

# Luiss

Libera Università  
Internazionale  
degli Studi Sociali  
**Guido Carli**

**CERADI**

Centro di ricerca per il diritto d'impresa

## La mancata Opa di Sai su Fondiaria

**Margherita Bulzacchelli**

Direzione: Mirta Musolino

**Settembre 2003**

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

## INDICE

### 1. Gli eventi

1.1. *La reazione Sai all'intervento della Consob*

1.2. *La proposta della Toro*

1.3. *L'intervento dei "tre cavalieri bianchi"*

1.4. *trattative per la fusione*

1.5. *I nulla-osta delle Authorities di controllo: istruttoria dell'Antitrust decisiva*

### 2. Partecipazioni incrociate

### 3. Acquisto di concerto

### 4. Opzioni put e call: dubbi circa la possibile configurazione di un'operazione di portage

### 5. L'operato delle Authorities intervenute

## 1. Gli eventi

Il 1° luglio 2001, mentre il sistema industriale e finanziario italiano è in fermento per il tentativo di scalata messo in atto dalla cordata Italenergia su Montedison, la Sai di Salvatore Ligresti formalizza un'offerta irrevocabile d'acquisto avente ad oggetto il 28,7% di azioni de La Fondiaria Assicurazioni (di seguito Fondiaria) detenute dalla stessa Montedison. Nonostante le parti abbiano dichiarato la valenza economica della transazione, in particolare Montedison ne sottolinea la bontà nell'ottica del raggiungimento "*di una riduzione dell'indebitamento della compagnia e di massimizzazione del valore per gli azionisti*"<sup>1</sup>, le ragioni alla base sembrano essere ben altre, non prettamente industriali quanto piuttosto da rinvenire nella necessità di preservare equilibri proprietari in società controllate e/o collegate con Mediobanca.

L'acquisizione di Fondiaria da parte di Sai trova la sua giustificazione, infatti, in ragioni di potere: Mediobanca, proprio in conseguenza dell'opa di Italenergia su Montedison, vuole salvaguardare il controllo detenuto su Fondiaria ( grafico A), di cui è secondo azionista dopo Montedison, e tutte le partecipazioni di rilievo presenti nel suo portafoglio. A tal fine prima che venga formalizzata l'opa Italenergia su Montedison<sup>2</sup>, e che scatti la *passivity rule*, Mediobanca appoggia nel Cda della Montedison l'accettazione della proposta irrevocabile di Sai per l'acquisto delle azioni ordinarie di Fondiaria da essa detenute, al prezzo di 9,5 euro per azioni. Il perché della scelta della Sai è presto individuato nell'esistenza di stretti legami tra Mediobanca e la Premafin, la holding a cui capo c'è la famiglia Ligresti e che detiene la maggioranza della Sai ( grafico B). Questi legami oltre che essere di natura finanziaria, dato che

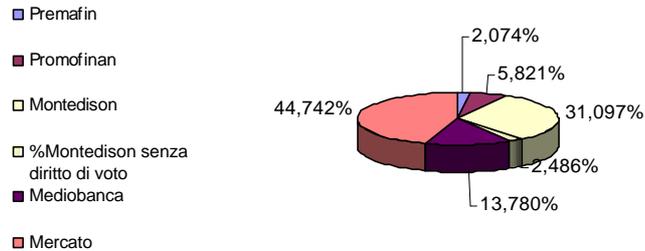
---

<sup>1</sup> Comunicato stampa della Montedison del 1° luglio 2001 divulgato al fine di giustificare le dimissioni di azioni Fondiaria in suo possesso.

<sup>2</sup> Il tempismo della contromossa è ottimo dal momento che dopo solo 24 ore viene formalizzata l'opa di Italenergia su Montedison con la presentazione della documentazione alla Consob per l'acquisto di Montedison ed Edison, scattando da questo momento l'operatività della *passivity rule*. Si è fatto riferimento anche all'acquisto di Edison, società controllata al 61,3% da Montedison, dal momento che l'articolo 106 Tuf, comma 3, obbliga a promuovere un'opa sulla totalità delle azioni ordinarie chiunque venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del 30% "*mediante l'acquisto di partecipazioni in società il cui patrimonio è prevalentemente costituito da titoli emessi da altre società con azioni quotate*": è il c.d. obbligo di opa a cascata. Per la ricostruzione dell'opa Italenergia si veda De Angelis.

Mediobanca sembra essere il principale finanziatore dell'acquisizione, sono anche di natura personale<sup>3</sup>.

Grafico A: Fondiaria-Quote sul capitale ordinario al 30/06/2001

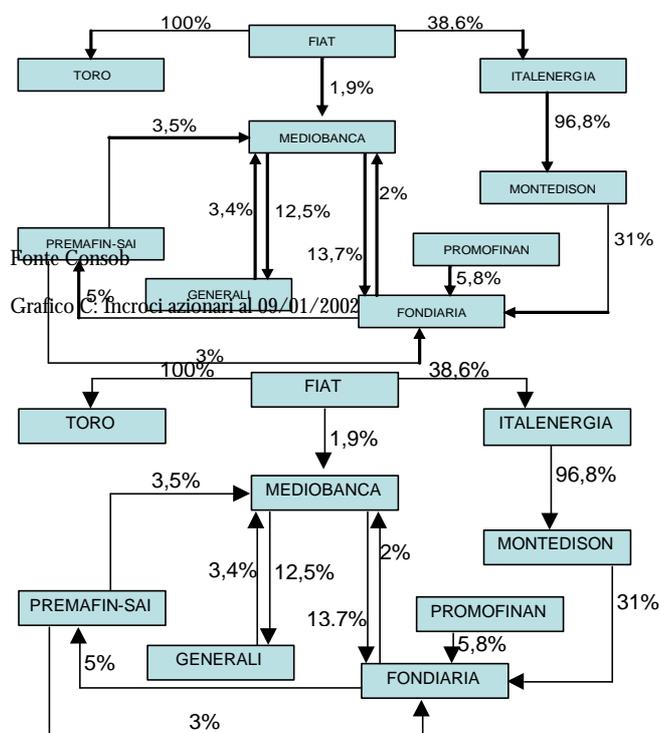


Fonte Consob

La contenuta convenienza economica dell'operazione per Sai sembra emergere dalla comunicazione da parte del Presidente della Sai della proposta irrevocabile d'acquisto, con la quale la Sai si obbliga ad acquistare azioni Fondiaria al prezzo per azione pari a 9,5 €, ben più elevato al valore medio del titolo pari al 5,9 €, e che quindi comporta un premio del 60%. In più tale premio viene offerto senza che Sai si cauteli circa la possibilità dell'esercizio effettivo del diritto di voto, posto in dubbio dalla presenza di incroci azionari tra le imprese (grafico C).

<sup>3</sup> Vd. Provvedimento n.11284 che ha sancito l'avvio dell'istruttoria dell'Antitrust del 10/10/2002, in cui si pone in evidenza al punto 39 che l'intera operazione così come strutturata non si sarebbe potuta realizzare senza la copertura finanziaria fornita da Mediobanca. Nonché i punti 46 ss. dove sono evidenziati gli stretti legami personali che interessano i vertici delle società interessate: il presidente di Premafin, Ciani, "nominato" direttamente da Mediobanca; il vicepresidente di Premafin, Ligresti, nominato nel Cda di Mediobanca, ed altri indicati nel dettaglio.

Grafico B: Sai-Quote sul capitale ordinario al 30/06/2002



Fonte: Il Sole 24 Ore

La proposta prevede l'acquisto delle partecipazioni in Fondiaria in 2 tranches: Sai, infatti, acquista il 6,75% immediatamente, il trasferimento del restante 22,2% è sottoposto invece alla condizione sospensiva del rilascio di tutte le autorizzazioni delle Autorità di vigilanza, necessarie ad attestare la liceità e la bontà dell'operazione per il mercato, nonché la sua opportunità per la società acquirente, dato l'elevato esborso economico necessario per porla in essere. L'operazione è garantita dal versamento di una cospicua caparra da

parte di Sai a garanzia della serietà dell'offerta, nonché dall'obbligo assunto dal suo Presidente di individuare, in caso di impossibilità ad adempiere per la sua società, un acquirente alternativo per Montedison che si obblighi alle medesime condizioni, in caso contrario il contratto si risolverà di diritto.

Formalizzata la proposta, non si fa attendere l'intervento della Consob, sollecitato dai soci fiorentini storici di Fondiaria, diretto ad ottenere un controllo sull'acquisto. La Commissione per il controllo del mercato e della borsa formula un parere negativo, perché ipotizza l'esistenza di "un'azione di concerto"<sup>4</sup>, cioè un patto parasociale tra Sai e Mediobanca in ragione del quale le due società coinvolte sono titolari di una partecipazione pari al 44% del capitale ordinario di Fondiaria, a cui poi si deve aggiungere un 2% di azioni proprie. Questa partecipazione comporta l'obbligo di lanciare un'opa totalitaria a carico di entrambe le società, come conseguenza che la legge collega alla violazione dell'articolo 122 Tuf<sup>5</sup>, in virtù della circostanza che oggetto del trasferimento è il pacchetto di maggioranza della compagnia fiorentina. La Consob punisce così una pratica non inusuale nel mondo finanziario, ma difficile da dimostrare, a cui "Mediobanca era ricorsa altre volte in passato, una pratica inveterata, caratterizzata dal concerto con azionisti ad essa legati da diversi tipi di rapporti, e la storia è sempre simile: nessuno controlla gli altri, non si concludono patti parasociali, ma tutti insieme hanno il controllo della società"<sup>6</sup>. L'esistenza di un'operazione di tale natura sembrerebbe dimostrata dalle modalità con cui si sono svolte le trattative, infatti a poche ore dal lancio dell'opa di Italenergia su Montedison, quest'ultima vende il 28,7% di Fondiaria a Sai ad un prezzo superiore del 50% di quello di borsa, l'acquisto è concluso nella sede di Mediobanca domenica 1° luglio, e solo il giorno successivo Sai comunica di aver presentato un'offerta irrevocabile che in realtà è già stata accettata il giorno precedente in sede privata dalla controparte.

---

<sup>4</sup> Cfr. comunicato stampa del 10 agosto 2001 della Consob, *Acquisto di azioni La Fondiaria da parte di Sai spa*, in [www.consob.it/xpcom\\_stampa](http://www.consob.it/xpcom_stampa).

<sup>5</sup> La Consob spiega nel suo comunicato del 10 agosto del 2001 che "le modalità con cui è avvenuta la transazione fanno presumere l'esistenza di un patto parasociale, anche in forma non scritta, tra Sai e Mediobanca" e quindi continua ribadendo che in conseguenza di tale circostanza è l'incombere dell'obbligo di lanciare un'opa totalitaria sul 100% delle azioni Fondiaria, se e quando sarà trasferito il restante pacchetto del 22% delle azioni da Montedison a Sai.

<sup>6</sup> Vedi R. Rho, *Su Fondiaria obbligatoria l'opa*, in *La Repubblica*, 11 agosto 2001, il quale afferma che con questo verdetto tanto atteso la Consob inferisce un colpo durissimo a Mediobanca.

Questo parere negativo della Cosob frappone il primo serio ostacolo alla conclusione positiva della scalata di Sai a Fondiaria, l'opa renderebbe eccessivamente gravoso l'ammontare dell'esborso economico.

### *1.1. La reazione Sai all'intervento della Consob*

Per aggirare questo ostacolo i vertici Sai propongono una fusione con la compagnia assicurativa fiorentina (grafico D), proposta che comunque non sembra poter superare lo scetticismo della compagnia. Infatti il Cda della Fondiaria all'unanimità, prima il 7 settembre e poi il 17 dicembre 2001, pone alcune rigide condizioni relative alla *corporate governance*, per ottenere le migliori condizioni nel rispetto della "fiorentinità" che si vuole preservare<sup>7</sup>. Queste sono le condizioni di maggiore rilievo ai fini della conclusione dell'affare:

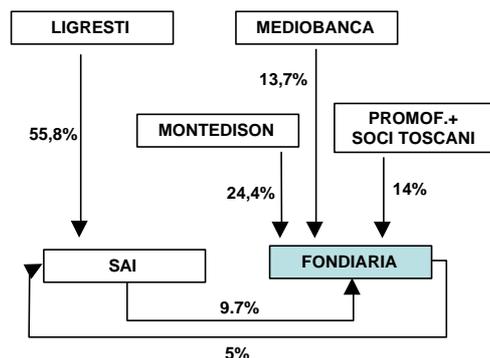
- concambio vicino al valore dell'opa;
- la sede e la direzione generale della compagnia rimangono inalterate e quindi a Firenze;
- l'inserimento nella *corporate governance*, di una maggioranza qualificata pari a 4/5 per quelle delibere dell'assemblea straordinaria che hanno ad oggetto materie specifiche.

Nella stessa occasione il *board* nomina due *advisors*, per apprezzare la proposta pervenuta alla Fondiaria: Lehman Brothers per la valutazione dell'aspetto finanziario e KPMG per gli aspetti contabili, a dimostrazione della volontà della compagnia fiorentina di mantenere aperte le trattative.

---

<sup>7</sup> In queste due occasioni il Cda è stato condotto a questa decisione dalla forza persuasiva dei soci storici della compagnia che detengono a questa data circa il 14% delle azioni Fondiaria. Come riportato da C. Peruzzi, *I toscani danno l'altolà alla Toro*, in *Il Sole 24 ore*, 9 gennaio 2002, l'obiettivo della Fondiaria è "soltanto quello di tutelare il patrimonio, l'autonomia ed il legame con il territorio dell'azienda (...) la prospettiva è quella di un'alleanza industriale che accresca il valore del gruppo". Ciò si ricava pure da G. Pons, *La Fondiaria frena Fiat*, in *La Repubblica*, 9 gennaio 2002, in cui si sottolinea che la lista che pone le condizioni a cui sottoporre la fusione prevede al primo posto "la" condizione: per i fiorentini la Fondiaria vale almeno 7€ per azione, per meno non si comincia neanche a trattare.

Grafico D: PIANO SAI



Fonte: Il Sole 24 Ore del 10/01/2002

L'operazione estremamente articolata, si complica con il sopraggiungere il 31 dicembre 2001, in seguito alla richiesta di autorizzazione fatta pervenire dalla Sai, del parere negativo dell'Isvap, cui è per legge demandato il controllo sulla stabilità finanziaria delle imprese assicurative coinvolte e di autorizzare il trasferimento delle partecipazioni qualificate delle compagnie. L'Isvap nega l'autorizzazione eccependo la non solida struttura finanziaria della compagnia, troppo squilibrata per sopportare l'esborso economico che questa operazione comporterebbe, anche perché non risulta supportata da garanzie finanziarie idonee<sup>8</sup>. Questa debolezza finanziaria, per l'Isvap, sarebbe ulteriormente aggravata dall'obbligo di opa totalitaria imposto dalla Consob alla compagnia e che essa potrebbe sostenere soltanto con il ricorso al mercato dei capitali. In tale circostanza a nulla servirebbe l'imposizione dell'obbligo solidale a carico anche di Mediobanca, perchè questa *merchant bank*, per statuto, non può possedere più del 15% del capitale di una società industriale. Così l'operazione è frenata ulteriormente dato che la Sai aveva condizionato il trasferimento del restante 22,2% del pacchetto azionario, all'ottenimento di tutte le autorizzazioni delle Autorithies interessate.

Al verificarsi di ciò, la Montedison, nel frattempo passata sotto il controllo di Italenergia, ritiene il contratto sciolto e quindi considera la caparra versata ormai acquisita a capitale, tanto che la stampa, in data 7 gennaio,

<sup>8</sup> Infatti oltre al già elevato indebolimento per l'acquisto del pacchetto del 28,7%, se la Consob dovesse imporre l'opa totalitaria la situazione finanziaria della Sai peggiorerebbe a causa dell'elevato prezzo pagato per azione: sarebbero necessari, infatti, 3200 miliardi di euro per rilevare il 54% di azioni Fondiaria ancora sul mercato, dal momento che gli analisti stimano che il prezzo d'acquisto per azione si aggiri intorno ai 7,6-7,7€.

diffonde la notizia di una citazione presentata dalla stessa dinanzi al Tribunale di Torino, per accertare l'inadempimento contrattuale della Sai<sup>9</sup>.

## 1.2. La proposta della Toro

Contestualmente si apprende<sup>10</sup> che Toro assicurazioni, compagnia assicurativa posseduta dalla Fiat, ha fatto pervenire in data 3 gennaio 2002 una propria proposta di acquisizione di Fondiaria (grafico E). La valutazione del mercato della proposta è positiva: si ritiene che questa trattativa possa condursi in porto in tempi rapidi dal momento che alla testa di Fondiaria c'è ancora la "controllata" Montedison, ormai nell'orbita Fiat<sup>11</sup> dopo l'opa di Italennergia. A questi rilievi si aggiunge che anche la conclusione di questa trattativa è subordinata all'ottenimento delle necessarie autorizzazioni. Non sembra destare preoccupazioni l'intervento dell'Isvap: la debolezza economica riscontrata dall'Authority di settore in riferimento alla compagnia assicurativa della famiglia Ligresti, e che ha indotto ad adottare parere negativo sull'operazione che la vedeva coinvolta, non sembra poter riguardare la Toro. La compagnia di assicurazione ha una posizione finanziaria più solida e farebbe fronte all'operazione attraverso la dismissione di cespiti, tra cui gran parte del patrimonio immobiliare ed anche delle società controllate dalla compagnia<sup>12</sup>.

---

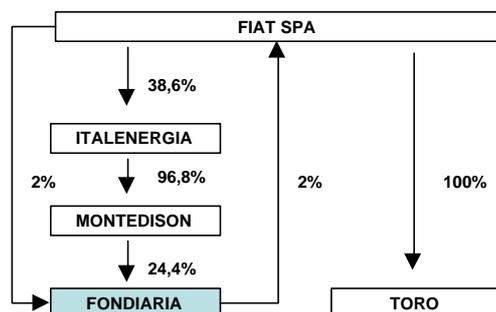
<sup>9</sup> Un comunicato stampa diffuso dalla società Montedison 48 ore dalla mancata autorizzazione Isvap recitava "Il consiglio di amministrazione di Montedison si considera sciolto da ogni impegno nei confronti di Sai, acquisendo di conseguenza la caparra di 500 miliardi di lire da questa versata".

<sup>10</sup> La stampa nazionale pubblicizza la notizia, v. [www.cnitalia.it](http://www.cnitalia.it), 3 gennaio 2002, *Montedison cede Fondiaria alla Toro. Successo Agnelli, smacco Ligresti*; G. Oddo e C. Peruzzi, *Due opzioni sul tavolo di Fondiaria*, in *Il Sole 24 ore*, 10 gennaio 2002; C. Peruzzi, *Fondiaria tratta con Sai e Toro*, in *Il Sole 24 ore*, 11 gennaio 2002; S. Agnoli, *Fondiaria, Sai va al contrattacco*, in *La Repubblica*, 5 Gennaio 2002.

<sup>11</sup> R. Rho, *Fresco e Cantarella vogliono dare l'ultima spallata a Maranghi*, in *La Repubblica*, 6 gennaio 2002, in cui si sottolinea che " (...) nei primi giorni di gennaio, la controllata Montedison ha dichiarato sciolto il contratto con la Sai, forzando la situazione al punto da vendere lo stesso pacchetto di azioni Fondiaria alla Toro". Anche U. Puledda, *Fondiaria, il 24,4% alla Toro*, in *La Repubblica*, 4 Gennaio 2002, mette in evidenza che la Toro avrà strada in discesa anche da un punto di vista operativo: il management della Fondiaria, pur senza dichiarazioni ufficiali, è favorevole da tempo all'ipotesi Toro e non è escluso che in futuro, nemmeno troppo lontano, si pervenga alla fusione dei due gruppi.

<sup>12</sup> V. Puledda, *cit.*, sottolinea come la situazione della compagnia assicurativa del gruppo Fiat sia molto più stabile e per far fronte all'esborso economico della fusione con Fondiaria potrebbe ricorrere ad una serie di operazioni che gli permetterebbero di rinvenire capitale "senza fare una lire di debiti". A questa situazione si aggiungerebbe il bilancio più che positivo della Montedison, comunque "pianeta dell'orbita Fiat", che chiuderebbe l'operazione

Grafico E: PIANO TORO



Fonte: Il Sole 24 Ore del 10/01/2002

Anche la Consob deve valutare l'operazione prospettata dalla Toro a causa del controllo della Fiat su Toro e Fondiaria, che potrebbe rilevare sul piano del prezzo offerto dalla Toro per azione Fondiaria, pari a 6,73 €, inferiore rispetto all'offerta di Sai. La possibilità di un'offerta ad un prezzo più basso sembra trovare fondamento nell'influenza indiretta che la Fiat ha sulla Fondiaria dopo l'acquisto di Montedison da parte della cordata Italenergia, partecipata dalla stessa compagnia torinese. Nonostante il prezzo sia inferiore la Montedison otterrebbe comunque il prezzo per azione offerto da Sai dal momento che a questo aggiungerebbe la caparra inizialmente versata dalla compagnia di Ligresti.

Non mancano comunque gli ostacoli: *in primis* la Sai contesta la legittimità minacciando il ricorso alle vie legali al fine di far valere il proprio contratto d'acquisto<sup>13</sup>. Nello specifico la compagnia torinese vorrebbe riconosciuta l'efficacia della clausola di contratto in ragione della quale la Sai, prima di ritenere il contratto risolto, avrebbe potuto individuare un acquirente alternativo disposto a vincolarsi alle stesse condizioni accettate da essa. La replica Montedison non si fa attendere e si sostanzia nell'inserimento, nel

---

con 230 milioni di euro a livello consolidato con la vendita a Toro, a cui si sommerebbero 247 milioni di euro pagati dalla Sai a luglio ed ancora la caparra-penale dalla stessa società pagata.

<sup>13</sup> Da tutti gli incontri svoltisi tra Sai e Mediobanca al fine di studiare una controffensiva all'acquisto della Fondiaria da parte della Toro, è scaturita un'unica nota breve, pubblicata il 5 gennaio 2002 da *La Repubblica*, in un articolo di S. Agnoli, *Fondiaria, la Sai va al contrattacco*, in cui si legge: "In relazione alle decisioni assunte dalla Montedison nella riunione consigliere del 3 gennaio relativamente al contratto di vendita di azioni Fondiaria, la Sai contesta la legittimità ed ha già avviato le opportune iniziative legali a tutela dei propri diritti sulle azioni di cui Montedison intenderebbe disporre arbitrariamente".

contratto con la Toro, di una clausola di recesso a suo favore nell'eventualità in cui la Sai sia in grado di individuare un cavaliere bianco disposto ad obbligarsi a condizioni uguali. La compagnia di Ligresti ha un mese di tempo per dare operatività alla clausola, trascorso il 3 febbraio 2003 si riterrà il contratto risolto, in ragione dell'applicazione dell'art.1183 c.c., in quanto manca nel contratto un termine espresso, così si ritiene applicabile la disciplina generale<sup>14</sup>.

L'applicazione di questa disciplina è stata contestata dalla Sai perché il termine che ne deriverrebbe sarebbe inadeguato rispetto al tipo di operazione; in più non dovrebbe essere neanche necessario un termine dal momento che il parere Isvap non è definitivo e ciò si evince dal riferimento contenuto nel testo *"allo stato"*<sup>15</sup>.

La tensione tra Sai e Montedison sembrerebbe favorire la Toro, anche perché i legali di quest'ultima continuano a modificare la proposta di modo da adeguarla alle rigide richieste della Fondiaria<sup>16</sup>. Questa infatti dimostra di non voler rinunciare alla sua autonomia ed indipendenza, alla sua storia e tradizione<sup>17</sup>, così formalizza una situazione di incrocio con la Toro per mantenere forza contrattuale nelle trattative che sembrano condurre in ogni caso verso una fusione. Questa stessa tattica difensiva non è nuova per la

---

<sup>14</sup> Il contratto concluso a luglio 2001, redatto sotto la pressione dell'opa Italenergia su Montedison, non stabiliva un termine alla possibilità di Sai di individuare un altro acquirente "terzo", al prezzo di 9,5 € per azione, in caso di inadempimenti causati dal diniego delle autorizzazioni necessarie. Infatti, come detto, il 31 dicembre è giunto il no dell'ISVAP, la Montedison dopo aver atteso 48 ore, ha agito per non rinviare la cessione delle azioni Fondiaria. Avvia le trattative anche con la Toro, riconoscendo a Ligresti 30 giorni per *"operare il miracolo"*: trovare un acquirente disposto a pagare 9,5 € per rilevare il 22,2% di Fondiaria.

<sup>15</sup> R. Sabbatini, *cit.*, in *Il Sole 24 ore*, dove si legge che *"Sai contesta l'interpretazione fornita dal Cda Montedison del 3 gennaio 2002, giudicando non definitivo l'orientamento della commissione di controllo. A maggior ragione, pertanto, la compagnia giudica illegittima la pretesa di Montedison di dare esecuzione all'opzione di individuare un acquirente alternativo, nei tempi immediati richiesti dal gruppo di Foro Buonaparte. Una transazione di tali dimensioni, a giudizio della compagnia torinese, richiede tempi necessariamente più ampi"*.

<sup>16</sup> G. Oddo, *E Fiat allatta i toscani con un'opzione*, in *Il Sole 24 ore*, 4 gennaio 2002, in cui l'Autore riferisce che *"Il Lingotto, stando alle indiscrezioni filtrate, pur raggiungendo in caso di fusione il controllo della nuova Fondiaria-Toro, si limiterebbe a nominare il Presidente, garantendo così l'autonomia gestionale del management in carica che rimarrebbe sotto la guida dell'attuale amministratore delegato di Fondiaria, Gavazzi (...) come incentivo alla fusione. Ai titoli della nuova società potrebbe essere associata un'opzione put, in favore dei nuovi azionisti, vale a dire un diritto a vendere ad 8 € per azione (il titolo al momento valeva 5,67 €) esercitabile entro 4 anni"*.

<sup>17</sup> C. Peruzzi, *op. cit.*, in *Il Sole 24 ore*, 4 gennaio 2002, riporta le parole di Piero Antinori, uno dei soci storici di Fondiaria, il quale afferma: *"Vogliamo solo tutelare il patrimonio, l'autonomia ed il legame con il territorio dell'azienda, non parteggiamo per uno o per l'altro: unica condizione comune è che sia la Fondiaria ad essere aggregante e non aggregata rispetto alle altre compagnie"*.

Fondiaria, la quale era già ricorsa ad essa nella vicenda Sai. Infatti con l'obiettivo di bloccare la percentuale di azioni con diritto di voto possedute da Sai della stessa Fondiaria alla soglia del 2 %, la compagnia ha studiato ed attuato la mossa dell'incrocio azionario acquistando azioni Sai per un totale del 5 % già nei primi mesi del 2001, quando comincia ad aleggiare l'ipotesi di dismissioni di sue azioni a favore di Sai, per formalizzare la situazione difensiva di incrocio azionario. Infatti in virtù di tale incrocio la Consob ha ordinato alla Sai di liberarsi delle partecipazioni azionarie in Fondiaria eccedenti il limite sancito dal Tuf entro il 14 marzo 2002.

Il 7 gennaio, con uno "scatto alla Carl Lewis"<sup>18</sup>, le due società presentano alla Consob le comunicazioni relative al possesso incrociato di azioni, per un ammontare superiore al 2%, così da far scattare i vincoli e gli obblighi derivanti da tale situazione. In particolare l'obiettivo principe della compagnia fiorentina è di ottenere quel congelamento dei diritti di voto inerenti all'eccedenza, che si verifica secondo le disposizioni dell'art. 121 Tuf.

Nella stessa direzione si muove la Toro che acquisisce, contemporaneamente alla Fondiaria, attraverso la *Main Merger Acquisitions and Investments* di Nassau, nel centro *offshore* delle Bahamas, il 2,121% di azioni Fondiaria. A questo punto si pone il problema di stabilire quale sia la disciplina applicabile: l'art 121 Tuf, con i dubbi che ne deriverebbero in merito alla determinazione del primo acquirente, piuttosto che la disciplina codicistica stabilita dall'art. 2359 bis c.c.<sup>19</sup>, a causa del controllo tra Sai e Fondiaria che con l'acquisto del pacchetto del 28,7% si avrebbe.

Le trattative comunque non rallentano<sup>20</sup>: continuano i contatti tra Sai e Fondiaria; la holding Premafin continua a rafforzare la sua posizione di

---

<sup>18</sup> G. Pons, *La Fondiaria frena Fiat*, in *la Repubblica*, 10 gennaio 2002, in cui l'Autore utilizza tale metafora per indicare la velocità con cui entrambi i *managements* delle società coinvolte sono corse alla Consob per far sì di risultare prima società ad aver raggiunto livello superiore al 2% dal momento che destinataria dell'obbligo di congelamento dei diritti di voto e di dismissione dell'eccedenza entro l'anno, è la società che ha superato la soglia per seconda.

<sup>19</sup> R. Sabbatini, *Toro sceglie Nassau, Firenze il prestito titoli*, in *il Sole 24 ore*, 9 gennaio 2002, in cui l'Autore sottolinea la possibilità che non si applichi l'art. 121 Tuf ma l'art. 2359 bis c.c., come la Consob aveva già avuto modo di sostenere in occasione dell'incrocio azionario verificatosi nell'estate 2001, sempre tra Fondiaria e Sai. Nella vicenda Toro-Fondiaria, secondo l'Autore, sarebbe ancora più evidente l'applicabilità della disciplina codicistica sui rapporti controllata-controllante, dati i legami tra Fiat, Montedison e Fondiaria.

<sup>20</sup> G. Pons, *Toro propone fusione a Fondiaria*, in *La Repubblica*, 4 gennaio 2002, in cui l'Autore evidenzia come in questa partita le aperture ed i mutamenti di posizione possono alternarsi nell'arco di una stessa giornata, sottolineando che il tavolo tra Fondiaria e Toro

controllo su Sai ( giunta al 50,159% dei diritti di voto in data 7 gennaio 2002); il nome e l'identità di un'eventuale "cavaliere bianco che salvi" la Sai e Mediobanca sono ancora misteriosi<sup>21</sup>; la Toro incrina la sua posizione nei rapporti con Fondiaria in conseguenza della richiesta, fatta pervenire da Montedison al Cda della Fondiaria, di convocazione dell'assemblea con all'ordine del giorno il rinnovo dell'organo di governo della società fiorentina<sup>22</sup>.

### 1.3. *L'intervento dei "tre cavalieri bianchi"*

Il primo week-end di febbraio appare decisivo per la conclusione l'operazione<sup>23</sup>: la scadenza del termine dato da Montedison a Sai, per l'adempimento della condizione prevista dal contratto è vicina. La compagnia se non individuerà entro domenica 3 febbraio un acquirente alternativo vedrà il suo contratto risolto. La Sai con il sostegno di Mediobanca non vuole permettere che la Fiat controlli anche la Fondiaria<sup>24</sup>, e così apre diversi tavoli di

---

potrebbe semplicemente servire a Giavazzi per ottenere una contropartita più elevata dalla Sai con la quale continuano trattative serrate per procedere ad una incorporazione della Fondiaria.

<sup>21</sup> V. Puledda, *cit.*, paragona ad un miracolo l'eventualità che Ligresti riesca ad individuare entro il 3 febbraio un altro acquirente disposto a sopportare l'esborso economico a cui si era obbligata la Sai per il restante 22,2% a luglio, considerata pure la circostanza che Montedison ha riconosciuto un diritto di prelazione a Toro alle stesse condizioni Sai. Anche se c'è chi ritiene che di tale diritto la Fiat non farà mai uso per l'eccessivo esborso economico che dovrebbe affrontare, v. Pons, *Piazza Affari scommette sull'intesa tra Sai e Fondiaria*, in *La Repubblica*, 16 gennaio 2002. Nel contempo tuttavia la stampa comunica movimenti di Mediobanca nella direzione di diverse *merchant bank* al fine di fornire un sostegno finanziario, mezzi sufficienti affinché Sai riesca a concludere l'operazione con Montedison entro il 3 febbraio, v. Pons, *cit.*, in *La Repubblica*.

<sup>22</sup> V. R. Rho, *Blitz della Montedison sul Consiglio Fondiaria*, in *La Repubblica*, 29 gennaio 2002, l'Autore annuncia un nuovo colpo di scena: Montedison, ancora azionista di maggioranza di Fondiaria con il 24,3 %, chiede al Cda presieduto da Alberto Pecci la convocazione dell'assemblea per rinnovare l'organo di governo, sottolineando che Fiat-Montedison teme che con l'attuale Cda ci siano poche probabilità di giungere alla fusione.

<sup>23</sup> G. Pons e R. Rho, *Fondiaria, Fiat rilancia ma Ligresti chiama Gnutti*, in *La Repubblica*, 1 febbraio 2002; G. Pons, *Gnutti: Esaminiamo il dossier*, in *La Repubblica*, 2 febbraio 2002. In entrambi gli articoli si sottolinea la tensione che caratterizza il primo week-end di febbraio a causa delle scadenze imminenti nella conquista della compagnia toscana: il gruppo Fiat sembra propenso a migliorare la sua proposta, mentre di contro la famiglia Ligresti sembra non volersi arrendere, fervono i contatti gli incontri alla ricerca di un terzo che acquisti il pacchetto di Fondiaria ancora " parcheggiato in Foro Buonaparte".

<sup>24</sup> A. Bernacchi, *Il Lingotto incassa ma questa volta ha vinto Maranghi*, in *Il sole 24 ore*, 8 febbraio 2002, sottolinea che la scalata a Fondiaria altro non è se non il manifestarsi delle lotte intestine che caratterizzano il nostro capitalismo, conseguenza del dissolversi di alleanze e sodalizi storici, che finiscono per generare fazioni rivali. Ecco quello che è successo tra Fiat e

trattative nella ricerca di un contraente che si sostituisca in tutto o in parte ad essa.

Il 2 febbraio la stampa nazionale fa filtrare i primi nomi di probabili soggetti terzi con cui la Sai avrebbe avviato trattative: i più accreditati sembrano essere la Hopa del finanziere Gnutti<sup>25</sup>, affiancato dal suo tradizionale partner finanziario, la *merchant bank* Interbanca del gruppo Antonveneta. Queste due compagnie, contattate dalla JP Morgan *advisor* Sai, appaiono le più idonee ad intervenire perché entrambe dispongono di un'elevata liquidità ottenuta in seguito alle ultime operazioni concluse positivamente; sembra invece indebolita la voce che prevedeva un intervento di Munich Re<sup>26</sup>.

Allo scadere dell'*ultimatum* la Sai diffonde una breve nota in cui comunica alla sua controparte "l'impegno irrevocabile di terzi" a comprare il pacchetto di azioni Fondiaria oggetto del contendere: "*non uno ma ben tre cavalieri bianchi sono giunti in soccorso della Sai: saranno JP Morgan Chase, Interbanca ed il finanziere Francesco Micheli a subentrare alla compagnia torinese nell'acquisizione del 22,2% della Fondiaria dalla Montedison*"<sup>27</sup>.

I legali delle tre società iniziano una stretta collaborazione per stendere un documento da presentare al *board* della Montedison per la firma definitiva. Nella riunione dell'8 febbraio 2002 la Montedison approva il documento, contenente tre punti salienti:

---

Mediobanca: prima amici, anche nella difesa della stessa Fondiaria dagli attacchi sferrati nel luglio del 1986 da Schiberni con Montedison; ora concorrenti, per non dire nemici, nella conquista sempre di quella Fondiaria, conquista che permetterebbe a Maranghi di salvare quel 2% di azioni della "sua" *merchant bank*, ora in portafoglio della compagnia fiorentina, dal controllo della Fiat, e così salvare se stesso evitando che quelle azioni si aggiungano a quelle numerose che sono a lui contrarie.

<sup>25</sup> G. Pons, *cit.*, in *La Repubblica*, 2 febbraio 2002, riporta la dichiarazione del finanziere bresciano Gnutti che conferma l'apertura delle trattative tra Sai e Hopa e l'esame, da parte della stessa, del dossier della Fondiaria: "*Stiamo esaminando la cosa, ma non ho elementi per dire se interverremo, è il nostro mestiere esaminare le opportunità di investimento ma non si può far tutto*".

<sup>26</sup> G. Oddo e R. Sabbatini, *Sai tratta con Fondiaria ma sonda Hopa*, in *Il Sole 24 ore*, 2 febbraio 2002, riportando i *rumors* circolanti nel mondo finanziario circa i possibili "cavalieri bianchi" disposti a correre in aiuto di Ligresti, al fianco della Hopa fanno il nome del maggior gruppo di riassicurazioni del mondo e cioè la tedesca Munich Re. In realtà sul finire dello stesso articolo sono gli stessi Autori a sottolineare che l'intervento del gruppo tedesco appare la meno probabile.

<sup>27</sup> Così G. Oddo e R. Sabbatini, *Fondiaria, Sai trova un tris di acquirenti*, in *Il Sole 24 ore*, 3 febbraio 2002, in apertura di articolo per annunciare che con una nota diffusa la sera precedente la Sai ha reso noto alla controparte i nomi dei tre soggetti terzi che rileveranno le quote Fondiaria ancora in mano a Montedison, consentendogli in questo modo di onorare i termini originari dell'accordo siglato il primo luglio 2001.

- la caparra versata dalla Sai a luglio a garanzia dell'adempimento del contratto sarà restituita, e la restituzione, in base al documento preparato dalle società, dovrebbe avvenire contestualmente al pagamento delle azioni da parte dei cavalieri bianchi<sup>28</sup>. Questa verrà utilizzata dalla Sai per pagare alle tre compagnie la *call option*, cioè il diritto di acquistare le azioni di Fondiaria a 6,7 € per azione, prezzo che sommato al valore della caparra permette ai soggetti terzi di ottenere in seguito all'esercizio dell'opzione da parte della Sai, quanto pagato per l'acquisto;
- i tre investitori si impegnano a non avanzare pretese nell'eventualità, neanche tanto remota, che alcune delle autorizzazioni siano negate;
- Sai, Toro e Montedison abbandonano tutte le cause da loro intraprese una nei confronti dell'altra.

Il documento approvato contiene nel dettaglio tutte le condizioni degli acquisti delle azioni Fondiaria da parte dei tre cavalieri bianchi. In base agli accordi la Sai acquista un'opzione *call* in virtù della quale potrà acquistare dai tre investitori le azioni Fondiaria a 6,7 €, con l'aggiunta degli interessi, versando anticipatamente 2,8 € per azione, che altro non è se non l'equivalente di una caparra sottoforma di premio anticipato. Parallelamente ai tre investitori è riconosciuta un'opzione *put* sui titoli posseduti che da loro diritto a vendere a Sai le azioni acquistate, sempre al prezzo di 6,7 € per azione, per un periodo non superiore ai due anni, salvo esercizio anticipato nel caso si verificano circostanze particolari non meglio precisate. In più la Sai si obbliga a riconoscere un'opzione di *call spread* a favore dei tre "cavalieri" che permette di attribuire loro un aumento di prezzo d'acquisto fino ad un euro per azione, nell'eventualità in cui i titoli raggiungano un valore compreso tra 9,5 e 10,5 €.

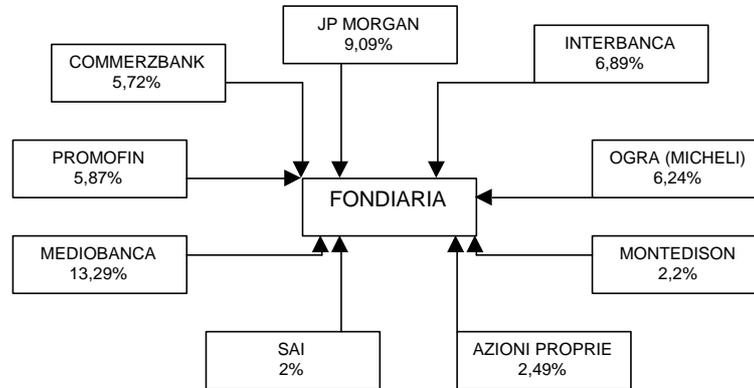
L'ultimo dubbio per l'approvazione definitiva del contratto risiede nel diritto di prelazione riconosciuto alla Toro per l'acquisto del pacchetto di

---

<sup>28</sup> G. Oddo, *Restituzione della caparra e garanzia per Piazzetta Bossi che chiude l'anno con un balzo della redditività*, in *La Repubblica*, 9 febbraio 2002, narra i diversi fotogrammi di questa operazione: la Montedison consegnerà i titoli ai tre acquirenti ( 9,09 % a JP Morgan, 6,9 % a Interbanca, 6,24 % a Micheli); riceverà dalle tre società il versamento del prezzo d'acquisto e contemporaneamente restituirà alla Sai la caparra da essa versata il primo luglio 2001.

Fondiarria allo stesso prezzo di 9,5 € pagato dai tre “cavalieri bianchi”, ma la compagnia fa sapere di non volerlo esercitare<sup>29</sup>.

Grafico F: quote capitale sociale Fondiarria dopo l'acquisto da parte dei 5 cavalieri bianchi



Fonte: Il Sole 24 Ore del 16/02/2002

L'operazione non è esente da rilievi e dubbi circa la sua legittimità tanto che da più parti vengono sollecitati interventi chiarificatori e di controllo da parte di Isvap, Consob ed Antitrust<sup>30</sup>. In particolare l'attenzione sull'operazione

<sup>29</sup> G. Oddo, *Montedison-Sai, è accordo su Fondiarria*, in *Il Sole 24 ore*, 8 febbraio 2002, si legge che l'operazione per l'acquisto della compagnia assicurativa fiorentina si è conclusa dopo che la Toro, l'impresa assicurativa del gruppo Fiat, ha comunicato di voler rinunciare al diritto di preferenza che la Montedison le aveva accordato il 3 gennaio ed in base al quale veniva riconosciuto il diritto a rilevare il pacchetto Fondiarria oggetto del contendere al prezzo di 9,5 € per azione, cioè lo stesso a cui si era impegnata la Sai. Questa decisione è stata assunta dall'amministratore delegato della Toro, Francesco Torri, al quale il cda della compagnia aveva lasciato un ampio margine di scelta, riconoscendogli "ampi poteri per seguire l'evolversi della vicenda e assumere decisioni".

<sup>30</sup> R. Sabbatini, *Ma il fondo Liverpool sollecita l'Opa*, in *Il Sole 24 ore*, 5 febbraio 2002, l'Autore da la notizia dell'esposto presentato il giorno precedente alla Consob da parte di Gordon Singer, portfolio manager del fondo di investimento statunitense Liverpool Limited Partnership con sede ad Hamilton, Bermuda, azionista di Fondiarria. Nell'esposto il manager sollecita l'intervento dell'Authority in base al rilievo che l'intervento dei tre nuovi soggetti sarebbe avvenuto dietro la regia occulta di Mediobanca al fine di salvare la Sai di Salvatore Ligresti, quindi sarebbe ipotizzabile un'azione di concerto che giustificerebbe l'imposizione di un obbligo di opa totalitaria imposto dalla Commissione ai tre acquirenti, valendo le stesse considerazioni mosse dall'Authority nell'agosto del 2001 nei confronti di Sai e Mediobanca. G. Oddo, *Adesso restano solo le incognite Isvap e Consob*, in *Il Sole 24 ore*, 8 febbraio 2002, l'Autore

a livello internazionale è attirata dal Fondo Liverpool<sup>31</sup> con la presentazione del ricorso al Tar del Lazio contro tale operazione. L'operazione sembra essere di natura puramente finanziaria, un c.d. "portage", che consente ad un soggetto di sostituirsi alle obbligazioni assunte da altri per poi retrocederle. In questo modo la Sai sembra assicurarsi la partecipazione del 22,2% di Fondiaria attraverso l'utilizzo di strumenti finanziari che permettono di aggirare l'obbligo di comunicazione alla Consob e quindi la necessità dell'opa totalitaria. Contemporaneamente la Sai procede anche alla dismissione delle partecipazioni azionarie incrociate eccedenti il limite del 2%, così come disposto in agosto dalla Consob. Così il 15 febbraio vengono conclusi due contratti, alle stesse condizioni di quelli conclusi con i tre cavalieri bianchi, con Mittel e Commerzbank per il trasferimento del 7,7% delle azioni Fondiaria in portafoglio Sai, così da portare la partecipazione attuale del 9,7% al 2%, in modo da evitare le conseguenze negative degli incroci azionari.

I dubbi collegati all'operazione sono forti nonostante le parti coinvolte continuino a negare l'esistenza di un tale marchingegno finanziario<sup>32</sup>, ora spetta alla Consob valutarla definitivamente.

Altra incognita è rappresentata da un possibile intervento delle altre Authorities interessate. L'intera operazione se non la si considera un'azione di concerto, non è ricompresa tra quelle soggette ad autorizzazione preventiva da parte dell' Isvap, dato che per legge questa è necessaria nel caso in cui siano trasferite partecipazioni qualificate di una compagnia, almeno pari al 10%, e nel caso di specie tutte le partecipazioni trasferite ai tre investitori sono al di sotto di tale soglia. Tuttavia la stessa legge lascia aperta la possibilità di un intervento, statuendo che possono considerarsi qualificate anche quelle partecipazioni che,

---

annuncia la presenza a fianco della Consob, in occasione dell'udienza del Tar del Lazio che deciderà sul ricorso contro il provvedimento dell'Authority che ha imposto l'opa obbligatoria a Sai e Mediobanca, anche dell'associazione Adusbef, la quale ritiene che di concerto si possa ancora parlare anche con riferimento alla proposta irrevocabile d'acquisto presentata dai tre nuovi investitori.

<sup>31</sup> Fondo di Liverpool è un *hedge fund*, un fondo aggressivo, qualificato "opportunist" da Puledda, in *La Repubblica*, perché pronto a sfruttare tutte le possibilità di guadagno, tanto che qualcuno sostiene che non sempre le loro battaglie sono "trasparenti ed adamantine".

<sup>32</sup> G. Oddo, *Micheli: "Il mio non è un portage"*, in *Il Sole 24 ore*, 3 febbraio 2002, riporta le parole pronunciate dal finanziere milanese Francesco Micheli interrogato a questo proposito: "Voglio però precisare che non si tratta di un portage. Le quote che abbiamo acquistato io, JP Morgan Chase e Interbanca sono nella nostra piena disponibilità, esse sono libere da obbligazioni a parte una serie di sfaccettature che abbiamo già illustrato a Consob e Isvap. E' stata un'operazione non concertata, dove ciascuno di noi agisce per proprio conto, in piena trasparenza, né in aiuto di uno né per colpire un altro".

pur non superando la soglia del 10 %, permettono ugualmente di esercitare un'influenza notevole, ancorché non dominante sull'impresa. Non è poi da tralasciare l'eventualità che l'Isvap intervenga direttamente su Sai nell'ipotesi in cui ritenga che l'operazione, anche se diversamente strutturata rispetto al luglio 2001, necessiti ugualmente di una solvibilità su cui la Sai ancora non può fare affidamento<sup>33</sup>. A questo intervento si potrebbe affiancare quello dell'Authority garante della concorrenza, dal momento che forti sono i dubbi di violazione della disciplina sul funzionamento del mercato concorrenziale, in particolare le norme in tema di divieto di abuso di posizione dominante in un settore rilevante del mercato.

#### 1.4. Trattative per la fusione

In attesa di queste pronunce le trattative tra i *managers* delle due compagnie proseguono serrate, con scambi di lettere tra gli *advisors* (JP Morgan per Sai e Lehman Brothers per Fondiaria) al fine di risolvere il punto dolente dell'accordo, rappresentato dalla fissazione del concambio<sup>34</sup>, per giungere il più presto possibile ad una fusione, perché per fine aprile sono in programma le rispettive assemblee<sup>35</sup>.

---

<sup>33</sup> G. Oddo, *cit.*, in *Il Sole 24 ore*, 8 febbraio 2002, chiarisce che la situazione dell'Isvap sembra essere diversa rispetto a quella della Consob, dal momento che l'organo di vigilanza del settore assicurativo, chiamato in causa subito dopo l'annuncio dell'offerta di acquisto pervenuta a Montedison da parte di Interbanca e soci, aveva dichiarato di non ritenere che esistessero gli elementi per pronunciarsi. Mentre lo stesso Autore sottolinea come sarebbe probabile invece un intervento dell'Isvap direttamente su Sai, perché si potrebbero rinvenire gli estremi per eccepire che l'operazione, pur strutturata in modo diverso, impone comunque alla compagnia di Ligresti problemi identici a quelli di un'acquisizione in termini di rispetto della solvibilità.

<sup>34</sup> C. Peruzzi, *Sai-Fondiaria, obbligo d'intesa*, in *Il Sole 24 Ore*, 9 marzo 2002, riporta le parole di Oscar Zannoni, consigliere e azionista di Fondiaria, il quale alla domanda se il concambio rappresenti un problema ai fini della realizzazione dell'intera operazione, da una risposta negativa, sottolineando però che questa più che essere una certezza, è una speranza. Il consigliere sottolinea la bontà del progetto di fusione, soprattutto in prospettiva futura, che è quello che dovrebbe interessare alle compagnie, e pone in evidenza come sia fondamentale per il raggiungimento di un accordo individuare un rapporto di concambio logico ed equo.

<sup>35</sup> *"Sai-Fondiaria, ore decisive per la fusione"*, in *Il Corriere della Sera*, 5 marzo 2002, in cui viene manifestata la sensazione prevalente nel settore che le due compagnie, dopo continui scambi di lettere tra i loro *advisors*, stiano portando avanti uno stretto negoziato al fine di giungere in tempi rapidi ad un'aggregazione, anche perché entrambe le assemblee delle compagnie per i bilanci sono fissate per fine aprile, quindi i tempi per convocare un'eventuale assemblea straordinaria che delibere sull'operazione sono brevi.

Le trattative subiscono un ulteriore colpo d'arresto con la presentazione, a fine marzo, da parte dei vertici Fondiaria di un ricorso al Tribunale di Firenze di 80 pagine, in cui è denunciata l'acquisizione da parte dei cinque "cavalieri bianchi", in quanto configurerebbe un'operazione di *portage*. Ciò, secondo i vertici Fondiaria, risulterebbe anche da un'espressa ammissione contenuta nel modulo 120A che l'Antonveneta, controllante di Interbanca, ha presentato a norma di legge alla Consob<sup>36</sup>. L'obiettivo del ricorso è quello di ottenere il congelamento dei diritti di voto dei nuovi acquirenti nell'assemblea di Fondiaria, fissata per fine aprile (poi svoltasi effettivamente il 30 maggio), dal momento che il titolare effettivo delle azioni da loro acquisite sarebbe Ligresti, che così avrebbe aggirato tutti gli obblighi di legge derivanti da un'operazione di queste dimensioni. Il ricorso è presentato con la richiesta di un provvedimento d'urgenza con la finalità di eliminare il pericolo che l'assemblea riesca così a ribaltare il Cda della Fondiaria, sostituendolo con amministratori "amici" pronti a firmare l'accordo di aggregazione con la Sai. Il tribunale però nei primi giorni di aprile respinge l'urgenza del ricorso<sup>37</sup>, lasciando aperta solo la questione di merito.

---

<sup>36</sup> R. Rho, *E' Ligresti il padrone di quel 29%, ecco le prove in mano a Fondiaria*, in *La Repubblica*, 20 marzo 2002, è riportato ciò che scritto da Interbanca nella lettera fatta pervenire alla Consob per formalizzare l'acquisizione di 26.500.000 azioni di Fondiaria. Infatti nel modello 120A fatto pervenire oltre che alla Consob anche alla stessa Fondiaria, l'Antonveneta, controllante di Interbanca, nel riempire la casella prestampata dove va indicato il titolo del possesso delle azioni, riempie la casella proprietà ma vi aggiunge a macchina l'espressione "a titolo di *portaggio*". Per quanto maccheronica possa essere considerata la traduzione del francese, è evidente il riferimento ad un'operazione di *portage*, che confermerebbe che l'acquisizione è comunque da addebitare a Ligresti, che ha posto in essere un *marchingegno* finanziario che gli ha permesso di ottenere il pacchetto di maggioranza di Fondiaria attraverso un acquisto per interposta persona.

<sup>37</sup> G. Turani, *Fondiaria: respinto il ricorso contro i "cinque cavalieri"*, in *La Repubblica*, 21 aprile 2002, riporta la notizia che sembra apprendersi da fonti della compagnia fiorentina, secondo la quale il Tribunale di Firenze avrebbe dichiarato inammissibile il ricorso d'urgenza presentato da Fondiaria per inibire il diritto di voto ai cinque cavalieri alleati della Sai alla prossima assemblea, la quale per giunta dovrà procedere pure al rinnovo del Cda. Il tribunale sentiti i legali e ricevute le memorie non è voluto entrare nel merito, ritenendo che le parti avrebbero dovuto ricorrere ad altre vie per tutelare i propri diritti. Stessa notizia riportata in *Ligresti segna un punto a suo favore nella battaglia fiorentina: bocciato il ricorso di Fondiaria contro i cinque cavalieri bianchi*, in *La Repubblica*, 10 maggio 2002, in cui è aggiunto che il giudice si è premurato di spiegare che la compagnia ha a sua disposizione strumenti adeguati per bloccare nell'immediato il diritto di voto degli alleati Sai, dato che è consentito al Presidente della Fondiaria, all'apertura dell'assemblea, di inibire il diritto di voto a quelli azionisti che ritenga non legittimati all'esercizio.

A maggio l'accordo sembra ormai perfezionato, almeno a grandi linee, favorito dalla pronuncia positiva della Consob del 17 maggio<sup>38</sup>, che esclude l'obbligo di opa totalitaria da parte di Sai, nega l'esistenza di un'operazione di concerto, ed imprime un'accelerazione ai negoziati tale da rendere probabile una valutazione del progetto definitivo di aggregazione in occasione delle assemblee di Fondiaria e Sai convocato il 30 maggio. Fondiaria ha tutto l'interesse a raggiungere un accordo prima di tale momento per poter sfruttare la maggioranza ancora esistente in assemblea. Dopo questa data, infatti, la sua posizione potrebbe indebolirsi essendo all'ordine del giorno la modifica del Cda: oggi rappresentanza dei soci fiorentini ed emiliani, in seguito probabilmente di successiva nomina di Ligresti.

I seguenti accadimenti sembrano condizionare l'esito della fusione a cui è finalizzato l'esercizio delle opzioni:

- la Sai modifica le condizioni della fusione per la maggiore debolezza di Fondiaria rispetto ad essa<sup>39</sup>, e ciò fa irrigidire i soci fiorentini di minoranza;
- il ricorso presentato dal fondo di Liverpool al Tar del Lazio contro il verdetto Consob del 17 maggio, con l'obiettivo di ottenere una sospensiva dei diritti di voto<sup>40</sup>,

---

<sup>38</sup> La Consob ritorna ad esaminare la vicenda Sai-Fondiaria dopo il verificarsi dei nuovi eventi, nello specifico l'acquisto delle azioni da parte dei 5 cavalieri. La Commissione comunque conclude in maniera positiva: " dalle informazioni e dalla documentazione acquisite risulta che, anche nell'ipotesi in cui si volesse ritenere che i cinque investitori abbiano acquistato il 29,9% circa delle azioni Fondiaria in nome proprio ma per conto della Sai, non vi sarebbero comunque i presupposti per l'obbligo di opa, in quanto dall'istruttoria condotta sono emersi elementi di fatto che inducono a ritenere non più esistente il citato patto parasociale tra Sai e Mediobanca, né altri patti rilevanti ai sensi dell'art.122 Tuf.

*In particolare nell'ambito di un contesto significativamente modificato rispetto al luglio 2001 in cui Mediobanca (...) ha utilizzato la possibilità di concordare con Sai l'acquisto del controllo Fondiaria, si è constatato che il ruolo di Mediobanca nella vicenda in esame si è modificato".*

<sup>39</sup> C. Peruzzi, *cit.*, in *Il Sole 24 Ore*, 24 maggio 2002, dove si legge che i contenuti della possibile intesa, posti in essere dagli *advisors* delle due compagnie, e intorno ai quali si era creata una convergenza, sono stati modificati unilateralmente dalla Sai in seguito alla caduta in borsa del titolo Fondiaria. Infatti il verdetto Consob ha spinto il valore di borsa delle due compagnie verso un rapporto di quattro azioni Fondiaria per ogni titolo Sai; la società presieduta da Pecci ha ceduto in data 23 maggio il 2,43% toccando i 4,57 contro i 18,21 euro di Sai. In realtà la debolezza di Fondiaria è anche una conseguenza della complicata situazione in cui versa la *Swiss Life*, il gruppo assicurativo svizzero in cui la compagnia fiorentina detiene il pacchetto di maggioranza. Il gruppo negli ultimi mesi ha perso circa il 70% della propria capitalizzazione, causa le voci, rimbalzate dagli ambienti finanziari internazionali, di una possibile opa sul capitale della compagnia che è leader nel comparto vita in Svizzera, v. C. Peruzzi, *Fondiaria cede il 3% di Sai*, in *Il Sole 24 Ore*, 30 luglio 2002.

- ultimo, ma non in ordine di importanza, l'intervento dell' Isvap la quale chiede la convocazione dei vertici Sai per conoscere nel dettaglio gli accordi che la compagnia sta per concludere. La fusione potrebbe comportare le stesse riserve manifestate a dicembre 2001, relativamente all'impegno economico eccessivamente oneroso che l'operazione comporta. Il problema è rappresentato ancora dall'impossibilità di rispettare i limiti di solvibilità stabiliti dalla normativa del mercato assicurativo sia nell'eventualità in cui si giunga alla fusione dopo il ritrasferimento delle quote Fondiaria in mano dei cinque cavalieri, sia nell'eventualità più remota che la Sai si limiti semplicemente ad esercitare le opzioni *call* e ad assumere di conseguenza una posizione di controllo nella Fondiaria<sup>41</sup>, senza fusione.

Nonostante ciò le parti raggiungono *in extremis* un accordo approvato il 30 maggio dai *boards* delle due compagnie. L'operazione si concluderà, presumibilmente a fine anno, con un'integrazione che darà vita alla nuova società Fondiaria-Sai, con sede legale a Firenze dove verranno mantenute le più importanti funzioni generali di governo; è stato stabilito, orientativamente, anche il concambio pari a 4 azioni ordinarie Fondiaria per ogni azione Sai, con l'aggiunta del riconoscimento agli azionisti di risparmio della compagnia fiorentina di un'azione Sai risparmio per ogni 2,5 titoli posseduti. Ai soci di minoranza verrà assegnato gratis un *warrant* che darà diritto a sottoscrivere entro il 30 giugno 2008 un'altra azione ordinaria Fondiaria-Sai al valore di 0,52

---

<sup>40</sup> G. Turani, *Sai-Fondiaria, Liverpool ricorre al Tar*, in *La Repubblica*, 22 maggio 2002, in una nota diffusa dalla società si legge che non sarebbe corretto il verdetto Consob, dal momento che l'intesa tra Mediobanca e Sai, rilevata dalla Commissione nell'agosto 2001, avrebbe trovato attuazione con l'acquisto da parte dei "cavalieri bianchi" delle azioni Fondiaria. In aggiunta si sottolinea anche l'esistenza di partecipazioni incrociate dal momento che Fondiaria detiene un 5% di azioni della compagnia torinese ed i nuovi soci sarebbero rappresentanti di Sai. La nota cita espressamente "Vista la decisione della Consob a sfavore di un'opa obbligatoria e la sua inerzia per quanto riguarda le partecipazioni incrociate, abbiamo deciso di rivolgerci al Tar per proteggere i nostri diritti".

<sup>41</sup> R. Sabbatini, *Oggi la Sai a rapporto dall'Isvap*, in *Il Sole 24 Ore*, 28 maggio 2002, viene rilevato che l'impegno finanziario richiesto per procedere all'acquisto del pacchetto Fondiaria in mano dei cinque investitori, sarebbe, per la Sai, di gran lunga superiore all'eccedenza disponibile rispetto al margine minimo di solvibilità prestabilito per legge. Nel bilancio della compagnia è indicata un'eccedenza del margine di solvibilità per 314 milioni di euro in confronto ai 772,5 milioni necessari per rilevare 115 milioni di titoli di Fondiaria al prezzo di esercizio di 6,7€; così i manager della compagnia torinese dovrebbero dare garanzie alla Commissione per colmare il gap.

euro; il Cda della nuova società rappresenterà un punto di incontro tra le due compagnie, sarà composto da 15 membri, 5 proposti dal Cda Sai, un consigliere indipendente scelto da Sai tra nomi proposti da Fondiaria, un presidente indipendente, l'attuale presidente Sai diventerà amministratore delegato, mentre vicepresidenti saranno Gavazzi e Jonella Ligresti. L'assemblea della compagnia fiorentina in più ha anche nominato un nuovo Cda che riflette i mutamenti verificatisi nell'azionariato e che tragherà la compagnia verso l'incorporazione in Sai<sup>42</sup>.

Prima di procedere alla fusione occorre che Sai eserciti i diritti di opzione riconosciutogli che consentiranno di mantenere una maggioranza superiore al 30%. Proprio per questo motivo il dossier dell'intera operazione ritornerà sul tavolo della Consob e delle altre Authorities interessate che dovranno esaminare tutti gli elementi per decidere se sussistono gli estremi per esonerare la Premafin dall'opa obbligatoria totalitaria e per escludere l'esistenza di una posizione dominante nel settore assicurativo.

Nei mesi estivi la Sai inizia l'esercizio dei diritti di opzione<sup>43</sup> e soprattutto Fondiaria si impegna a sciogliere l'incrocio<sup>44</sup> avendo in portafoglio il 5,01% di azioni Sai.

---

<sup>42</sup> V. G. Pons, *cit.*, in *La Repubblica*, riporta l'oggetto dell'assemblea della Fondiaria del 30 maggio: oltre ad approvare il bilancio, l'assemblea ha provveduto a nominare un nuovo consiglio di amministrazione che riflette i mutamenti dell'azionariato avvenuti nel febbraio e che hanno comportato l'ingresso di JP Morgan, Interbanca, Francesco Micheli, Commerzbank e Mittel, compagnie che detengono nel complesso il 29% di Fondiaria. La lista presentata dall'azionista Mei contiene 5 conferme: Alberto Pecci, Roberto Gavazzi, Piero Antinori, Renato Magliaro e Oscar Zannoni. Nomi nuovi sono invece quelli di Di Nardo, Ferro-Luzzi (presidente di transizione), Mei, Pini, Reboa e Rota.

<sup>43</sup> Questo rappresenta un dei punti più delicati dell'intera vicenda: il 29,9% di Fondiaria, che tornerà in mano di Ligresti al termine del ritrasferimento delle azioni dai cinque cavalieri, si tramuterà in azioni proprie in carico a 9,5 euro a fronte di un valore desumibile dal patrimonio netto di Fondiaria di poco superiore ai 4 euro; l'annullamento di tali azioni comporterà un disavanzo che si compenserà con le plusvalenze della stessa compagnia.

<sup>44</sup> Nei primi giorni di giugno Fondiaria si prepara a sciogliere l'incrocio azionario esistente con Sai, di cui è presente nel suo portafoglio il 5,01%, quindi la compagnia fiorentina dovrà cedere la quota eccedente l'1,99%, così da eliminare gli ultimi ostacoli esistenti alla fusione. In data 29 luglio passa di mano lo 0,5% al quale si somma, in seguito al trasferimento del 31 luglio, il 2,5%, così l'obiettivo della dismissione al di sotto del tetto del 2% è raggiunta. V. C. Peruzzi, *cit.*, in *Il Sole 24 Ore*, 30 luglio 2002; C. Peruzzi, *La Fondiaria vola (+11,1%) verso il matrimonio con Sai*, in *Il Sole 24 Ore*, in cui l'Autore sottolinea che il 3% dimesso da Fondiaria di Sai non è stato acquistato né dalla compagnia torinese né dalla controllante Premafin, ma comunque sono finite non lontane da salvatore Ligresti in "mano amiche", principale indiziato è Mediobanca, o quanto meno società ad essa collegate.

Unico avvenimento di rilievo, in attesa delle assemblee che si terranno a settembre, è rappresentato dalla multa inflitta dal ministero dell'Economia ai vertici di Mediobanca su richiesta della Consob, per il ruolo ricoperto dalla banca nell'affare Sai-Fondiaria. Nonostante l'esistenza di patti parasociali non scritti tra Mediobanca e la *merchant bank* fosse stata negata, il Ministero ha aderito alla ipotesi prospettata dalla Consob nell'agosto 2001, rinvenendo così una violazione dell'articolo 122 Tuf<sup>45</sup>.

Le assemblee delle due società, riunite il 19 settembre in seduta straordinaria, varano il progetto di fusione, a Torino la delibera è adottata all'unanimità; qualche problema nell'assemblea di Firenze per l'opposizione di parte della minoranza che minaccia il ricorso alla magistratura, tuttavia la delibera di approvazione dell'incorporazione è adottata a maggioranza<sup>46</sup>.

### *1.5. I nulla-osta delle Authorities di controllo: decisiva l'istruttoria dell'Antitrust*

All'approvazione del progetto da parte delle assemblee si aggiunge, il via libera dell'Isvap all'acquisto da parte della compagnia torinese del 29% di Fondiaria in mano ai cinque cavalieri bianchi. L'autorizzazione dell'Authority del settore assicurativo era necessaria perché la Sai potesse esercitare i diritti di opzione riconosciutigli a febbraio: fino ad ora il ritrasferimento ha interessato solo il 9% del capitale, mantenendo così la Sai al di sotto della soglia del 10%, tetto al di sopra del quale la partecipazione diventa rilevante e quindi oggetto del benessere preventivo da parte dell'autorità di vigilanza<sup>47</sup>. Il parere definitivo

---

<sup>45</sup> F. Man, *Fondiaria, il Tesoro multa Mediobanca*, in *La Stampa*, 3 agosto 2002, in cui si legge che il ministero ha adottato una sanzione contro Mediobanca perché ha rilevato l'esistenza tra essa e la compagnia torinese di un patto parasociale, così come affermato dalla Consob, e quindi ha rinvenuto una violazione dell'articolo 122 Tuf, in base al quale i patti avrebbero dovuto essere pubblicizzati. Così ha comminato una sanzione, in via puramente amministrativa, la cui entità sarà resa nota in un momento successivo.

<sup>46</sup> V. C. Peruzzi, *Ok a Sai-Fondiaria, nasce il terzo polo*, in *Il Sole 24 Ore*, 20 settembre 2002, l'Autore apre l'articolo annunciando la nascita del terzo polo assicurativo del Paese che nascerà entro l'anno ed avrà come azionisti di riferimento la Premafin di Ligresti e Mediobanca dell'amministratore delegato Maranghi.

<sup>47</sup> V. R. Sabbatini, *Fondiaria, via libera di Isvap alla Sai*, in *Il Sole 24 Ore*, 10 settembre 2002, annuncia il sì dell'Authority all'acquisto da parte della compagnia torinese del 29% di Fondiaria. Nello stesso senso G. Turani, *Sai-Fondiaria: il mercato premia la fusione*, in *La Repubblica*, 20 settembre 2002, dove si pone in evidenza che il sì della Commissione di vigilanza riguarda solo la presa di controllo da parte della Sai all'interno della compagnia fiorentina, non

sull'intero progetto di fusione è atteso però per fine anno, per il momento il nullaosta è limitato al passaggio delle quote di controllo della compagnia fiorentina nelle mani della società di Ligresti.

Segue l'intervento dell'Antitrust: il 3 settembre l'Antitrust decide di avviare un'istruttoria sull'intera operazione di fusione<sup>48</sup> ritenendo “*che l'operazione sia suscettibile di determinare la costituzione o il rafforzamento di una posizione dominante tale da ridurre in modo sostanziale e durevole la concorrenza in numerosi mercati assicurativi*”. La durata è stabilita in 45 giorni; sarà diretta a esaminare la posizione di tutte le parti interessate, in particolare il ruolo svolto dalla *merchant bank* di Piazzetta Cuccia, per valutare se l'operazione sia in grado di comportare modifiche all'assetto concorrenziale del mercato<sup>49</sup>.

La risposta dell'Antitrust non si fa attendere, grazie ai suoi poteri inquirenti, agli effettivi poteri investigativi di cui dispone, a differenza della Consob, e all'utilizzo che essa può fare della Guardia di Finanza, giunge ad adottare il provvedimento n.11284 in cui sono contenute tutte le risultanze delle indagini<sup>50</sup>. Nella relazione dell'Antitrust del 10 ottobre c'è la ricostruzione di una concentrazione senza precedenti in un settore del sistema economico così delicato qual è quello assicurativo. Al vertice di tutto c'è Mediobanca:

---

interessando anche la fusione. Infatti il parere definitivo dell'Isvap in ordine all'operazione di incorporazione si attende per fine dicembre.

<sup>48</sup> V. *Al via istruttoria su Sai-Fondiaria*, in [www.snaservice.it/news](http://www.snaservice.it/news), in data 10 settembre 2002, diffonde la notizia che il bollettino dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato ha reso noto che, dopo aver esaminato l'operazione attraverso la quale Sai acquisirà il controllo di Fondiaria, l'Authority ha deciso di avviare una prima istruttoria sommaria. Questo perché “*per effetto dell'operazione Sai e Fondiaria, rispettivamente terzo e quarto operatore del settore danni, acquistano una posizione di leadership, collocandosi al primo posto*”. Ancora F. Rampini, *Sfida al potere di Mediobanca*, in *La Repubblica*, 1 dicembre 2002, in cui vengono forniti i numeri delle compagnie coinvolte nell'operazione: Sai fa 4,5 miliardi di euro di fatturato, la Fondiaria 3,5, insieme diventerebbero il numero uno italiano nel settore delle assicurazioni danni, per questo motivo, per evitare che si formino posizioni dominanti, l'Antitrust ha deciso di aprire un'istruttoria.

<sup>49</sup> Ancora si legge nel bollettino dell'Antitrust che in considerazione della situazione “*si impone una verifica della concentrazione tra Sai e Fondiaria sotto il profilo dell'antitrust per accertare i concreti effetti dell'operazione in termini di eventuali modifiche dell'assetto concorrenziale su diversi mercati assicurativi, in particolare nei rami danni, anche alla luce dell'effettiva idoneità degli altri operatori ivi presenti di esercitare un'efficace pressione competitiva*”.

<sup>50</sup> Provvedimento pubblicato per la prima volta il 19 ottobre 2002 su *La Repubblica*, *I segreti di Mediobanca*, di R. Rho, in cui sono contenuti i riferimenti a tutti i documenti raccolti dalla Authority, tutte le lettere di intesa scambiate tra i *management* di Sai e Mediobanca, tutti i verbali dei comitati, gli appunti degli amministratori, tutti documenti all'inizio protetti da una serie interminabile di *omissis*. Successivamente il provvedimento, nella versione integrale di 40 pagine senza *omissis* viene pubblicato anche sul sito internet della autorità garante della concorrenza.

“Piazzetta Cuccia segue l'affare passo dopo passo, consigliando, suggerendo, correggendo le bozze dei documenti, finanziando a piene mani; svolgendo quindi un ruolo che va oltre la storica vicinanza tra Ligresti e Mediobanca, oltre il ruolo di advisor che per di più la banca d'affari nella vicenda non ha”. Con lo stesso provvedimento l'Authority provvede ad aprire una seconda istruttoria, più specifica, in relazione non tanto all'operazione di fusione in sé, quanto piuttosto al ruolo di Mediobanca in tutto il settore assicurativo, perché emergono indizi che fanno presumere l'esistenza di “un controllo congiunto” di Mediobanca insieme con Premafin sull'aggregato Sai-Fondiaria, oltre ad un “controllo di fatto” della stessa su Generali.

A seguito di tale provvedimento, anche la Consob riprende in mano il dossier dell'operazione<sup>51</sup>, dopo che nel maggio aveva negato l'esistenza di una operazione concertata, ribaltando per di più la sua stessa decisione dell'agosto dell'anno precedente. La Commissione, a questo fine, chiede all'Antitrust la trasmissione di tutti gli elementi documentali raccolti sui quali ha fondato le sue conclusioni.

Le risultanze dell'istruttoria interessano anche l'Unione Europea: il Commissario alla concorrenza, Mario Monti, fa sapere che procederà all'esame dell'operazione perché se dovesse risultare confermata la ricostruzione secondo cui Mediobanca ha un ampio potere in tutto il settore assicurativo, l'intera vicenda potrebbe avere rilevanza comunitaria, e quindi passare nelle mani degli organi competenti dell'Unione<sup>52</sup>. Una decisione in base a risultanze sommarie è immediata, così a metà novembre si apprende<sup>53</sup> che l'operazione di fusione riguarda solo Sai e Fondiaria e non ha “dimensione comunitaria”, anche se comunque gli occhi della comunità Europea restano puntati sulla vicenda.

Il 31 ottobre l'operazione subisce un'ulteriore battuta d'arresto per la pronuncia del Tar Lazio che risponde al ricorso presentato dal Fondo Liverpool statuendo che tra Mediobanca e Sai sussisteva “una permanenza

---

<sup>51</sup> Cfr. *Fondiaria chiede udienza all'Antitrust*, in *La Stampa*, 15 ottobre 2002, si legge che i tecnici della Commissione hanno fatto richiesta, in giornata, della documentazione raccolta dall'Antitrust ed ora si attende la sua pronuncia. Anche R. Sabbatini, *Sai-Fondiaria, Consob bussata Tesoro*, in *Il Sole 24 Ore*, 15 ottobre 2002, in cui l'autore dà la notizia della richiesta di documentazione fatta pervenire dalla Consob all'Antitrust, ponendo in rilievo la diversità di poteri di cui risultano dotate le due authorities.

<sup>52</sup> R. Sabbatini, *op. cit.*, in *Il Sole 24 Ore*, 15 ottobre 2002; *Sai-Fondiaria, appello di Ligresti contro il Tar e Tesoro apre le porte al Fondo Liverpool*, in *Corriere della Sera*, 8 novembre 2002.

<sup>53</sup> R. Sabbatini, *Sai-Fondiaria, la fusione è più vicina*, in *Il Sole 24 Ore*, 15 novembre 2002, comunica la non rilevanza comunitaria dell'operazione, riferendo che la notizia è stata diffusa con un comunicato della compagnia di Ligresti che è stata raggiunta da un annuncio dell'Unione Europea ad esso notificato.

d'intesa" anche a maggio quando la Consob, modificando la sua precedente posizione, aveva negato la sussistenza di un obbligo di opa. Il giudice amministrativo afferma che la motivazione fornita dalla Commissione per escludere l'opa "rende poco plausibile un disinteressamento di Mediobanca rispetto alle sorti del controllo di Fondiaria"<sup>54</sup>, quindi è necessario che il provvedimento venga riesaminato dalla Commissione stessa.

I legali di Sai e Mediobanca ricorrono al Consiglio di Stato avverso la sentenza del giudice amministrativo.

Le accuse mosse dall'Antitrust sono circostanziate e basate su risultanze istruttorie ottenute tramite perquisizioni e audizioni delle parti, grazie ai poteri inquirenti dell'Authority ed all'utilizzo della Guardia di Finanza. Le anomalie individuate sono tante: il prezzo d'acquisto offerto da Ligresti elevato rispetto a quello di borsa, determinazione "che è sembrata al mercato assai onerosa" tanto da scoraggiare qualsiasi eventuale concorrente; l'acquisto effettuato da Sai senza richiesta di alcuna verifica della consistenza patrimoniale, dato che sembra che "Preamfin non intende immettere nell'operazione neppure un euro, l'operazione la finanzia Mediobanca, la quale secondo l'Antitrust non esercita il suo ruolo fisiologico di una banca d'affari"<sup>55</sup>.

La relazione istruttoria è trasmessa all'Isvap per ottenere un semplice parere sull'intera operazione dato che l'impedimento rilevato in precedenza sembra essere venuto meno<sup>56</sup>, poi deciderà anche l'Antitrust.

---

<sup>54</sup> Fondiaria, c'era intesa fra la Sai e le Generali, in *La Stampa*, 27 novembre 2002, viene riportata la motivazione della decisione del Tar del Lazio all'interno della quale si spiega che le conclusioni raggiunte in maggio dalla Consob hanno "scarsa significatività"; viceversa "appare più logica e realistica l'interpretazione in base alla quale tra Mediobanca e Sai c'era una permanenza d'intesa". La motivazione procede sottolineando che "gli elementi sui quali aveva insistito la Commissione, cioè la risulanza del progetto Sai ad integrarsi con Fondiaria, il suo carattere strategico, l'indifferibilità di un'iniziativa della Sai nei confronti della compagnia fiorentina, non mutano alcunché nel quadro della valutazione di sostanziale insensatezza per la Sai dell'operazione di acquisto da Montedison. Non risultano essere venuti meno gli interessi di Mediobanca rispetto alle sorti del controllo di Fondiaria".

<sup>55</sup> Questo e tanto altro si legge nella relazione dell'Authority, ci sono 40 pagine in cui si evidenzia la vera natura dell'operazione: "è l'acquisizione da parte di Mediobanca e Preamfin di un controllo congiunto sulla nuova entità Fondiaria-Sai. (...) A ciò si aggiunga che Fondiaria controlla un pacchetto di azioni delle Generali che, sommate a quelle già detenute da Mediobanca, possono dare alla banca d'affari il controllo sicuro sulla Generali. (...) L'operazione potrebbe determinare contemporaneamente in capo a Mediobanca l'acquisto del controllo esclusivo su Generali".

<sup>56</sup> V. R.Sabbatini, *Sai-Fondiaria, il rebus disorienta la Borsa*, in *Il Sole 24 Ore*, 20 dicembre 2002, rileva che l'Authority era già intervenuta nei mesi precedenti per valutare le condizioni patrimoniali della Sai e la loro adeguatezza ai fini della conclusione dell'operazione di fusione a favore della compagnia torinese. Ad oggi sembrano non esistere altri impedimenti, e le

Il 17 dicembre la prima autorizzazione: l'Antitrust dà il via libera all'operazione Sai-Fondiaria, condizionato al congelamento dell'intera partecipazione della nuova compagnia in Generali e del 2% di Mediobanca sempre nel Leone di Trieste<sup>57</sup> ( grafico F). In forza della decisione, le parti interessate non potranno effettuare quelle operazioni per le quali la quota di diritti di voto, esercitabile nell'assemblea delle Generali, ecceda il 2,43% del capitale ordinario, anche solo per delega. Le altre condizioni imposte riguardano più specificatamente il controllo sull'esecuzione delle prime. Questi vincoli sono la conseguenza della rilevazione dell'esistenza di una concentrazione tra Sai-Fondiaria-Generali, con l'ausilio di Mediobanca, che permetterà alle società partecipanti di incidere sui prezzi delle polizze in maniera sensibile, sconvolgendo così gli equilibri del mercato<sup>58</sup>.

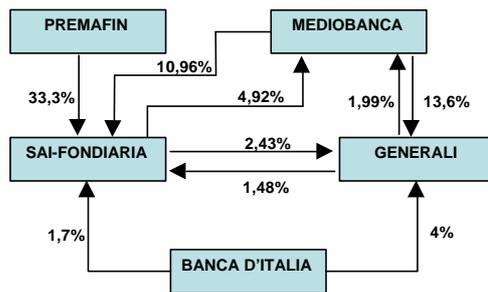
Grafico F: quote di Sai-Fondiaria successivamente alla fusione

---

anomalie evidenziate dalle risultanze istruttorie, non interessano l'Isvap, dal momento che le conclusioni non interferiscono con la sana e prudente gestione, che l'Autorithy deve assicurare.

<sup>57</sup> Il testo diffuso dalla stampa della decisione dell'Autorità garante della concorrenza prevede espressamente che *"in data 17 dicembre l'Autorità garante della concorrenza delibera la chiusura dell'istruttoria avviata in data 10 ottobre, per valutare l'operazione Sai-Fondiaria. L'operazione è stata autorizzata a condizione che le parti diano piena ed effettiva attuazione alle seguenti misure, adottate ai sensi dell'articolo 6, comma 2, della legge n.287/90: a) con riferimento alla partecipazione di Fondiaria-Sai in Generali, le parti non effettuino alcuna operazione per effetto della quale la quota dei diritti di voto complessivamente detenuti da Fondiaria-Sai (...) ecceda il 2,43% del capitale ordinario complessivo di Generali. (...) b) Fondiaria-Sai non intervenga, neppure ai fini della regolare costituzione dell'assemblea, alle assemblee ordinarie di Generali per l'intera partecipazione detenuta (...); c) Mediobanca si astenga dall'esercitare il diritto di voto nelle assemblee ordinarie di Generali relativamente ad una propria partecipazione del 2%; d) le misure (...) hanno efficacia fino al momento in cui, a giudizio dell'Autorità, permane il controllo di Mediobanca su Sai-Fondiaria; e) le parti trasmettono all'Autorità una prima relazione in merito all'esecuzione delle presenti misure entro 120 (...) e successivamente inviino verbali con regolarità delle assemblee ordinarie di Generali e Sai-Fondiaria".*

<sup>58</sup> V. C. Peruzzi, *Fondiaria-Sai, prova di dialogo con Consob*, in *Il Sole 24 Ore*, 20 dicembre 2002, riporta l'analisi dettagliata dell'Antitrust, condotta con l'utilizzo di simulatori economici, che evidenzia un controllo di fatto di Mediobanca, tramite Generali e la nuova Sai-Fondiaria, che oscillerebbe tra il 34 ed il 45% in un comparto dove agisce un unico operatore concorrente con quote superiori al 10%, che è la Ras.



Fonte: Il Sole 24 Ore del 18/12/2002

La decisione dell'Antitrust è seguita a ruota, appena il giorno seguente, dal parere della Consob: "Premafin e Mediobanca devono vendere entro il 18 febbraio il 9,9% della partecipazione che deterranno nella società frutto della fusione tra Sai e Fondiaria". L'obbligo è la sanzione per non aver promosso un'opera totalitaria quando ve ne erano i presupposti, dal momento che le azioni Fondiaria detenute da Mediobanca e Sai sono in eccesso rispetto alla soglia d'opa del 30%. La Commissione autorizza la fusione ma a condizione che le due società dismettano le partecipazioni in eccesso pari al 13,26%, che riproporzionato al capitale della nuova società post-fusione risulta corrispondente al 9,9%. La decisione comporta solo un obbligo solidale, lasciando le due società libere di determinare le modalità di attuazione<sup>59</sup>. Il parere della Commissione, così come strutturato, genera subito problemi interpretativi, tanto da spingere i vertici Sai a richiedere delle precisazioni riguardo, in particolare, i destinatari della decisione. I problemi sono conseguenza del fatto che Premafin, non ha nel suo portafoglio alcuna azione Fondiaria, ne detiene solo in via indiretta per mano Sai; in più al termine della fusione anche la Sai non deterrebbe più azioni Fondiaria, in quanto sarebbero annullate come effetto dell'operazione<sup>60</sup>.

I dubbi sono subito risolti attraverso l'adozione di una interpretazione autentica diffusa con un comunicato stampa del 28 dicembre 2002. La Consob,

<sup>59</sup> R. Sabbatini, *Sai-Fondiaria, vendere il 9,9%*, in *Il Sole 24 Ore*, 19 dicembre 2002, evidenzia che se la recente pronuncia dell'Antitrust sulla fusione andava nella direzione di sciogliere il controllo congiunto che Premafin e Mediobanca esercitano sul nuovo aggregato societario, la nuova decisione della Consob potrebbe avere l'effetto contrario, dal momento che le due società devono raggiungere l'accordo ai fini dell'attuazione dell'obbligo di vendita.

<sup>60</sup> V. R. Sabbatini, *Sai-Fondiaria, parla la Consob*, in *Il Sole 24 Ore*, 27 dicembre 2002; A. Olivieri, *Sai-Fondiaria, si tratta sul 9,9%*, in *Il Sole 24 Ore*, 27 dicembre 2002. In entrambi gli articoli viene evidenziato il problema interpretativo sollevato dalla decisione Consob in relazione ai destinatari della sanzione.

rispondendo al quesito sulle modalità di attuazione, precisa che destinatari sono Mediobanca e Premafin, in quanto soggetti che fin dall'origine hanno fatto parte del patto parasociale occulto in conseguenza del quale è stato individuato una violazione delle norme in materia di opa totalitaria, e ciò giustifica l'adozione di una sanzione a loro carico.

Sembra non esserci più alcun ostacolo alla fusione, ora si attende solo che vengano fissati i termini e soprattutto che venga raggiunto l'accordo tra Premafin e Mediobanca ai fini dell'adempimento dell'obbligo di dismissione di quote azionarie imposto dalla Consob.

L'accordo sui termini della fusione è presto concluso, un comunicato stampa del 29 dicembre diffonde la notizia che le società hanno firmato l'atto di fusione, ai sensi dell'art. 2504 c.c., che il 31 dicembre verrà depositato per l'iscrizione negli uffici del Registro delle Imprese di Torino e Firenze<sup>61</sup>.

Problema ancora aperto è l'adempimento dell'obbligo imposto dalla Consob, tanto che gennaio trascorre tra indiscrezioni sulla ripartizione dell'onere di dismissione, in attesa che il cda di Mediobanca nella riunione del 20 gennaio adotti una decisione, anche perché Premafin fa sapere di non essere disposta a rinunciare ad una quota maggiore del 4%, quindi la dismissione del restante 5,9% dovrebbe incombere su Mediobanca.

L'accordo è finalmente raggiunto nei primi giorni di febbraio, disattendendo tutte le aspettative: è Mediobanca a cedere l'8,9% delle azioni della nuova Sai-Fondiaria, a 10,25 € per azione, con un'operazione di *equity swap* posta in essere con 5 controparti ( Abn-Amro, Aig, Bnp Paribas, Deutsche Bank e Goldman Sachs). Il pacchetto di azioni è diviso in cinque parti uguali per evitare che l'operazione possa dare adito a voci sulla possibilità per Mediobanca di pilotare, al termine della scadenza, la destinazione finale della partecipazione trasferita. Le condizioni per il trasferimento dei cinque pacchetti sono le stesse, alla scadenza di cinque anni Mediobanca non ritornerà in loro possesso, durante questo periodo percepirà i dividendi della compagnia, pagando di contro un tasso di interesse, e poi alla scadenza otterrà la differenza tra il prezzo corrispostogli alla conclusione dei contratti e quello di mercato se questo sarà più elevato, al contrario se questo sarà negativo, dovrà

---

<sup>61</sup> Il 29 dicembre 2002 viene diffuso dalle due compagnie un comunicato stampa che da la notizia dell'avvenuta firma dell'atto di fusione da parte delle due compagnie, trovando così attuazione "una concentrazione industriale di grande ambizione, al termine di un iter risoltosi positivamente e che ha visto coinvolte, oltre agli azionisti e alle aziende, tutte le competenti Autorità che hanno tempestivamente adempiuto ai propri compiti istituzionali in un contesto di elevata complessità".

corrispondere la differenza ai cinque contraenti. Nello stesso tempo i diritti di voto rimarranno nelle mani dei cinque titolari delle azioni. In questo modo a Premafin è sufficiente cedere l'1,1% per adempiere l'obbligo, ma decide di trasferire una partecipazione maggiore, pari all'1,9% per far fronte alla richiesta industriale.

In questo modo la partecipazione di Mediobanca in Sai-Fondiaria e di conseguenza il suo peso nel governo della società, si riducono notevolmente. Questo effetto della fusione, unito alla ristrutturazione finanziaria che ha permesso alla nuova compagnia di ridurre il debito nei confronti della banca, consente a Premafin di riconquistare l'autonomia e l'indipendenza passata.

## 2. Partecipazioni incrociate

Nell'esaminare la complicata vicenda della fusione tra Sai e Fondiaria è stato rilevato il ruolo dominante svolto dall'acquisizione di partecipazioni incrociate, in funzione di tecniche di difesa contro le possibili scalate delle società. Il primo incrocio di rilievo è quello creato tra Fondiaria e Sai, in un momento anteriore rispetto la formalizzazione dell'offerta irrevocabile d'acquisto da parte di quest'ultima. Questo incrocio ha preceduto di pochi mesi un altro che ha visto come protagonista la Fondiaria impegnata in un *"botta e risposta con la Toro a colpi di incroci azionari"*<sup>62</sup>.

La *ratio* del ricorso agli incroci azionari in un ottica difensiva è rinvenibile nella circostanza che il verificarsi di questa situazione comporta l'applicazione dell'articolo 121 Tuf ovvero dell'art. 2359bis c.c., in ragione dei quali si determina il congelamento dei diritti di voto inerenti le partecipazioni stesse.

Questa disciplina è stata predisposta al fine di eliminare i diversi effetti negativi di questa situazione, che si riscontrano anche nelle ipotesi in esame. Una prima conseguenza di natura patrimoniale consiste nella variazione surrettizia del capitale reale lasciando inalterato quello nominale, e l'effetto è maggiormente nocivo nell'eventualità in cui si utilizzino importi eccedenti gli utili distribuibili, perché in tal caso verrebbe meno l'integrità del capitale<sup>63</sup>. Altro aspetto è rappresentato dal fenomeno, diffuso in modo particolare nel

---

<sup>62</sup> G. Oddo, *op. cit.*, in *Fiat-Fondiaria, la sfida del 2%*, utilizza questa frase enfatica come sottotitolo dell'articolo in cui da la notizia delle comunicazioni relative alle partecipazioni incrociate che le due società, Sai e Toro, fanno alla Consob in data 7 gennaio.

<sup>63</sup> Se consideriamo due società X ed Y che abbiano un capitale pari a 1000 e supponiamo che entrambe procedano all'acquisto di azioni dell'altra, impiegando tutto il capitale, al termine dell'operazione il capitale nominale di entrambe sarà rimasto inalterato, mentre quello reale sarà completamente vuoto. Si verificherà un rimborso indiretto dei conferimenti agli azionisti, ed i patrimoni saranno costituiti integralmente dalle azioni dell'altra società, si avrà una situazione di *"carta contro carta"*, così come la definisce G.F.Campobasso, *Diritto commerciale-Diritto delle società*, volume 2, Utet, Torino, 1999. V. anche Pedrazzi, *Diritto penale dell'impresa*, Monduzzi, Bologna, 2001, che sostiene che la funzione precipua della disciplina codicistica relativa agli incroci azionari, in particolare quella relativa alla sottoscrizione ma anche quella inerente agli acquisti, sarebbe di una tutela avanzata del capitale. Condividendo l'opinione dell'Autore, sostenuta anche da altre voci autorevoli come Conti, in *Riv. soc.*, 1988, p. 36, la fattispecie in esame sarebbe stata introdotta in vista del pericolo di elusione del capitale, in particolare il legislatore è stato ispirato dal principio di effettività del capitale, per cui all'incremento di capitale deve sempre far riscontro un apporto effettivo di ricchezza, così da garantire l'integrità del capitale reale.

mercato finanziario italiano, per cui gli azionisti considerano la partecipazione come semplice strumento di investimento, tralasciando l'aspetto di governo della società ed i poteri ad esso inerenti. Questo unito all'eccessivo frazionamento del capitale comporta un duplice effetto di natura amministrativa, da un lato l'instabilità proprietaria, dall'altro il rischio di "un'incontenibilità del controllo"<sup>64</sup> dato che il frazionamento elevato consente ad una partecipazione esigua di determinare unilateralmente l'agire della società. Ciò se si verificasse in presenza di un incrocio azionario consentirebbe alla società in possesso di azioni di altra di avere il controllo pure di quest'ultima. Ultimo effetto è l'esistenza di un'influenza dominante che potrebbe essere esercitata dagli amministratori di una delle società nell'assemblea dell'altra<sup>65</sup>. Questa, secondo molti Autori, sarebbe la vera causa giustificatrice della disciplina e ciò troverebbe conferma nelle conseguenze previste in caso di violazione della disciplina, e cioè la sospensione dell'esercizio del diritto di voto<sup>66</sup>.

Le norme indicate come disciplina della materia si riferiscono a situazioni che creano i medesimi effetti negativi, ma che tra loro differiscono in alcuni elementi qualificatori delle fattispecie oggetto delle norme. Questa eterogeneità non è evidente e ciò genera problemi di definizione dei rispettivi ambiti di applicazione, anche perché le conseguenze giuridiche che derivano sono in parte differenti.

---

<sup>64</sup> Maserà, *Note in tema di nuove regole per le imprese quotate*, in *Giur. Comm.*, 1997, I, p. 801 ss., evidenzia la necessità dell'introduzione di una disciplina per gli incroci azionari, giustificata dall'attenzione al doveroso ma difficile bilanciamento tra la contendibilità del controllo e l'esigenza di evitare l'eccesso di instabilità sugli assetti di governo. Nello stesso senso Visentini, *Argomenti di diritto commerciale*, Milano, 1997, p. 409.

<sup>65</sup> G. F. Campobasso, *op. cit.*, sottolinea che uno dei pericoli da evitare che potrebbe derivare dal possesso di partecipazioni incrociate, è di natura amministrativa, e riguarda in particolare il corretto funzionamento delle assemblee. Attraverso gli incroci azionari esistenti, infatti, gli amministratori sarebbero in grado di utilizzare i diritti di voto di cui reciprocamente dispongono in ciascuna società, in modo concordato, così da abbassare la percentuale di voti necessaria ai gruppi di comando per controllare la società.

<sup>66</sup> V. Foffani, a cura di Mazzacava, *I reati societari e la tutela penale del mercato mobiliare*, Torino, 1990, p. 596; Ferri, *Enc. Dir. XXXII*, 1982, p. 26. Gli Autori affermano che la fattispecie è stata introdotta in funzione dell'incidenza che l'incrocio può avere sulla deliberazione dell'assemblea, importando eventuali deviazioni dall'interesse della società. Ciò troverebbe conferma nella circostanza che ai fini della rilevanza dell'incrocio non si tiene conto delle azioni prive del diritto di voto o per le quali il socio sia privato di tale diritto, quantunque anche queste possano ugualmente determinare una situazione di pericolo per l'integrità del capitale; d'altro canto il superamento reciproco dei limiti legali importa per una delle società la sospensione del diritto di voto, ma non anche dei diritti patrimoniali inerenti alle azioni, e cioè del diritto al dividendo e del diritto di opzione.

Questi dubbi si sono presentati anche nelle ipotesi riportate ed hanno necessitato di interventi chiarificatori da parte della Consob, *in primis* in relazione all'incrocio esistente tra Sai e Fondiaria nei primi mesi del 2001. La Commissione è intervenuta evidenziando e risolvendo questo dubbio nel comunicato stampa del 10 agosto 2001<sup>67</sup>, in cui ha sottolineato che la situazione, allo stato, risultava caratterizzata da un incrocio azionario tra società entrambe quotate, la Sai in possesso del 9,7% di azioni Fondiaria (3% già in suo possesso più il 6,7% trasmesso alla compagnia all'atto della stipula dell'accordo del 1° luglio) e la Fondiaria del 2% di titoli Sai, e quindi ha ritenuto applicabile la disciplina dell'articolo 121Tuf, integrata dalle disposizioni dell'art.120Tuf. Quest'ultimo fissa le soglie di possesso azionario superate le quali le partecipazioni detenute da società quotate sono considerate rilevanti e quindi soggette a limitazioni ed obblighi specifici se reciproche, in ragione dell'art.121Tuf. Se entrambe le società sono quotate l'incrocio non può eccedere la soglia del 2% del capitale sociale con diritto di voto; nel caso in cui una sola sia quotata, questa non potrà detenere nell'altra società di capitali non quotata, più del 10% del capitale<sup>68</sup>. Queste soglie sono state superate nell'ipotesi esaminata tanto da indurre la Consob a ritenere applicabile l'art. 121Tuf. Bisogna però prestare attenzione nell'esaminare la norma al fine di attribuire il significato più coerente con la sua *ratio* ed i beni che è diretta a tutelare. Da questo esame si evince, infatti, che non si vuole impedire che una delle società possa aumentare la sua partecipazione nell'altra in maniera unilaterale, ma che entrambe superino i limiti sanciti dalla normativa, al di sopra dei quali si determinerebbero i problemi evidenziati in precedenza. Questa disciplina speciale indica solo limiti di carattere quantitativo, non qualitativo, ma le conseguenze in termini giuridici che si fanno derivare dalla violazione dei limiti legali sono comunque forti. All'obbligo di comunicazione imposto ai titolari delle quote eccedenti, in ossequio al principio di trasparenza cui è ispirata l'intera disciplina delle società quotate, si aggiungono le sanzioni maggiormente

---

<sup>67</sup> V. [www.consob.it/publicazioni/comunicatistampa](http://www.consob.it/publicazioni/comunicatistampa), comunicato stampa del 10 agosto 2001, *Acquisto di azioni La Fondiaria da parte di SAI spa*, dove si legge " (...) *In secondo luogo, se e quando si perfezionerà il trasferimento del predetto 22,2% da Montedison a SAI, previo rilascio delle predette autorizzazioni, SAI acquisirà una partecipazione di controllo: verrà meno dunque l'attuale sterilizzazione del diritto di voto oltre il 2% derivante dall'esistenza di un incrocio azionario*".

<sup>68</sup> Nell'annotazione parlamentare del dicembre 1997, il Prof. Draghi ha affermato che i limiti imposti sono di particolare rigore rispetto ad altri ordinamenti europei, nei quali invece sono molto più ampi: per esempio gli ordinamenti francese, spagnolo e belga sanciscono il limite del 10%, addirittura il 25% è stabilito dall'ordinamento tedesco. Questo rigore era necessario date le caratteristiche del mercato finanziario italiano, infatti con questa disciplina gli investitori sono informati tempestivamente e si trovano in una posizione di parità.

incisive consistenti da un lato nella sterilizzazione dei diritti di voto relativi alla quota eccedente, dall'altro nell'obbligo di alienazione di questa entro un anno dal superamento dei limiti, trascorso il quale la sterilizzazione si estende all'intera partecipazione.

L'applicazione di queste disposizioni al caso di specie avrebbe comportato la perdita del potere gestionale di cui Sai poteva disporre in Fondiaria, rilevante ai fini della scalata alla compagnia fiorentina che la Sai sembrava voler realizzare.

La Consob però è andata oltre sostenendo, con estrema perizia, che questa situazione sarebbe mutata con la definitiva esecuzione del contratto del 1° luglio, perché così Sai si sarebbe trovata in portafoglio una quota di Fondiaria pari al 28,7% idonea a riconoscere una posizione rilevante nell'assemblea di questa. In questo caso la vicenda avrebbe integrato la fattispecie dell'art. 2359**bis** piuttosto che quella del Tuf, con conseguenze importanti. Infatti la disciplina codicistica regola specificatamente l'acquisto di quote della controllante da parte della società controllata. Per questo ai fini dell'interpretazione della norma diventa fondamentale il concetto di controllo ricavabile dall'articolo 2359 c.c., che individua questa posizione in tre diverse fattispecie: il potere di disporre della maggioranza dei voti nell'assemblea ordinaria; quello di disporre di poteri sufficienti ad esercitare un controllo di fatto interno, cioè un'influenza rilevante; infine quello derivante dall'esistenza di particolari rapporti contrattuali tra le società<sup>69</sup>. Nell'eventualità in cui ricorra una di queste situazioni il codice sancisce dei limiti non solo quantitativi ma anche qualitativi all'acquisto di azioni o quote della società che detiene il controllo, da parte di quella ad essa soggetta<sup>70</sup>, con ciò introducendo elementi

---

<sup>69</sup> La nozione di controllo comunque ha natura polifunzionale, che svolge una funzione importante non solo in relazione agli incroci azionari, e poi soprattutto al fianco della fattispecie individuata dal codice, che svolge un ruolo di punto di riferimento generale, vi sono diverse definizioni che si rinvengono in altrettante leggi speciali, a partire dalle leggi a tutela della concorrenza e del mercato, per finire con quelle che disciplinano il settore creditizio. A queste bisogna aggiungere le ipotesi, frequenti, in cui il legislatore richiama la nozione di controllo per riferirsi ad una diversa figura, il gruppo di società, come avviene nella disciplina del bilancio consolidato di cui al d.lg. 127/1991, anche se questa figura è caratterizzata da elementi diversi ed ulteriori rispetto alla semplice influenza dominante che, di contro, caratterizza il controllo.

<sup>70</sup> L'articolo 2359 *bis* c.c. recita espressamente: *“La società controllata non può acquistare azioni o quote della società controllante se non nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato. (...)”*.

(...)

diversificanti rispetto alla disciplina dettata dal Tuf. *In primis* per tutelare l'effettività del capitale sociale è sancito il limite qualitativo delle somme utilizzabili per l'acquisto, identificate nell'ammontare dell'utile distribuibile e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato. Tale limite è affiancato da un altro, di carattere quantitativo, in grado di scongiurare il pericolo che si creino situazioni di influenza dominante all'interno delle assemblee delle società interessate, tali da non consentire ad esse di tendere al soddisfacimento degli interessi propri<sup>71</sup>: il valore nominale delle azioni o quote acquistate non può eccedere il 10% del capitale della società controllante e altre società da essa controllate.

L'applicazione di questa disciplina non avrebbe comportato il congelamento dei voti di Sai in assemblea Fondiaria, come accaduto in seguito all'applicazione dell'art. 121 Tuf. Questa conseguenza deriva dal fatto che la sanzione in oggetto colpisce solo le quote della controllante detenute dalla controllata ed eccedenti il limite legale. Nell'ipotesi in esame Sai avrebbe rivestito questo ruolo successivamente all'acquisto del pacchetto del 28,7% di azioni Fondiaria.

Situazione analoga si sarebbe verificata con il passaggio del pacchetto azionario del 24,4% di Fondiaria da Montedison a Toro, come previsto dalla proposta presentata nei primi giorni di gennaio. Anche questa partecipazione sarebbe stata in grado di attribuire alla società acquirente una posizione rilevante nell'assemblea di Fondiaria, integrante un'ipotesi di controllo. Anche in questa occasione le trattative non hanno avuto esito positivo, infatti il trasferimento del pacchetto di azioni Fondiaria non si è più verificato, così da non integrare più la fattispecie dell'art. 2359bis. Nonostante fosse da escludere l'integrazione di questa fattispecie, la situazione esistente prima della progettata acquisizione era complicata. Ad inizio gennaio infatti Toro e Fondiaria comunicavano alla Consob il possesso di partecipazioni reciproche eccedenti le soglie legali, ma inidonee a riconoscere ad alcuna delle due una posizione di controllo sull'altra. La Consob non ha più avuto modo di pronunciarsi in

---

*In nessun caso il valore nominale delle azioni o quote acquistate a norma dei commi precedenti può eccedere la decima parte del capitale della società controllante. (...)”.*

<sup>71</sup> Ferri, *op. cit.*, 1982, p. 26; Conti, *Diritto penale commerciale*, I, Torino, 1980. Viene posto in rilievo che l'esistenza di incroci azionari potrebbe determinare un assetto societario per cui gli amministratori della società controllante, ammessi alle assemblee, siano in grado di influire sul comportamento e sugli orientamenti di voto della società controllata. Così il ruolo dell'assemblea della controllata sarebbe compresso in modo ingiustificato, potendo essere “costretta” ad adottare decisioni pregiudizievoli alla stessa società, per tendere invece al soddisfacimento degli interessi propri della società controllante.

proposito ma ciò non esclude l'esistenza di dubbi sulla situazione creatasi. Infatti da un primo esame la situazione sembrerebbe integrare la fattispecie dell'art. 121 Tuf, comma 1, come nell'ipotesi di Sai e Fondiaria, ma dal raffronto tra le due situazioni emerge immediatamente la diversità. Infatti mentre Toro possedeva il 2,001% di Fondiaria, questa aveva ottenuto in prestito il 2% di azioni Fiat, società che ha il controllo sulla Toro. Così l'ipotesi è riconducibile alla fattispecie del comma 3 piuttosto che del comma 1, quindi rappresenta un'ipotesi di reciprocità indiretta, non di primo grado perché Fondiaria detiene azioni Fiat che è la controllante della Toro.

In ragione dell'applicazione di questa ultima norma le conseguenze giuridiche differiscono perché non ne deriva un obbligo di alienazione delle quote eccedenti ed in particolare la sanzione che il Tuf fa discendere dalla sua violazione, cioè la sospensione del diritto di voto relativo all'intera quota e non più limitato all'eccedenza. Non differisce l'altra conseguenza consistente nella sospensione dei voti relativi alle quote in eccesso detenute nella società quotata e da questa nella propria controllante, conseguenza che ha un effetto disincentivante ai fini dell'esercizio di un controllo in assemblea.

I problemi inerenti l'applicazione delle norme in esame sono stati più volte determinanti nell'evoluzione dell'intera vicenda esaminata, perché in più occasioni hanno determinato il sorgere di ostacoli alla conclusione dell'operazione. Tuttavia sono stati tutti superati dalla mancata esecuzione degli accordi raggiunti per il trasferimento delle partecipazioni di controllo, nonché dalle pronte dismissioni delle eccedenze.

In particolare le conseguenze più rilevanti di queste situazioni sono state annullate nel momento in cui le parti coinvolte hanno abbandonato il progetto di acquisto di una partecipazione rilevante in Fondiaria a favore di un'operazione di fusione con la stessa compagnia. Un'operazione di questo genere infatti non presenta gli stessi risvolti negativi di un'acquisizione sul piano delle partecipazioni reciproche.

### 3. Acquisto di concerto

La nozione di “*acquisto di concerto*” ha rivestito un ruolo centrale nella complessa vicenda esaminata, concorrendo senza dubbio a renderla ancora più problematica. Essa rappresenta una novità introdotta dal Tuf, perchè del tutto sconosciuta alla legge n.149 del 1992<sup>72</sup>, che ha disciplinato la materia dell’opa fino all’entrata in vigore della Legge Draghi nel 1998. Quest’ultima ha infatti avuto il merito di prevedere casi nei quali gli obblighi di opa incombenti su singoli soggetti *ex artt.* 106 e 108 hanno come destinatari più soggetti obbligati in solido. La disciplina è contenuta nell’art. 109 Tuf che regola le ipotesi di opa obbligatoria collegata ad acquisti effettuati da due o più soggetti tra loro legati da specifici rapporti elencati dalla norma stessa. La disposizione rinuncia all’introduzione di una generica categoria di acquisto di concerto, come presente nell’art.129 del Testo Provvisorio<sup>73</sup>, a favore dell’individuazione di quattro fattispecie tassative, anche se di portata generale:

- l’esistenza di patti parasociali anche nulli tra i soggetti acquirenti;
- un rapporto di controllo tra le società acquirenti;
- una situazione di soggezione allo stesso potere di controllo per le società acquirenti;
- un vincolo tra gli amministratori o i direttori generali e la società di appartenenza.

La disposizione così strutturata ha generato, fin dalla sua entrata in vigore, problemi interpretativi perché se è vero che indica tassativamente delle ipotesi specifiche che ricadono nell’obbligo in oggetto, è altrettanto vero che

---

<sup>72</sup> A tal proposito R. Basso, in *Commento al Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n.58*, a cura di Alpa, sottolinea questa carenza della legge del 1992 la quale si limitava a disporre un obbligo di opa a carico di chi avesse voluto ottenere il controllo di una società, anche attraverso l’esercizio di un’influenza dominante nell’assemblea ordinaria ottenuta per mezzo di sindacati di voto. Tuttavia ciò che rilevava nell’eventualità in cui fosse esistito un patto tra soci era la posizione del singolo socio e non anche quella dei soci che avessero agito di comune intesa con lui.

<sup>73</sup> Ancora R. Basso, *op. cit.*, ricorda che lo schema di decreto legislativo presentato dal Governo al Parlamento prevedeva appunto all’art.129 che gli obblighi di opa totalitaria e residuale fossero “*solidalmente a carico di coloro che, agendo di concerto...*”. Diversi interventi avutisi nel corso della discussine parlamentare avevano fatto emergere l’eccessiva genericità della formulazione ed avevano condotto il Senato a specificare che il concerto dovesse basarsi su patti parasociali anche se nulli. Tutto ciò ha condotto all’odierna formulazione dell’art. 109 Tuf.

non individua una definizione generale ed oggettiva di comportamento concertato e le ipotesi individuate, per quanto non vaghe, sono comunque ampie ed estese.

L'integrazione della fattispecie in esame nel caso di specie è stata sostenuta dalla Consob già alle sue origini, esattamente nell'agosto 2001 in riferimento alla proposta irrevocabile d'acquisto di azioni Fondiaria da parte di Sai. In questa occasione la Consob è giunta a risultati importanti in questa materia perché ha concluso nel senso dell'esistenza di un'operazione di concerto dando rilievo pregnante al dato fattuale delle modalità concrete dell'operazione. Infatti la Commissione ha desunto dalle *"modalità con cui è avvenuta la transazione"*<sup>74</sup>, l'esistenza di un accordo tra Sai e Mediobanca, integrante un patto parasociale ex art.122 Tuf, idoneo a costituire l'indizio di un acquisto di concerto posto in essere dalle due società. Nonostante fosse Sai ad acquistare il pacchetto di azioni Fondiaria, l'acquisto sostanzialmente poteva riferirsi ad entrambe le società perché Mediobanca svolgeva comunque un ruolo determinante, in quanto su quest'ultima sembrava ricadere quasi interamente il carico finanziario dell'operazione.

Le modalità utilizzate sembrano così integrare perfettamente la fattispecie dell'acquisto fondata su patti parasociali perché essa non richiede che entrambi i soggetti paciscenti procedano all'acquisto, essendo sufficiente che questo sia posto in essere anche dal singolo; fondamentale è che l'acquisto di azioni ci sia e che in virtù di questo sia stato superato il limite oltre il quale scatta l'opa. In generale la disciplina disposta dall'art. 122 Tuf prescinde dall'esistenza di una situazione di controllo, tuttavia questa situazione è necessaria nell'ipotesi di acquisto di concerto. Proprio per questo sembra condivisibile la lettura finalistica dell'art. 109 in forza della quale la disposizione sarebbe integrata solo nel caso di un patto parasociale che porti all'acquisto di una situazione di controllo<sup>75</sup>.

---

<sup>74</sup> La Consob si è espressa in questo senso nel comunicato stampa del 10 agosto 2001 relativo all'acquisto di azioni La Fondiaria da parte di Sai spa, evidenziando che *"... le modalità con cui è avvenuta la transazione fanno desumere, ad oggi, l'esistenza di un patto parasociale, anche in forma non scritta, rilevante ai sensi dell'art.122 Tuf, fra Sai e Mediobanca per l'acquisto di azioni Fondiaria e per la gestione di quella società...."*.

<sup>75</sup> G. Oppo, *Patti parasociali*, p. 1139, evidenzia che la disciplina dei patti parasociali, così come quella dei sindacati di voto, prescinde dalla creazione o dalla preesistenza di una situazione di controllo. Questa situazione però è richiesta dall'art. 109, lett. a), perché "gli aderenti a un patto, anche nullo, previsto dall'art. 122" siano "solidalmente tenuti agli obblighi previsti dagli artt. 106 e 108", quindi gli obblighi di opa.

La Consob ha seguito tale impostazione nell'esaminare l'operazione Sai-Fondiaria dal momento che ha attribuito importanza decisiva alla *ratio* della norma. Quest'ultima è stata fatta coincidere con l'esigenza di tutela delle minoranze che si pone nell'ipotesi in cui qualcuno giunga a detenere una posizione di controllo all'interno dell'assemblea ordinaria di una società. Esigenza questa presente, appunto, nell'ipotesi esaminata in quanto verificandosi il trasferimento del 28,7% di azioni Fondiaria, Sai e Mediobanca sarebbero giunte a detenere una partecipazione pari al 44% circa, quindi idonea ad attribuire una posizione dominante.

La Consob è andata anche oltre, superando la posizione su cui per lungo tempo si era attestata relativamente all'elemento caratterizzante la fattispecie dell'art. 109: l'accordo. La Commissione, per altro seguendo un orientamento diffuso in dottrina<sup>76</sup>, fin dall'entrata in vigore, aveva ritenuto necessaria per la sua applicazione l'esistenza di un accordo. Infatti il riferimento in essa contenuto al patto è stato sempre inteso come necessità del legislatore di individuare una categoria ben precisa, dai contorni definiti rispetto alla nozione ben più generica di concerto. In conseguenza di ciò si riteneva fosse fondamentale un tale accordo, inteso come categoria giuridica indicante dei comportamenti coordinati dei paciscenti tendenti ad un fine preciso rappresentato dall'ottenimento del controllo, del potere nella società con elusione degli obblighi di legge. Questo accordo avrebbe potuto rivestire qualsiasi forma, anche concluso per *facta concludentia*, avrebbe potuto essere anche nullo però comunque avrebbe dovuto esserci.

A questa ricostruzione già in passato erano state mosse delle obiezioni, collegate al finalismo della norma, c'era chi rilevava che elemento significativo avrebbe dovuto essere considerato il comportamento, indipendentemente da un accordo presente alla base<sup>77</sup>. Infatti condividendo l'idea che la *ratio* della norma sia la tutela dell'azionariato ed il rispetto dei principi di trasparenza e pubblicità nell'ipotesi di trasformazione degli assetti proprietari, principi cardine della disciplina societaria, ciò che rilevarebbe sono i comportamenti dei soggetti interessati, non solo l'accordo giuridicamente inteso, ma qualsiasi ipotesi di comportamento parallelo che vada a minare i suddetti beni giuridici, tutti quei comportamenti riconducibili alla categoria giurisprudenziale dei

---

<sup>76</sup> Providenti, *Appello al pubblico risparmio*, in *Il testo unico dei mercati finanziari*, a cura di Lacaita-Napoleoni, Milano, 1998, p. 109; R. Basso, *op. cit.*, p. 1018.

<sup>77</sup> Vd. per tutti Oppo, in *Commento al Decreto Legislativo 58/98*, p. 1139, nonché Cariello, *"Controllo congiunto" e accordi parasociali*, Milano, 1997.

*gentlemen's agreements*. L'accento quindi secondo tale impostazione andrebbe posto sugli effetti dei patti considerati, così come cristallizzati dall' art. 122, nonché sul loro scopo, così da ricomprendere nel divieto qualsiasi comportamento coordinato che possa minare la libera formazione della volontà degli azionisti in assemblea<sup>78</sup>.

Nell'occasione esaminata la Consob ha dimostrato di aderire a tale ultima impostazione rilevando la mancanza di prove che potessero condurre ad affermare l'esistenza di un accordo, tuttavia concludendo però per l'esistenza di un acquisto di concerto fondato su semplici pratiche concordate. In questo modo la Commissione si è uniformata alla giurisprudenza comunitaria che tende a ricomprendere le pratiche concordate tra le fattispecie vietate in quanto assimilabili ad un'intesa lesiva della concorrenza<sup>79</sup>. Così la Commissione ha interpretato la norma in modo coerente anche con quelli che sono stati i modelli stranieri considerati dal nostro legislatore in particolare l'esperienza inglese<sup>80</sup>. Quest'ultimo ordinamento nel *City Code on takeovers an Mergers* fa riferimento, come presupposto per far scattare l'obbligo di opa, al concetto di "acting in concert", concetto molto ampio al cui interno ricadono tutte le ipotesi di comportamenti concordati, di cooperazione attiva, ponendo così l'accento sulle modalità dell'azione piuttosto che sul suo presupposto e cioè l'eventuale accordo.

Questa interpretazione ha condotto la Consob ad imporre un obbligo solidale di opa residuale in capo alle due società "se e quando" la partecipazione del 28,7% della Fondiaria fosse passata in portafoglio Sai. Solo in seguito a tale trasferimento, infatti, l'ammontare delle partecipazioni di entrambe le società in

---

<sup>78</sup> Già la Consob, prima del caso in esame, aveva avuto modo di esprimersi in questo senso. Nella Comunicazione n. DIS/29486 del 18/4/2000 inerente la ristrutturazione societaria del gruppo Montedison, si legge che "l'art. 122 per individuare i patti parasociali rilevanti (...) espressamente indica gli effetti di tali contratti: pertanto affinché dei contratti possano essere qualificati come parasociali, ai sensi dell'art. 122, occorrerà necessariamente che producano gli effetti indicati nella medesima norma. Tuttavia quest'ultimo costituisce elemento necessario ma non sufficiente per individuare degli accordi parasociali. L'ulteriore elemento è che il contratto persegua la funzione propria dei patti parasociali: funzione che può essere individuata nello scopo di dare un indirizzo unitario all'organizzazione e alla gestione sociale e nello scopo di cristallizzare determinati assetti proprietari.

<sup>79</sup> In realtà il problema relativo alle intese ed alla possibilità di ricomprendere in questa nozione anche le pratiche concordate era stato affrontato e risolto in materia concorrenziale anche nell'ambito della legislazione italiana. Infatti la legge *antitrust* italiana n. 287 del 1990 all'art. 2 qualifica intese anticoncorrenziali sia gli accordi giuridicamente intesi che le pratiche concordate.

<sup>80</sup> E' la stessa relazione di accompagnamento al decreto che richiama le esperienze straniere considerate come modelli, in particolare gli ordinamenti di Francia, Belgio e Regno Unito.

Fondiaria avrebbe superato la soglia legale del 30% “con le conseguenze di cui agli articoli 106 e 109 del citato decreto legislativo in materia di obbligo solidale di offerta pubblica”<sup>81</sup>.

La stessa obiezione all'operazione Sai-Fondiaria è stata eccepita, in un momento successivo, anche dal Fondo Liverpool e da Adusbef con ricorso presentato al Tar del Lazio nel maggio 2002. In questa occasione le ricorrenti hanno sostenuto l'esistenza di un'interposizione fittizia da parte dei 3 cavalieri bianchi nell'acquisto del pacchetto del 28,7% di azioni Fondiaria, dovendosi considerare come parti sostanziali ed effettivi destinatari delle conseguenze giuridiche dell'acquisizione sia la Sai che Mediobanca. Anche in questa occasione i dubbi sono scaturiti dalle modalità con cui si è svolta l'operazione tali da far condurre le parti ricorrenti a sostenere l'esistenza di un accordo diretto ad eludere l'obbligo di opa residuale senza rinunciare all'obiettivo finale del trasferimento del pacchetto di maggioranza in portafoglio Sai.

A queste accuse mosse dalle parti interessate si sono aggiunte quelle di un'altra *Authority* coinvolta: l'Antitrust<sup>82</sup>, che al termine della sua istruttoria avviata nel settembre 2002, ha concluso per l'esistenza di un acquisto di concerto elusivo delle regole di concorrenza esistenti nel mercato assicurativo.

L'Antitrust non ha incontrato tutti i problemi interpretativi riscontrati dalla Consob nell'individuare l'azione di concerto in ragione di maggiori poteri investigativi riconosciuti. L'istruttoria avviata ha condotto a gravi e concordanti indizi di colpevolezza a carico delle due società. Infatti tante e determinanti sono state le prove del concerto rinvenute dall'Antitrust, in particolare la corrispondenza scambiata tra i *managers* delle due società da cui si evince che la Sai non sembrava avere alcun interesse alla nominategli esponenti ed al controllo della Fondiaria, elementi al contrario rilevanti e decisivi nell'ottica di un'operazione finanziaria di queste dimensioni. In particolare le decisioni in ordine a questi aspetti venivano lasciate a Mediobanca, che risultava essere il vero finanziatore dell'intera operazione, alle spalle della Sai.

In conseguenza di tutto ciò l'*Authority* ha ritenuto anch'essa applicabile l'art.109 in tema di acquisto di concerto ritenendo provata l'esistenza di un accordo alla base. Così i problemi incontrati dalla Consob in relazione alla

---

<sup>81</sup> Così la Consob nel comunicato stampa del 10 agosto 2001.

<sup>82</sup> Si evince dal comunicato stampa Consob del 18 dicembre 2002 che “in data 10/10/2002 l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, avendo acquisito elementi documentali inerenti l'operazione Sai-Fondiaria, ha ritenuto necessario avviare un'istruttoria sulla stessa interessante tutte le imprese che ne erano parte”.

possibilità che anche semplici comportamenti paralleli potessero integrare la fattispecie sono stati superati dimostrando la presenza di un accordo.

#### 4. Opzioni put e call: dubbi circa la possibile configurazione di un'operazione di portage

L'importanza della dimostrazione dell'esistenza di un'operazione concertata è dovuta alle conseguenze che ne sarebbero derivate. Nella specie si intende fare riferimento all'obbligo di opa totalitaria residuale che sarebbe sorto in capo a Sai e Mediobanca nell'ipotesi in cui il contratto di acquisto delle azioni Fondiaria concluso il 1° luglio 2001 fosse stato completamente eseguito, così come confermato dalla pronuncia della Consob del 10 agosto 2001. Il rischio dell'imposizione di questo obbligo ha condotto le destinatarie a cercare di elaborare una qualsivoglia strategia atta ad eluderlo. Il risultato di queste trattative è stato rappresentato dall'individuazione di tre nuovi acquirenti disposti a rilevare, in parti diverse, la quota del 22,2% di azioni ordinarie Fondiaria oggetto del contendere.

La Sai, esercitando la facoltà riconosciuta dal contratto, il 3 febbraio 2002 con un breve comunicato stampa informa di aver individuato tre acquirenti terzi che si impegnano irrevocabilmente ad acquistare il pacchetto di azioni Fondiaria che sarebbe dovuto essere da essa acquistato. A breve giro di posta giungono al *board* della Montedison anche gli impegni personali dei tre soggetti: JP Morgan Chase, Interbanca ed il finanziere Francesco Micheli, i quali fanno pervenire alla controparte tre proposte contrattuali individuali però identiche quanto a terminologia, condizioni e lingua. Questa identità tra le tre proposte identiche in tutto, ha indotto a ritenere esistente una regia comune dietro l'operazione individuabile in Sai e Mediobanca.

I dubbi circa l'assenza di un interesse finanziario all'acquisto di azioni Fondiaria da parte dei tre "cavalieri bianchi", e quindi la conferma di un intervento puramente di sostegno alla Sai<sup>83</sup>, sembrano subito confermati oltre che dalle modalità dell'intervento anche dalle condizioni contrattuali. Queste ultime sembrano dare atto dell'esistenza di un'operazione di *portage* sicuramente nella sostanza, cioè un'operazione puramente finanziaria che consente ad un soggetto di sostituirsi alle obbligazioni assunte da altri, per poi nuovamente

---

<sup>83</sup> V.D.G. e A.OI., *Put e call, ecco i dettagli*, in *Il Sole 24 Ore*, 8 febbraio 2002, evidenziano come l'operazione sia stata "consegnata per togliere le castagne dal fuoco a Sai che, con la fissazione unilaterale del termine del 3 febbraio per presentare un acquirente per la quota di Fondiaria nel portafoglio di Montedison opzionata a luglio, rischiava altrimenti di perdere la caparra già versata di 258 milioni di euro". Infatti se l'operazione d'acquisto dovesse incontrare nuovamente il parere negativo delle Authorities i tre acquirenti "si trasformerebbero da soggetti finanziari in investitori industriali stabili".

retrocederle. L'interposizione che caratterizza questo tipo di operazione nel caso di specie è stata attuata per mezzo di sottoscrizioni di opzioni *put* e *call* a favore di Sai e dei cinque investitori terzi. E' interessante notare che l'intera operazione è stata costruita in modo da eludere gli eventuali oneri di comunicazione alla Consob nonché gli obblighi di opa totalitaria che da un trasferimento di queste dimensioni sarebbero potuti conseguire. Infatti le parti hanno assunto gli obblighi contrattuali utilizzando appunto strumenti di finanza derivata che la Consob non ricomprende tra quelli idonei a dare vita ad un patto parasociale ex art.122 Tuf, e quindi ad un acquisto di concerto con gli obblighi di opa che ne deriverebbero se fosse superato la soglia del 30%.

Esaminando nel dettaglio l'intera operazione le parti hanno sottoposto alla Montedison tre offerte, per l'acquisto del 22,2% di azioni Fondiaria a 9,5 euro per azione, suscettibili di essere accettate entro il 13 febbraio, sotto la condizione che, qualora ci fosse stata accettazione, la Montedison avrebbe restituito la caparra versata da Sai ed entrambe le società avrebbero abbandonate le diverse azioni legali intraprese nel corso dei mesi precedenti.

Se le condizioni si fossero qui limitate non sarebbe stato necessario il controllo delle *Authorities* e non ci sarebbero stati dubbi su una sua pur minima convenienza economica per le parti agenti, invece al trasferimento di base sono state aggiunte una serie di opzioni incrociate tra la Sai e i tre "cavalieri bianchi"<sup>84</sup>. Nello specifico la Sai ha stabilito a suo favore un'opzione *call* di tipo americano, sulle azioni Fondiaria, valida per cinque anni al prezzo di 6,7 euro, con il versamento di un anticipo pari a 2,8 euro condizionato alla restituzione della caparra. Parallelamente i tre investitori hanno sottoscritto delle opzioni *put*, valide per due anni, sempre allo stesso prezzo. In più è stata loro riconosciuta un'opzione di *call spread* fino ad un euro nell'eventualità in cui il valore delle azioni dovesse essere compreso tra 9,5 e 10,5 euro. Acquisiti questi dati, anche volendo attribuire rilevanza, ai fini dell'eliminazione dei dubbi, alla circostanza che i diritti di voto sono riconosciuti in capo ai titolari delle rispettive azioni, la possibilità che si sia in presenza di un acquisto di concerto con elusione degli obblighi derivanti permane. Infatti, anche a voler ammettere che nella forma questa si discosti da un'operazione di *portage* dato che i titoli

---

<sup>84</sup> V.D.G. e A.Ol., *cit.*, in *Il Sole 24 Ore*, evidenzia come le condizioni contrattuali accettate dalla Sai comportano un costo di mercato dell'intera operazione elevato, corrispondente a Libor più uno spread, che in un'ottica economica non avrebbe senso sostenere se l'obiettivo non fosse sempre la fusione con la Fondiaria, per di più la copertura finanziaria è inesistente nella pratica dal momento che il titolo della compagnia fiorentina ha un flottante ridotto.

non sono depositati in conto vincolato, come avviene di norma in queste circostanze, ma sono nella disponibilità delle parti, gli effetti di questi incroci di opzioni sono quelli tipici dell'operazione, tanto che non possiamo certamente sostenere che i titolari delle azioni Fondiaria ne abbiano la piena disponibilità.

I dubbi vengono subito manifestati in maniera chiara nell'esposto presentato alla Consob dal Fondo Liverpool che denuncia l'acquisto realizzato dai tre investitori in quanto sarebbe avvenuto "sotto il concerto e sotto l'occulta regia di Mediobanca"<sup>85</sup>. Infatti esaminata nel dettaglio l'operazione, sembra che questa non alteri nella sostanza le posizioni delle parti agenti rispetto alla situazione che aveva condotto la Consob, nell'agosto 2001, a rilevare un acquisto di concerto e quindi ad imporre l'obbligo di opa totalitaria. Tuttavia la Consob, pronunciandosi a tal riguardo il 17 maggio 2002, afferma l'inesistenza di un patto parasociale ex art.122 Tuf tra Sai e Mediobanca per la carenza di indizi in questo senso, soprattutto a causa della posizione differente ricoperta da Mediobanca non più azionista di riferimento della Montedison<sup>86</sup>, dando rilevanza marginale ai tre cavalieri. La Commissione in questa occasione non si discosta dal suo tradizionale orientamento in tema di contratti di *put* e *call option*. Infatti ancora giunge ad escludere la loro rilevanza ai sensi e per gli effetti dell'art.122 Tuf perché inidonei a rendere indisponibili le azioni oggetto del contratto<sup>87</sup>, essendo al contrario questo l'effetto che la disciplina dei patti parasociali tende a sanzionare. La Commissione fa leva sul principio in base al quale le opzioni di tal fatta determinerebbero esclusivamente un obbligo per il contraente di essere in possesso, al momento dell'esercizio dell'opzione, di un quantitativo di azioni pari a quello oggetto di vendita ovvero di acquisto da parte dell'altro contraente, per tale motivo non costituirebbero di per sé

---

<sup>85</sup> Riccardo Sabbatini, *Ma il Fondo Liverpool sollecita l'Opa*, in *Il Sole 24 Ore*, 5 febbraio 2002.

<sup>86</sup> Comunicato stampa Consob del 17 maggio 2002, *A proposito della vicenda Sai/Fondiaria*, si legge che "Dalle informazioni e dalla documentazione acquisite risulta che, anche nell'ipotesi in cui si volesse ritenere che i cinque investitori abbiano acquistato in nome proprio ma per conto Sai, non vi sarebbero comunque i presupposti per l'obbligo di Opa, in quanto dall'istruttoria condotta sono emersi elementi che inducono a ritenere non più vigente il citato patto parasociale tra Sai e Mediobanca.

*In particolare nell'ambito di un contesto modificato rispetto al luglio 2001 in cui Mediobanca, (...), ha utilizzato la possibilità di concordare con Sai l'acquisto del controllo di Fondiaria, in quanto azionista di riferimento di Montedison, si è constatato che il ruolo di Mediobanca nella vicenda si è modificato".*

<sup>87</sup> Così la Consob nella comunicazione del 18 aprile 2000, n. DIS/29486 dove è precisato che i contratti di *put/call option* " non rientrano nella tipologia di cui al menzionato art.122, comma 5, lett.b) in quanto non obbligano a rendere indisponibili le azioni oggetto dell'opzione, a meno che non contengano specifiche clausole in tal senso e in tal caso quest'ultime dovranno essere pubblicate come accordi di blocco".

accordi volti a limitare la disponibilità delle azioni sottostanti, a meno che il contratto specifico non contenga espressioni esplicite con questi effetti<sup>88</sup>.

La teoria seguita dalla Consob viene però finalmente abbandonata nel dicembre dello stesso anno, quando, dopo ulteriori indagini, giunge ad ammettere l'esistenza di un'azione di concerto tra Sai e Mediobanca. Questa ammissione comporta il sorgere in capo alle due società dell'obbligo solidale di opa totalitaria dal momento che risulta superata la soglia prevista ex art.109 Tuf in quanto sarebbero da attribuire indirettamente alla Sai/Premafin pure le partecipazioni dei tre "cavalieri bianchi" in quanto soggetti interposti.

Nonostante questo cambio di prospettiva non sembra che il suo operato possa andare esente da critiche. Volendo considerare irrilevante, ma solo ai fini della nostra disamina, il ritardo con cui è giunta la decisione<sup>89</sup>, non possiamo non considerare che la Consob sembra essersi soffermata unicamente sul ruolo di Mediobanca per affermare o negare un'azione di concerto, senza essersi pronunciata sulla rilevanza ai sensi dell'art.122 dei contratti di opzione conclusi dalla Sai con i cinque "cavalieri bianchi"<sup>90</sup>. In questo modo ha mantenuto ferma l'impostazione sostenuta fino a questo momento e che invece, esaminando nel dettaglio tutta l'operazione, avrebbe potuto modificare correggendo gli errori in cui era incorsa escludendo tali contratti dagli strumenti finanziari rilevanti ai sensi dell'art.122, com.5, lett. b).

Volendo esaminare nel dettaglio l'impostazione della Consob si ricava che tali contratti non sarebbero da ricomprendere nel novero dei patti parasociali perché non idonei a produrre un effetto vincolante per le azioni che

---

<sup>88</sup> A questo proposito la Consob di recente nella comunicazione n. DEM/2057476 del 14 agosto 2002 relativa alla ristrutturazione del gruppo Italerenergia/Edison si è espressa sulla riconducibilità di contratti di *put/call option* all'interno della fattispecie ex art.122 Tuf. In questa occasione la Commissione, alla luce dei principi espressi nella comunicazione del 18 aprile 2000, ha esaminato la clausola di *lock-up* in essa contenuta per valutare se essa potesse integrare un patto parasociale rilevante ex art.122 Tuf. La conclusione cui è giunta in questa occasione è stata quella della irrilevanza data la funzione preminentemente di garanzia della clausola in esame.

<sup>89</sup> V. Puledda, *L'uomo del Liverpool che dice sempre di "no"*, in *la Repubblica* 28 aprile 2003, evidenzia che il riconoscimento del concerto da parte della Consob è stato tardivo perché giunto "quando ormai i buoi erano scappati e gli azionisti Fondiaria avevano già patito un danno patrimoniale molto forte per la fusione".

<sup>90</sup> Nel valutare l'operazione e la sua rilevanza ai fini del sorgere dell'obbligo di opa totalitaria bisogna considerare oltre ai tre acquirenti del pacchetto del 22,2% di azioni Fondiaria, anche i contratti di opzione conclusi con Mittel e Commerzbank per la dismissione delle partecipazioni reciproche tra Sai e Fondiaria, infatti anche questi sembrano confermare il portage che le parti hanno voluto porre in essere per poter ritrasferire le azioni di nuovo in mano Sai all'occorrenza.

ne sono oggetto. Questa impostazione è suscettibile di critiche già su un piano di carattere generale avente ad oggetto il contratto di opzione. Noi sappiamo che quest'ultimo è quel contratto con cui si attribuisce ad una parte il diritto di costituire il rapporto contrattuale finale tramite una propria dichiarazione<sup>91</sup>. A ragione la Consob pone l'accento sulla circostanza che la parte cui è riconosciuto il diritto ha una semplice facoltà di esercitarlo o meno, tuttavia non può considerarsi irrilevante che la posizione della controparte è qualificabile alla stregua di una proposta irrevocabile<sup>92</sup>, che conserva i suoi effetti fino al termine fissato, ciò in conseguenza non di un impegno specifico assunto dal concedente, ma semplicemente in ragione del principio di vincolatività del contratto a cui quella proposta irrevocabile dà vita. In aggiunta se la facoltà viene esercitata ciò è sufficiente a far sorgere obblighi per entrambe le parti, obblighi relativi all'oggetto dell'opzione. Così risulta difficile sostenere che da un contratto di opzioni *put* e *call*, in forza del quale una parte (holder) acquista, contro pagamento di un premio, la facoltà di acquistare o vendere date azioni, non derivino effetti vincolanti per le azioni ordinarie che ne sono oggetto, in particolare se, come accaduto nel caso di specie, le opzioni *call* a favore di Sai comportano un obbligo di consegna fisica dei titoli nell'eventualità in cui vengano esercitate.

A questa critica collegata al tipo contrattuale se ne può aggiungere un'altra relativa alla disciplina inerente i patti parasociali e alla sua applicazione. La Consob stessa in più occasioni ha dovuto applicare questa disciplina e quindi svolgere un lavoro di esegesi del testo in particolare in relazione alle tipologie di accordi rientranti nella disciplina. Procedendo per questa strada abbiamo già avuto modo di notare, proprio in relazione all'acquisto di concerto, che la Commissione ha sempre seguito un'interpretazione che

---

<sup>91</sup> Cfr Bianca, *Diritto civile: il contratto*, Giuffrè editore, Milano, p. 262, riporta anche la giurisprudenza in ragione della quale l'opzione è un tipico negozio giuridico bilaterale, caratterizzato dal fatto che una delle parti assume l'obbligo di mantenere ferma la propria dichiarazione, mentre l'altra parte rimane libera di accettare o meno la proposta, che non può essere revocata fino alla scadenza del termine.

<sup>92</sup> Nel procedere a questa comparazione tra opzione e proposta irrevocabile bisogna porre molta attenzione dal momento che da un punto di vista tecnico-giuridico l'opzione produce gli stessi effetti di una proposta irrevocabile (inefficacia della revoca e persistenza della sua efficacia anche nel caso di decesso o sopravvenuta incapacità del dichiarante), ma strutturalmente sono istituti differenti. Infatti l'opzione è, come detto, un contratto, la proposta irrevocabile no: nell'opzione, a differenza che nella proposta irrevocabile di cui all'art.1329 cc, vi è una proposta contrattuale finalizzata alla stipulazione di un successivo contratto che diviene irrevocabile a seguito di un accordo tra le parti che implica l'espressione e l'incontro delle volontà.

ponesse l'accento sul fine ultimo della norma. In quest'ottica si è sempre sottolineato che scopo della disciplina sia quello di sanzionare cristallizzazioni dell'assetto azionario delle società a cui si riferiscono le azioni oggetto degli accordi. Si vuole evitare che si abbiano acquisizioni di partecipazioni rilevanti che possano arrecare nocumento agli azionisti di minoranza. Proprio avendo chiaro tutto ciò la Commissione di recente ha sanzionato un'operazione di fusione, o meglio gli accordi alla base, perché appunto miranti ad ottenere una posizione di controllo in una società, in elusione della disciplina dell'opa obbligatoria. La particolarità di questo intervento risiede nel fatto che, nel caso specifico, l'operazione di fusione è stata ritenuta rilevante agli effetti del sorgere dell'obbligo di opa, mentre per regola generale sarebbe dall'applicabilità della relativa disciplina perché istituto tipico dotato di una propria giustificazione economica. Questa è individuabile nella realizzazione di sinergie industriali e di razionalizzazione, non invece nell'esigenza di ottenere il controllo della società oggetto dell'operazione, questo risulta essere un semplice effetto indiretto del tutto.

La Commissione è giunta a tale conclusione ponendo l'accento sul finalismo della disciplina e rilevando che nel caso specifico l'intera operazione posta in essere, nonostante la qualifica, andasse a perseguire proprio l'acquisizione del controllo come obiettivo primario e non come semplice effetto indiretto, e non voluto, del riordino a cui avrebbe dovuto tendere in via diretta la fusione.

La Consob sarebbe potuta giungere a tali conclusioni anche nel caso in esame dal momento che anche volendo dubitare degli effetti vincolanti che derivano dal contratto di opzione comunque l'intera operazione sembrerebbe perseguire il fine dell'acquisto del controllo della Fondiaria in elusione degli obblighi di opa totalitaria imposti a tutela degli azionisti di minoranza. Infatti se si è potuti giungere alla riconduzione di un'operazione di fusione alla fattispecie dell'art.106 e 109 Tuf, che per regola generale sarebbe esclusa, *a fortiori* non si dovrebbero incontrare ostacoli a ricomprendere in queste fattispecie accordi che già per regola generale dovrebbero ricadervi in ragione della lettera della legge.

## 5. L'operato delle Authorities intervenute

In conseguenza di tutti questi dubbi in ordine all'operazione Sai-Fondiaria, sono risultati determinanti i diversi interventi delle Authorities di vigilanza e controllo dei settori interessati. Questi hanno rappresentato in più occasioni degli ostacoli alla realizzazione dell'operazione. In particolare un ruolo centrale, sotto questo punto di vista, è stato rivestito dalla Consob, o meglio, dal dialogo che la Commissione ha avuto, nel corso delle sue indagini, con l'Antitrust al fine di dimostrare l'esistenza di un acquisto di concerto. Questo acquisto interessava al fianco di Mediobanca e di Sai anche i cinque investitori, soggetti terzi intervenuti per eludere l'obbligo di opa che sarebbe stato imposto alla compagnia assicurativa ai sensi dell'art. 109 Tuf, così come disposto dalla Consob in data 10 agosto 2001<sup>93</sup>.

La vicenda ha visto l'intervento anche di un'altra Authority interessata, l'Isvap, ma le sue decisioni non rilevano ai fini della nostra disamina. Infatti la menzionata Autorità è preposta alla vigilanza del settore assicurativo al fine ultimo di garantire la solvibilità e la corretta gestione delle società che operano nel settore<sup>94</sup>. Il ruolo che ha rivestito nella vicenda Sai-Fondiaria è stato specchio di questa funzione dato che si è pronunciata in ordine ai rischi di insolvibilità, derivanti dal forte indebitamento, in cui sarebbe incorsa la Sai nell'eventualità in cui avesse acquistato il 27,8% di azioni Fondiaria e così incorsa nell'obbligo di opa. Quindi, come si evince dall'esame delle questioni di stretto diritto esaminate, le deliberazioni di questa Authority non sono rilevanti ai fini di un'indagine diretta a valutare l'esistenza di un'operazione concertata nonché l'operato delle Autorità che avrebbero dovuto vigilare per evitare che un'operazione di tal fatta si verificasse.

Come accennato, aspetto su cui interessa riflettere e che può dare spunti di critica è rappresentato dai diversi interventi della Consob seguiti da quello determinante dell'Antitrust.

---

<sup>93</sup> Vd. Paragrafo 1 "*gli eventi*" per maggiori dettagli sulla pronuncia e sulle conseguenze.

<sup>94</sup> Vd. C. Pedrazzi, A. Alessandri, *Manuale di diritto penale dell'impresa*, Monduzzi editore, 1998, Bologna, sottolinea che i profili più significativi dell'attività di vigilanza svolta dall'Isvap attengono per un verso alla stabilità patrimoniale ed alla solvibilità degli enti e delle imprese assicurative, per l'altro ad un controllo sulla loro gestione e sugli operatori del mercato assicurativo.

La Commissione più volte si è pronunciata sull'operazione ed ogni suo intervento ha comportato una modificazione della posizione assunta in precedenza<sup>95</sup>. Particolare interesse ricopre l'intervento del 17 maggio 2002, su sollecitazione del Fondo Liverpool, in occasione del quale ha modificato la posizione assunta nell'agosto dell'anno precedente facendo sorgere non pochi dubbi sul suo precedente operato.

Con la pronuncia citata, la Commissione giunge a negare l'esistenza di un acquisto di concerto, e quindi di patti parasociali alla base, rilevando il mutamento del ruolo di Mediobanca, la quale, non essendo più azionista di riferimento della Montedison, non avrebbe più potuto incidere in maniera determinante sulle scelte di politica societaria. Già questa affermazione di per sé non si ritiene corretta dal momento che se è veritiero il mutamento della posizione di Mediobanca all'interno della Montedison in data 17 maggio 2002, non può dimenticarsi che i diversi accadimenti susseguitisi da gennaio 2002 in poi, fino all'individuazione degli acquirenti alternativi da parte di Sai, altro non erano se non effetti dell'accordo concluso tra Sai e Montedison il 1° luglio 2001, data in cui Mediobanca poteva considerarsi tutt'altro che estranea alla vicenda<sup>96</sup>. Ma la parte della decisione Consob che ha generato maggiori perplessità è costituita dall'affermazione dell'irrelevanza dell'intervento dei cinque cavalieri bianchi ai fini della dimostrazione di un'operazione concertata<sup>97</sup>.

A questo proposito si è avuto modo di porre in evidenza che il loro ruolo può essere qualificato alla stregua di intermediari nell'acquisto del pacchetto di azioni Fondiaria, di rappresentanti fittizi della Sai la quale ha così

---

<sup>95</sup> Cfr. paragrafo 1 "Gli eventi", in particolare sottoparagrafo 1.3 "L'intervento dei cavalieri bianchi" pg. 11 ss..

<sup>96</sup> Questa conclusione appare confermata anche dalla sentenza del Tar Lazio del 10 dicembre 2002 relativa alla vicenda Sai-Fondiaria, nella quale i giudici amministrativi nell'analizzare il ruolo di Mediobanca hanno rilevato che " (...) occorre tenere nel debito conto il fatto che la possibilità che la partecipazione di Montedison fosse acquisita da un terzo soggetto indicato da Sai, nell'ipotesi di un diniego delle autorizzazioni necessarie, formava già oggetto di una specifica previsione del contratto concluso il 1° luglio 2001".

<sup>97</sup> Comunicato stampa Consob del 17 maggio 2002, *A proposito della vicenda Sai/Fondiaria*, si legge che in conseguenza di diversi eventi verificatisi tra la pronuncia del 10 agosto 2001 e quella odierna sembra necessario modificare la posizione assunta in occasione della prima. Infatti " nell'ambito di un contesto significativamente modificato rispetto al luglio 2001, in cui Mediobanca (...) ha utilizzato la possibilità di concordare con Sai l'acquisto da parte di quest'ultima della partecipazione di controllo in Fondiaria (...) si è constatato che il ruolo di Mediobanca si è modificato. Più precisamente non sono emersi elementi per far ritenere che con riguardo al trasferimento delle azioni Fondiaria ai predetti Investitori, Mediobanca abbia continuato ad agire in concerto con Sai".

cercato di eludere l'obbligo di opa. In base ad una presa di coscienza di questa situazione l'Antitrust ha infatti, in seguito ad un'istruttoria, smentito la posizione della Consob asserendo l'esistenza di una concentrazione.

Questo intervento contrario dell'Authority per la concorrenza ha comportato il sorgere di dubbi circa l'operato della Consob e la diligenza da essa dimostrata. In realtà la stampa nazionale ha giustificato la decisione negativa della Consob ponendo in rilievo la mancanza di prove decisive in mano alla Commissione, mancanza che sarebbe stata dovuta alla carenza di poteri istruttori effettivi e penetranti in capo ad essa<sup>98</sup>. Infatti è stato sostenuto che l'Antitrust godrebbe di poteri d'indagine più incisivi rispetto a quelli della Consob e sarebbe stato questo a consentire lo svolgimento di indagini più capillari così da rinvenire le prove decisive per dimostrare l'esistenza di un'operazione concertata.

In realtà questa tesi non trova riscontro normativo, tanto che lo stesso Tar Lazio, nella decisione del 10 dicembre 2002, ha accolto il ricorso presentato dal Fondo Liverpool proprio avverso la deliberazione Consob del maggio 2002. In questa circostanza i Giudici Amministrativi hanno condannato la Consob per il modo inadeguato in cui aveva condotto le indagini e che aveva fatto sì che la deliberazione fosse *"non sufficientemente motivata"* perché non analizzava i ruoli rivestiti da tutti i soggetti partecipanti all'operazione, nello specifico il ruolo dei cinque investitori<sup>99</sup>. Questa pronuncia sembrerebbe confermare che la decisione della Commissione non sia stata determinata da una carenza di poteri istruttori effettivi ed efficaci, bensì dalla negligenza nella conduzione delle indagini. Conclusione questa che sarebbe avallata anche dalla lettura della normativa di riferimento che sembra attribuire poteri istruttori di tipo analogo alle due autorità. Sia l'art.115 Tuf, unito ai regolamenti Consob di attuazione, che gli artt.4 ss del D.P.R. n.461 del 10 settembre 1991 riconoscono alle due Authority poteri di indagine analoghi che si concretano nella possibilità

---

<sup>98</sup> Vd. *Sai-Fonditaria, le tre mosse di Ligresti e Mediobanca*, in [www.snaservice.it/news.htm](http://www.snaservice.it/news.htm), in cui si legge che l'Antitrust sarebbe giunta a questa conclusione in forza degli elementi probatori decisivi rinvenuti grazie alle audizioni ed alle ispezioni condotte, quindi in virtù degli effettivi poteri di indagine di cui godrebbe al contrario della Consob.

<sup>99</sup> Nella sentenza Tar Lazio n. 10709 del 10 dicembre 2002 i Giudici Amministrativi affermano che *"La Consob deve vagliare attentamente il ruolo degli investitori e delle società coinvolte nelle operazioni di acquisto delle azioni. (...) La determinazione della Consob non appare sufficientemente motivata in quanto la Commissione non ha analizzato il ruolo dei nuovi investitori in modo adeguato, non verificando se abbiano agito per conto Sai (...)"*.

di disporre audizioni dei soggetti informati sui fatti, di richiedere notizie e documenti, nonché di disporre ispezioni per rinvenire documenti rilevanti.

Probabilmente ad esame attento della normativa si nota che delle differenze nei poteri di indagine riconosciuti alle due Autorità esistono però non sono stati rilevanti nel caso di specie. In particolare mentre l'Antitrust ha poteri generalmente applicabili, i poteri d'indagine della Commissione incontrano un limite in riferimento ai soggetti nei cui confronti possono esercitarsi. Nello specifico mentre all'Antitrust è concesso il potere di svolgere audizioni ed eseguire ispezioni presso chiunque si ritenga possa fornire informazioni o possa detenere documenti aziendali, la Consob può esercitare i suoi poteri nei confronti esclusivamente nei riguardi dei soggetti vigilati. A tale diversità se ne può aggiungere un'altra rappresentata dallo scopo dei poteri riconosciuti. A tal proposito la normativa sembra attribuire, come già accennato, all'Antitrust poteri generali allo scopo ultimo di garantire il rispetto delle regole di concorrenza nel mercato, al contrario i poteri attribuiti alla Consob sembrano avere più che altro funzione integrativo-suppletiva. Infatti al fine dello svolgimento adeguato delle funzioni di vigilanza e controllo della Borsa, il Tuf sancisce a carico degli operatori del settore degli obblighi informativi da adempiere a vantaggio della Consob, e solo nell'eventualità in cui questi non siano adempiuti o la Commissione voglia accertarne la veridicità potrà esercitare i poteri riconosciuti per legge.

Se queste differenze esistono, bisogna comunque evidenziare che non sono state rilevanti nella decisione di specie. Infatti, come appare essere pure confermato dalla decisione di condanna del Tar Lazio, queste differenze non sono state avvertite nell'ipotesi esaminata, in quanto le società coinvolte, presso le quali l'Antitrust ha poi rinvenuto gli elementi probatori decisivi, sono tutti soggetti vigilati, che per di più non avevano provveduto ad adempiere agli obblighi di comunicazione nei confronti della Consob, proprio al fine di evitare intromissioni che avrebbero potuto ostacolare il progetto di acquisizione.

In forza di quanto detto e acquisito si potrebbe sostenere che la Commissione aveva i poteri d'indagine adeguati per giungere alla rilevazione dell'esistenza di un concerto con conseguente applicazione della sanzione in tempi adeguati, così da assicurare idonea tutela degli azionisti di minoranza, ma che non gli ha esercitati con la dovuta diligenza, così come affermato dal Tar Lazio.