di o.p.a." La Corte distrettuale chiarisce anche che la trattazione di tali motivi di impugnazione costituisce la premessa in fatto, per ritenere sussistente l'obbligo di lanciare l'o.p.a. e dunque per esaminare le conseguenze derivanti dalla violazione dell'obbligo. Segue la motivazione che si articola nelle pagine da 16 a 21 e che si conclude con la ricognizione dell'avvenuta contestazione in termini certi e fattuali della violazione del T.U.F., cui conseguì la dismissione delle azioni e l'irrogazione delle sanzioni, previste dal primo comma dell'art. 110 T.U.F., che sono state applicate e attuate senza contestazione da parte

Brign



delle odierne controrricorrenti.

20. Alla ricognizione della statuizione positiva della Corte di appello sull'esistenza di un patto parasociale fra (omissis) e (omissis), finalizzato all'acquisizione di un pacchetto azionario superiore al 30% del capitale di (omissis) e attuato con l'interposizione di terzi soggetti, consegue pertanto l'ammissibilità dei ricorsi incidentali che tuttavia devono ritenersi infondati per le ragioni di seguito esposte.

21. Come ha ricordato la sentenza di questa Corte n. 20560 del 13 ottobre 2015, emessa in fattispecie in larga parte sovrapponibile a quella per cui si controverte, il controllo della Corte di Cassazione sulla omissione o insufficienza della motivazione deve essere compiuto, alla stregua dell'art. 360 n. 5 c.p.c., nel testo applicabile *ratione temporis* alla fattispecie, in modo da verificare se dal ragionamento del giudice di merito, come risultante dalla sentenza impugnata, emerga la totale oblitterazione di elementi che potrebbero condurre ad una diversa decisione, ovvero se sia evincibile l'obiettiva carenza, nel complesso della medesima sentenza, del procedimento logico che ha indotto il giudice del merito, sulla base degli elementi acquisiti, al suo convincimento. Al contrario il controllo sulla motivazione non può consistere, quando, vi sia difformità della decisione impugnata rispetto

Bmep



alle attese ed alle deduzioni della parte
ricorrente sul valore e sul significato che il
giudice del merito ha attribuito agli elementi
delibati, in un'inammissibile revisione delle sue
valutazioni e del suo convincimento che conduca a
una nuova pronuncia sul fatto, certamente
estranea alla natura ed ai fini del giudizio di
cassazione (Cass. civ. S.U. n. 24148 del 25
ottobre 2013).

22. Analizzata in questa corretta prospettiva, la
motivazione della Corte di appello appare, oltre
che esaustiva, del tutto coerente
nell'evidenziare il procedimento logico su cui si
è fondato il convincimento del giudicante circa
la sussistenza e la realizzazione del patto
parasociale. In primo luogo deve ritenersi
infondata la censura secondo cui si tratterebbe
di una mera motivazione *per relationem* che
avrebbe attribuito una impropria valenza di
giudicato alle pronunce della CONSOB e
dell'Autorità Garante per la Concorrenza e il
Mercato. E' evidente, infatti, nella motivazione
della sentenza impugnata, che il processo
decisionale della Corte di appello non è stato
affatto basato sulla constatazione della
efficacia di giudicato delle statuizioni CONSOB e
ANTITRUST. Cionondimeno è evidente che la Corte
di appello ha attribuito una importanza decisiva
(e non si vede perché non avrebbe dovuto farlo)

Braschi



alla ricostruzione dei fatti operata dalla CONSOB e dalla Autorità Garante, all'esito di accertamenti prelusivi a decisioni di importanza vitale per le società coinvolte. Né si comprende come la Corte distrettuale avrebbe potuto non ritenere significativo il comportamento delle società che attuarono senza contestazioni i provvedimenti sanzionatori della CONSOB. L'affermazione per cui si trattò di un comportamento meramente prudenziale non è di certo idonea di per sé a intaccare la logicità del percorso valutativo compiuto dalla Corte di appello su un accertamento che era stato già compiuto negli stessi termini dal Tribunale e da due autorità indipendenti e che è stato, successivamente, suffragato dalle citate sentenze di questa Corte sulla stessa vicenda. Quanto poi alla verifica della completa obliterazione di elementi che potrebbero condurre ad una diversa decisione, si osserva che con il ricorso incidentale vengono riprodotte alcune censure mosse alla sentenza di primo grado che non appaiono decisive perché attengono alla valutazione di stati soggettivi o di ipotesi strategiche che restano inverificabili e che non sono comunque idonei a smentire l'oggettività del collegamento nell'acquisizione delle partecipazioni azionarie e della convergenza dei soggetti coinvolti ai fini della acquisizione del

Bng



controllo sulla società obiettivo.

23. Venendo ora al ricorso principale deve riconoscersi la fondatezza del primo motivo ad esclusione della richiesta di decisione nel merito secondo lo schema risarcitorio indicato dai ricorrenti. Le precedenti pronunce di questa Corte hanno infatti chiarito ampiamente i motivi per cui deve ritenersi che, per ciò che concerne le società per azioni quotate in mercati regolamentati, qualora sia inadempito l'obbligo di offerta pubblica di acquisto totalitaria, ai sensi dell'art. 106 del d.lgs. n. 58 del 1998, gravante - come obbligo a contrarre - a carico dell'acquirente del pacchetto azionario che superi la soglia del 30 per cento, compete agli azionisti, cui l'offerta avrebbe dovuto essere rivolta, il diritto soggettivo al risarcimento del danno patrimoniale a titolo contrattuale. Appare opportuno ripercorrere brevemente la motivazione di tali decisioni.

24. L'art. 106 TUF prevede che, in caso di acquisizione di partecipazione superiore al 30% delle azioni di una società quotata, si debba promuovere un'offerta pubblica di acquisto avente ad oggetto la totalità delle restanti azioni della medesima società. Il prezzo dell'offerta pubblica obbligatoria è stato stabilito, originariamente, dal legislatore nella media aritmetica fra il prezzo medio ponderato di

Bisogni



mercato degli ultimi dodici mesi e quello più elevato pagato dall'offerente per acquistare azioni nel medesimo periodo. Successivamente, a seguito della modifica dell'art. 106 del T.U.F., è stato fissato in misura non inferiore al prezzo più elevato pagato dall'offerente nei dodici mesi anteriori. Nel caso in cui l'offerta pubblica non sia promossa, in base all'art. 110 del TUF, il diritto di voto inerente all'intera partecipazione detenuta da colui che vi avrebbe dovuto provvedere non può essere esercitato e i titoli eccedenti l'indicata percentuale del 30% devono essere alienati entro dodici mesi. Sono anche previste altre possibili sanzioni amministrative e penali.

25. La giustificazione logica di tale disciplina, che ha ispirato la legislazione di molti paesi ed è stata recepita dal legislatore europeo, muove dal rilievo per cui chi acquista una partecipazione superiore alla soglia sopra menzionata si pone, di regola, nella condizione di controllare la società quotata e tale vantaggio - il cosiddetto premio di maggioranza - è normalmente rispecchiato nel prezzo di acquisto, per ciò stesso superiore a quello corrente di mercato. L'obbligo di offerta pubblica totalitaria, che ne consegue, fa sì che del plusvalore lucrato dal venditore del pacchetto azionario di maggioranza siano posti in condizione di beneficiare anche

Braps



gli altri soci, i quali, pur essendo titolari soltanto di partecipazioni minoritarie, hanno contribuito col loro investimento alle sorti della società quotata e sono portatori di un interesse al buon rendimento del proprio investimento che è funzionale al buon andamento del mercato.

26. Il legislatore ha pertanto imposto l'obbligo di offerta totalitaria a carico di chi acquisisce la partecipazione superiore alla soglia del 30% indipendentemente dall'avere egli o meno davvero acquisito il controllo della società in quanto ha posto a garanzia dell'interesse dei soci di minoranza una presunzione circa l'idoneità di tale percentuale di partecipazione all'acquisizione del controllo. Verificata tale condizione scatta, nella previsione del legislatore, la necessità di tutelare l'interesse, facente capo ai soci di minoranza, cui l'offerta d'acquisto deve essere rivolta, di poter scegliere fra la possibilità di conservare la titolarità delle azioni, confidando in un futuro aumento del valore e della redditività delle stesse, o quella di monetizzarle per beneficiare anch'essi del premio di maggioranza.

27. La proposizione dell'offerta pubblica d'acquisto non configura un mero onere per l'acquirente del pacchetto azionario che superi la soglia del 30%, ma integra invece un vero e proprio obbligo. Deve

Bonghi



altresi escludersi che la sterilizzazione del diritto di voto e l'obbligo di rivendita azionaria contemplati dal citato art. 110 a carico di chi non abbia promosso un'offerta pubblica di acquisto assumano i connotati di un'obbligazione alternativa, rispetto a quella di promuovere l'offerta. Le conseguenze derivanti dal mancato rispetto di tale obbligo costituiscono la reazione sanzionatoria dell'ordinamento, non già un'alternativa rimessa alla facoltà di scelta dell'obbligato.

28. L'inadempimento dell'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto è idoneo a determinare la responsabilità dell'inadempiente nei confronti di coloro cui l'inadempimento abbia recato danno. Il diritto al risarcimento del danno spettante a chi abbia visto illegittimamente pregiudicato un interesse soggettivo tutelato dalla normativa trova riparo nel risarcimento e non nelle sanzioni che rispondono a un interesse diverso, di natura pubblicistica, al regolare funzionamento del mercato. Non v'è ragione per negare il diritto al risarcimento in favore di coloro nei confronti dei quali la prestazione inadempita avrebbe dovuto essere resa. Questo, naturalmente, non impedisce che, in determinate situazioni, l'applicazione delle sanzioni cui s'è fatto cenno, ed in particolare l'obbligo di alienazione azionaria previsto dal citato art.

Brogi



110, possa in concreto avere dei riflessi anche sulla posizione soggettiva degli azionisti che si sono visti in precedenza negare l'offerta di acquisto cui avrebbero avuto diritto, e che, per le conseguenti vicende del mercato, il pregiudizio da essi sofferto ne possa magari risultare ridotto o eliso. Ma si tratta di una questione di fatto, da affrontare e risolvere in base all'andamento di ciascuna singola vicenda, senza che se ne possa ricavare un'incompatibilità di ordine logico tra la pretesa risarcitoria degli azionisti privati dell'offerta e l'attuazione delle misure previste dal menzionato art. 110.

29. L'obbligo previsto dal citato art. 106 TUF non è un obbligo che discenda da un contratto intercorso tra l'acquirente della partecipazione sociale e gli azionisti di minoranza della società, bensì un obbligo a contrarre con loro, a determinate condizioni, se lo vorranno. Dal suo inadempimento non deriva una responsabilità di tipo precontrattuale. Infatti la responsabilità nella quale incorre il debitore che non esegue esattamente la prestazione dovuta può dirsi contrattuale non soltanto nel caso in cui l'obbligo di prestazione derivi propriamente da un contratto ma anche in ogni altra ipotesi in cui dipenda dall'inesatto adempimento di un'obbligazione preesistente, quale che ne sia la

Bnq



fonte. Al contrario la responsabilità extracontrattuale consegue dalla violazione di un dovere primario di non ledere ingiustamente la sfera di interessi altrui, e quindi nasce con la stessa obbligazione risarcitoria, laddove quella contrattuale presuppone l'inadempimento di uno specifico obbligo giuridico già preesistente e volontariamente assunto nei confronti di un determinato soggetto o di una determinata cerchia di soggetti. La responsabilità per inadempimento dell'obbligo di promuovere l'offerta pubblica d'acquisto è da ricondurre non già al generale principio del *neminem laedere*, bensì nell'alveo della responsabilità da contratto intesa in senso ampio perché essa deriva dalla violazione di un obbligo preesistente, che la legge fa scaturire da un comportamento volontario (l'acquisto di azioni di società quotata che porta a detenere una partecipazione superiore alla soglia prevista dalle legge) con cui taluno entra in contatto con una cerchia ben definita di soggetti (gli azionisti di minoranza) nell'interesse specifico dei quali la prestazione rimasta inadempita (consistente nel promuovere l'offerta) era dovuta.

30. L'azionista di minoranza che si sia visto illegittimamente privato della possibilità di aderire ad un'offerta di acquisto delle sue azioni - offerta in realtà non proposta - ha

Borop



quindi il diritto di ottenere il risarcimento del danno subito. Danno che, peraltro, pare arbitrario far coincidere in modo necessario ed automatico con il risultato economico della vendita azionaria che si sarebbe verificata se l'offerta vi fosse stata e fosse stata accettata, perché un conto è la possibilità di stipulare un contratto altro conto è l'averlo effettivamente stipulato. La lesione subita, in simili casi, consiste nell'aver perso una possibilità (o, come potrebbe anche dirsi con terminologia forse più vicina al mondo dei mercati finanziari, un'opzione d'acquisto) che l'offerta pubblica avrebbe dovuto assicurare e che, proprio in quanto l'offerta non v'è stata, non è mai invece venuta ad esistenza. Si tratta, per le ragioni già ampiamente illustrate, non di una mera aspettativa di fatto, ma di un interesse giuridicamente protetto che ha ad oggetto un'entità patrimoniale a sé stante, suscettibile di autonoma valutazione economica, fermo restando che grava sul danneggiato l'onere di provare gli elementi in base ai quali possa riconoscersi a quell'opzione un valore economico effettivo, in relazione ai diversi fattori che possono aver influenzato l'andamento della quotazione di borsa delle azioni di cui si discute nel periodo considerato, tenendo conto dei criteri di determinazione del prezzo dell'offerta pubblica

Bmp



obbligatoria che avrebbe dovuto esser promossa. Giova solo ribadire, anche richiamando quanto già sopra osservato, che poiché le sanzioni civili di cui s'è detto ed in particolare l'obbligo di rivendita azionaria stabilito dal citato art. 110 hanno la medesima radice causale del diritto al risarcimento del danno spettante agli azionisti di minoranza, defraudati dell'offerta pubblica di acquisto dei loro titoli, è almeno astrattamente possibile ipotizzare un'incidenza di quegli eventi successivi sul valore di borsa dei titoli rimasti nel portafoglio di detti azionisti, in termini di *compensatio lucri cum danno* ove se ne diano le condizioni. La valutazione della sufficienza delle prove offerte e la concreta individuazione del danno risarcibile competono al giudice di merito al quale resta affidato il compito di verificare se la perdita dell'opzione di acquisto abbia concretamente determinato un danno risarcibile consistente nella perdita della possibilità di guadagno anche in relazione agli eventi successivi incidenti sul valore di borsa delle azioni rimaste in portafoglio. Specificamente nella specie il giudice del merito cui la causa dovrà essere rinviata a seguito della cassazione della sentenza della Corte distrettuale milanese dovrà valutare l'incidenza degli eventi che hanno portato per altra via all'acquisizione del controllo e agli effetti che

Bnogi



hanno avuto sulla valutazione del titolo azionario.

31. La Corte ritiene di confermare questa giurisprudenza in quanto la stessa resiste alle critiche mosse dalle controricorrenti che vanno ora esaminate.

32. In primo luogo si contesta l'affermazione secondo cui non è il conseguimento del controllo della società a costituire il presupposto perché sorgano l'obbligo di promuovere l'o.p.a. e il correlativo diritto degli interessati a vedersela proporre bensì il mero fatto dell'acquisizione di una partecipazione superiore alla soglia legale del 30%. Secondo le controricorrenti perché insorga l'obbligo di offerta è necessario, invece, che la partecipazione, in quanto idonea ad attribuire diritti di voto, consenta al titolare di esercitare un'influenza rilevante nelle assemblee della società quotata, vale a dire consenta l'effettiva acquisizione di una posizione di controllo. Ciò emerge con evidenza, a giudizio delle controricorrenti, dalla normativa italiana che esclude l'obbligo di o.p.a. sia nel caso di acquisto di partecipazioni prive del diritto di voto (art. 105 TUF), sia nel caso di pregressa esistenza di una posizione di controllo che non venga messa in discussione dall'acquisto di oltre il 30% del capitale sociale (art. 106 TUF, regolamento emittenti n.

Brogi



11971/1999), e infine dalla previsione del regolamento emittenti che condizione l'esenzione dall'O.P.A. all'impegno di cedere, a parti non correlate, i titoli in eccedenza nel caso di superamento delle soglie previste dall'art. 106 TUF in proporzione non superiore al 3 e all'1 per cento. Ma il presupposto necessario dell'acquisizione effettiva del controllo emergerebbe anche dalla normativa comunitaria (direttiva 2004/25/CE) che prevede l'obbligo per gli Stati membri dell'Unione europea di introdurre l'o.p.a. obbligatoria sempre con riferimento al conseguimento del controllo. Pertanto l'obbligo di o.p.a. verrebbe meno con l'applicazione delle sanzioni di cui all'art. 110 TUF che rende impossibile l'acquisizione o il mantenimento e la utilizzazione di una posizione di controllo inibendo il diritto di voto e imponendo la cessione delle partecipazioni eccedenti la soglia legale.

33. Le considerazioni che precedono non sono condivisibili. E' innegabile infatti, e non solo dal punto di vista testuale, che il legislatore ha voluto individuare nell'acquisizione di una partecipazione superiore al 30% il presupposto che fa scattare l'obbligo di o.p.a. in quanto ha presunto che oltre tale soglia si determini un cambiamento nella posizione di controllo e quindi ha ritenuto di semplificare in tal senso la

Broggi



verificazione dell'insorgenza dell'obbligo sia da parte di chi vi è soggetto sia da parte dei potenziali beneficiari. Le norme citate dalle controricorrenti confermano questa lettura anziché smentirla perché se, da un lato, è indiscusso che la soglia di partecipazione è rilevante nell'intenzione del legislatore in quanto presumibilmente attributiva del controllo è altrettanto vero che, al di fuori dei casi in cui l'acquisizione di una partecipazione "ultra-soglia" sia oggettivamente non destinata né idonea all'acquisizione del controllo, presunzione posta dal legislatore deve valere e l'obbligo di o.p.a. sorge proprio per effetto del superamento di una soglia presuntiva che fa scattare l'obbligo di comunicazione alla CONSOB ai fini del lancio dell'o.p.a. Né può ritenersi che l'obbligo venga meno retroattivamente con l'imposizione delle sanzioni per il suo mancato adempimento. Le sanzioni di cui al 110 TUF sono dirette a impedire il protrarsi di una situazione di controllo acquisita illegittimamente con la violazione dell'obbligo di o.p.a. e non a cancellare tale violazione. Se si ritenesse il contrario chiunque volesse tentare una scalata sarebbe indotto a eludere la disciplina dell'o.p.a. obbligatoria celandone, come è avvenuto nella specie, l'attuazione e sapendo che nel caso di successiva emersione

Brup



dell'acquisizione della partecipazione superiore alla soglia legale perderebbe sì, a seguito dell'applicazione delle sanzioni di cui all'art. 110, la posizione di controllo ma potrebbe comunque alienare le partecipazioni in eccesso senza avere alcun obbligo nei confronti degli altri azionisti. Non è sicuramente questa la ratio della normativa vigente neanche a livello europeo dove lo strumento della direttiva lascia agli Stati membri l'opzione da compiere per tutelare, nel modo più adeguato, i possessori di titoli, in particolare quelli con partecipazioni di minoranza, quando è stato acquisito il controllo della società, mediante l'imposizione di una offerta pubblica.

34. Va quindi ribadita la giurisprudenza di legittimità laddove afferma che è la stessa violazione dell'obbligo di offerta pubblica a ledere un diritto soggettivo degli azionisti di minoranza. Ad essi è infatti negata la possibilità di exit e nello stesso tempo di beneficiare del prezzo cui sarebbe vincolato il soggetto tenuto all'offerta pubblica di acquisto. E' questo il contenuto della tutela offerta dall'ordinamento agli azionisti di minoranza e non l'applicazione delle sanzioni che sono finalizzate a impedire scalate societarie occulte e incuranti degli interessi degli azionisti di minoranza e a garantire la trasparenza del

Broggi



mercato. La sterilizzazione e l'eliminazione della posizione di controllo acquisita illegittimamente con l'elusione dell'obbligo di o.p.a. non può comportare la cancellazione della lesione subita dagli azionisti trattandosi di una posizione di diritto soggettivo venuta a compimento al momento dell'acquisizione della partecipazione superiore alla soglia legale. Alla lesione di questo diritto consegue il diritto al risarcimento del danno consistito nella vanificazione della posizione di vantaggio riconosciuta dall'ordinamento e non più realizzabile per fatto del soggetto che era tenuto a lanciare l'offerta pubblica di acquisto ma non vi ha provveduto.

35. Non possono ritenersi fondate le contestazioni delle controricorrenti riguardo l'assenza di fondamento giuridico della cd. "teoria della spartizione del banchetto" sotto il profilo sinallagmatico, equitativo, compensativo, dell'analisi economica del diritto e normativo. Il diritto in questione non sorge da una relazione negoziale fra colui che effettua l'acquisizione della partecipazione rilevante e gli altri soci ma sulla base di un obbligo legale che risulta definitivamente inadempito proprio con l'applicazione delle sanzioni di cui all'art. 110 TUF. Il principio della parità di trattamento di cui all'art. 92 TUF è stato già ritenuto

Broggi



irrilevante dalle sentenze del 2012 mentre il contenuto compensativo, che è proprio della domanda risarcitoria conseguente al mancato espletamento dell'O.P.A., consiste nella perdita di *chance* di attuare un disinvestimento economicamente vantaggioso al momento dell'insorgenza dell'obbligo inadempito. Ai fini della liquidazione del danno dovrà di certo tenersi conto di tutti gli elementi in base ai quali possa riconoscersi un valore economico effettivo alla perdita di *chance* come chiarito dalle sentenze di questa Corte del 2012. La partecipazione degli azionisti di minoranza al premio di maggioranza non è quindi una regalia ma un obbligo di legge attuato mediante lo strumento dell'o.p.a. e non vale invocare l'analisi economica del diritto per comprendere come il plusvalore conseguito dal socio di controllo abbia un sostrato economico diverso da quello giuridico che accomuna invece tutti i soci in quanto partecipi della stessa impresa collettiva e che devono pertanto poter fruire della possibilità di monetizzare o confermare il proprio investimento in condizioni ottimali in una logica di buon funzionamento del mercato e di attrazione dei risparmiatori all'investimento azionario. La tutela normativa del diritto di exit, riconosciuta a tutti gli azionisti, in caso di acquisizione del controllo della società, non

Bonghi



è smentita dalla previsione dell'o.p.a. anche nel caso in cui l'acquisizione delle azioni non sia avvenuta a un prezzo superiore a quello di mercato perché, come le stesse controricorrenti hanno chiarito correttamente, ciò consente agli azionisti che intendono esercitare l'exit di non subire effetti depressivi sulla quotazione derivanti da una massiccia vendita dei titoli sul mercato azionario.

36. Va pertanto riconosciuta la fondatezza del primo motivo del ricorso principale, con conseguente assorbimento del secondo motivo e cassazione della decisione impugnata, con rinvio alla stessa Corte di appello di Milano, in diversa composizione, per la valutazione sulla sussistenza in concreto del danno, secondo i criteri indicati in motivazione, e per la sua liquidazione. Devono invece essere respinti i ricorsi incidentali delle società (omissis) e (omissis) (ora (omissis) s.p.a.). Alla Corte di appello di Milano va altresì rimessa la decisione sulle spese del giudizio di cassazione.

P.Q.M.

La Corte accoglie il primo motivo del ricorso principale, assorbito il secondo, rigetta i ricorsi incidentali condizionati proposti dalle controricorrenti. Cassa la sentenza impugnata e rinvia

Bm



alla Corte di appello di Milano in diversa composizione
anche per le spese del giudizio di cassazione.

Così deciso in Roma nella camera di consiglio del
16 dicembre 2015.

Il Giudice rel.

Giacinto Bisogni



Il Presidente
Renato Rordorf

Depositato in Cancelleria

- 4 APR 2016

Funzionario Giudiziario
Arnaldo CASANO