



*LA VALUTAZIONE DEL
RISARCIMENTO DEL DANNO DA
MANCATA OPA*

Marisa Cenci

Andrea Gheno

Marco Sacchetti

ISSN 2611-9633

Working Papers (Dipartimento di Economia Aziendale)

[online]

Working Paper Numero 18, 2021

Collana del Dipartimento di Economia Aziendale

I Working Paper del Dipartimento di Economia Aziendale svolgono la funzione di divulgare tempestivamente, in forma definitiva o provvisoria, i risultati di ricerche scientifiche originali.

La loro pubblicazione è soggetta all'approvazione del Comitato Scientifico.

Per ciascuna pubblicazione vengono soddisfatti gli obblighi previsti dall'art. 1 del D.L.L. 31 agosto 1945 n. 660 e successive modifiche.

Copie della presente pubblicazione possono essere richieste alla Redazione.

Esemplare fuori commercio ai sensi della Legge 14 aprile 2004 n. 106.

REDAZIONE

Dipartimento di Economia Aziendale

Università degli Studi Roma Tre

Via Silvio D'Amico, 77

00145 Roma – Italia

Email:

ricerca.economiaaziendale@uniroma3.it

COMITATO SCIENTIFICO

Maria Claudia Lucchetti

Carlo Mottura

Mauro Paoloni

Maddalena Rabitti

Carlo Maria Travaglini

ABSTRACT

Nella letteratura giuridica, la questione della quantificazione del danno da mancata OPA provocato agli azionisti di minoranza da parte di coloro che vogliono acquisire una partecipazione rilevante di una società quotata può essere ricondotta, in via di principio, a due diversi approcci, sostanzialmente fondati su valutazioni a posteriori di parametri già noti.

Nel primo approccio si considerano valutazioni basate sull'evoluzione del prezzo dell'azione sottostante nel periodo in cui si sarebbe dovuta lanciare l'OPA finalizzata all'acquisizione del controllo.

Il secondo approccio poggia sull'equiparazione dell'inadempimento dell'obbligo di OPA alla privazione di una opzione di tipo put americana che gli azionisti avrebbero potuto esercitare nel periodo in cui l'OPA avrebbe dovuto essere messa in atto.

Nel presente lavoro, al fine di quantificare il danno da mancata OPA, è utilizzato un modello di valutazione matematico-finanziario che tratta adeguatamente la condizione di incertezza caratterizzante questa fattispecie ed è esaminata un'applicazione a un noto caso.

Keywords: OPA, *put forward start*, modello Cox-Ross-Rubinstein.

J.E.L. Classification: G1, G3, K2.

SOMMARIO –1 Introduzione. 2 Il danno da mancata OPA nella dottrina giurisprudenziale italiana. 3 Elementi alla base della valutazione dell'opzione *put*. 4 Valutazione col modello binomiale e confronto con i valori suggeriti in giurisprudenza. 5 Conclusioni.

1. Introduzione

Al fine di analizzare gli aspetti connessi con le valutazioni finanziarie del risarcimento del danno da mancata OPA è preliminarmente opportuno richiamare le regole di contesto.

L'obbligo di promuovere un'OPA sulla totalità dei titoli emessi da un emittente sorge quando:

(i) un soggetto, a seguito di acquisti ovvero di maggiorazione dei diritti di voto, venga a detenere una partecipazione superiore al 30% ovvero venga a disporre di diritti di voto in misura superiore al 30% dei medesimi;

(ii) un soggetto venga a detenere, a seguito di acquisti, una partecipazione superiore alla soglia del 25% in una società quotata (diversa dalle PMI) in cui non vi siano altri soci con una partecipazione superiore al 25%;

(iii) un soggetto, il quale già detenga una partecipazione superiore al 30%, senza tuttavia detenere la maggioranza dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria, incrementi la propria partecipazione ovvero i propri diritti di voto per più del 5%, attraverso acquisti o la maggiorazione dei propri diritti di voto nei 12 mesi precedenti;

(iv) le predette soglie di partecipazione o di diritti di voto siano superate per effetto di acquisti indiretti ovvero per effetto di acquisti eseguiti da persone che agiscono di concerto ai sensi dell'art. 101-*bis* del TUF.

Secondo l'orientamento ad oggi largamente prevalente in dottrina e giurisprudenza, la violazione delle regole sopra riportate determina il diritto in capo agli azionisti al risarcimento per il danno subito. La quantificazione di tale pregiudizio, tuttavia, non è stata dal punto di vista giurisprudenziale uniforme e si caratterizza essenzialmente per un approccio a posteriori, eliminando così gli aspetti aleatori legati all'evoluzione del prezzo dell'azione nel periodo in cui l'OPA avrebbe dovuto avere luogo.

In accordo con i più recenti orientamenti della giurisprudenza di legittimità, in questo lavoro si evidenzia che il danno da mancata OPA – per essere correttamente quantificato – deve essere identificato come il valore di una opzione americana di tipo *put forward start*, in quanto esercitabile a partire da una data successiva a quella in cui sorge (o è attribuita) e in ogni momento intercorrente tra l'inizio e la fine del (presumibile) periodo di adesione all'offerta. E' infatti di questo tipo di opzione che sarebbero privati gli azionisti in caso di mancata OPA.

Pur correttamente inquadrando il pregiudizio subito nella privazione di tale opzione, i metodi suggeriti in giurisprudenza per la valutazione del danno

esulano tuttavia dal calcolo corretto del valore della *put option* e puntano a valutazioni *ex post* che tengono in considerazione le effettive quotazioni del sottostante nel periodo in cui l'opzione avrebbe dovuto essere esercitata.

Il valore corretto dal punto di vista finanziario dovrebbe però essere determinato *ex ante*, al momento in cui tale opzione avrebbe dovuto essere acquisita dall'azionista e in base ad un'ipotesi di evoluzione stocastica del valore azionario del sottostante.

In questo lavoro si vuole evidenziare come le discrepanze tra gli approcci nelle due valutazioni possano favorire gli azionisti danneggiati o la loro controparte.

Il lavoro è così suddiviso: nel secondo paragrafo si riportano gli aspetti giuridici connessi con la quantificazione del danno, nel terzo paragrafo si analizza come vengono fissati i parametri alla base della valutazione dell'opzione *put* e il modello matematico-finanziario stocastico utilizzato per la sua valutazione, nel quarto paragrafo, facendo riferimento a un noto caso, si confrontano i valori ottenuti dalla valutazione *ex ante* dell'opzione tramite il modello matematico-finanziario stocastico con quelli statici suggeriti in giurisprudenza. Infine nel quinto paragrafo si riportano le conclusioni.

2. Il danno da mancata OPA nella dottrina giurisprudenziale italiana

Sotto il profilo processuale, la quantificazione del danno da mancata OPA è strettamente legata alla determinazione della natura della responsabilità del soggetto che avrebbe dovuto lanciare l'offerta. Anche su tale profilo, tuttavia, dottrina e giurisprudenza sono tutt'altro che concordi.

Secondo un primo e risalente orientamento, il danno da mancata OPA deve essere individuato nella «*perdita della possibilità di conseguire il valore di scambio dell'investimento senza scontare il mutamento delle condizioni di mercato determinate dalla variazione dell'assetto proprietario della società, e con esso del suo grado di contendibilità*»⁽¹⁾; si tratterebbe pertanto di una responsabilità di natura extracontrattuale ai sensi dell'art. 2043 c.c., posto che l'OPA non sarebbe funzionale a un trasferimento di valori, quanto piuttosto a tenere indenne l'azionista dalle conseguenze pregiudizievoli che possono derivare dal mutamento del controllo, ristorandolo di una perdita di valori già appropriati alla sfera individuale altrui.

Secondo altra prospettiva, la responsabilità da mancata OPA dovrebbe confluire nella *culpa in contrahendo* di cui all'art. 1337 c.c. per la delusione del ragionevole affidamento degli altri azionisti nel lancio dell'offerta; sicché ad essere oggetto di risarcimento dovrebbero essere, da un lato, le spese e le perdite che siano strettamente dipendenti dalle trattative per il contratto

(1) G. GUIZZI, *Noterelle in tema di OPA obbligatoria, violazione dell'obbligo di offerta e interessi protetti*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, II, 259 ss.; in giurisprudenza, v. Trib. Milano, 20 marzo 2000, in *Soc.*, 2000, 1357 ss., con nota di P. DE GIOIA-CARABELLESE, *La responsabilità in caso di violazione dell'opa obbligatoria*.

sfumato (danno emergente) e, dall'altro lato, il vantaggio che si sarebbe potuto conseguire ove la parte si fosse dedicata ad altre contrattazioni in grado di surrogare il negozio non concluso (lucro cessante) (2).

L'orientamento ad oggi prevalente, tuttavia, riconduce la responsabilità per inadempimento dell'obbligo di offerta al paradigma della responsabilità contrattuale ai sensi dell'art. 1218 c.c. (3), trattandosi di obbligazione che impone una precisa prestazione, dal contenuto determinato (o determinabile), suscettibile di valutazione economica e rispondente a un interesse patrimoniale di soggetti determinabili.

Pur convergendo sulla natura (contrattuale) della responsabilità, vi è tuttavia ampia eterogeneità di visioni nella determinazione del *quantum* risarcibile.

L'impostazione che ad oggi appare maggioritaria ha individuato tale importo nel valore intrinseco di un'opzione *put* fondata su parametri legislativi (4).

(2) Per la prospettiva della responsabilità precontrattuale, seppur con motivazioni spesso divergenti, *cfr.* F. POLIANI, *Risarcimento del danno da mancata promozione di opa obbligatoria*, *Giur. Comm.*, 2009, I, 1112 ss.; U. MORELLO, *Mancata promozione di Opa obbligatoria totalitaria e risarcimento del danno*, in *Soc.*, 2006, 414; G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, Milano, 2007, 402; C. MOSCA, *Acquisti di concerto, partecipazioni incrociate e responsabilità per inadempimento dell'obbligo di opa. Note a margine del caso SAI-Fondiaria*, in *Riv. soc.*, 2007, 1331 ss., per cui il risarcimento dovrebbe corrispondere alla differenza, se positiva, tra la più alta quotazione raggiunta in tale periodo e (i) quella immediatamente precedente alla conoscenza della realizzazione dei presupposti dell'OPA, oppure (ii) il prezzo pagato per l'acquisto dall'azionista di minoranza. In giurisprudenza, Corte d'Appello Milano, 15 gennaio 2007, in *Foro It.*, 2009.

(3) Per tale orientamento, *cfr. ex multis* A. TUCCI, *Obbligo di offerta e responsabilità civile*, in *Riv. soc.*, 2007, 1046; S. CACCHI PESSANI, *Violazione dell'obbligo di OPA e risarcimento del danno*, in *Giur. comm.*, 2008, II, 505 ss.; P. GIUDICI, *Il private enforcement in caso di elusione dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto*, in *Soc.*, 2013, 182; R. GHETTI, *Riflessioni critiche sulle conseguenze della violazione dell'obbligo di lanciare un'offerta pubblica d'acquisto totalitaria*, in *Giur. comm.*, 2017, 1029; P. DE GIOIA-CARABELLESE, *Clamoroso al Cibali: l'Opa obbligatoria esiste! Un recente caso del Tribunale di Milano*, in *Soc.*, 2008, 1019. In giurisprudenza, Cass. 10 agosto 2012, n. 14392; Cass. 26 settembre 2013, n. 22099.

(4) In dottrina, *cfr.* M. GATTI, *Mancata promozione di opa obbligatoria e risarcimento del danno*, in *Giur. comm.*, 2005, II, 785; S. CACCHI PESSANI, *Violazione dell'obbligo di OPA e risarcimento del danno*, *cit.*, 520 ss.; P. DE GIOIA-CARABELLESE, *Clamoroso al Cibali: l'Opa obbligatoria esiste! Un recente caso del Tribunale di Milano*, *cit.*, 1015; G. ROMAGNOLI, *Sub art. 110*, in *Il Testo Unico della Finanza*, a cura di M. Fratini-G. Gasparri, t. 2, Torino, 2012, 1447; D. TREVISAN, *Danno da mancato lancio di opa: le questioni ormai risolte e i problemi ancora aperti*, in *Resp. civ. prev.*, 2014, 567; F. MUCCIARELLI, *Il risarcimento del danno per mancata proposizione dell'opa obbligatoria: l'epilogo del caso SAI/Fondiaria?*, in *Giur. comm.*, 2013, II, 208 ss.; C. MACRÌ, *Responsabilità contrattuale per mancato lancio di opa totalitaria*, in *Nuova Giur. Civ.*, 2016, 578 ss.; G. COLOMBO – M. LISANTI, *«Attenti all'Opa»: consigli per l'acquisto del controllo*, in *Foro it.*, 2016, I, c. 1780; A. POMELLI, *Inadempimento dell'obbligo di opa totalitaria e tutela risarcitoria: il caso è chiuso (?)*, in *Soc.*, 2016, 591 ss.; R. GHETTI, *cit.*, 1032; R. ROLLI, *Private enforcement per mancata OPA e risarcimento del danno per perdita di chance*, in *Giur. it.*, 2019, 1037 ss. In giurisprudenza, v. Trib. Milano 7 giugno 2007, in *Giur. comm.*, 2008, II, 488; Trib. Milano 22 maggio 2008, in *Foro it.*, 2009, I, 1598 ss.; Trib. Milano 15 marzo 2010, in *Banca borsa tit. cred.*, 2011, 594; Trib. Milano 30

Tuttavia, il valore dell'opzione viene generalmente determinato tramite un'operazione meramente differenziale, i cui parametri di valutazione consistono esclusivamente:

- a) nello *strike price*, ossia nel corrispettivo a cui avrebbe dovuto essere lanciata l'OPA ove lo scalatore avesse adempiuto ai propri obblighi, *i.e.* il prezzo più elevato pagato dall'offerente (e da persone che agiscono di concerto con il medesimo) per l'acquisto di titoli della stessa categoria di quelli oggetto dell'offerta nei 12 mesi anteriori alla comunicazione relativa al sorgere dell'obbligo di promuovere l'OPA o, in mancanza di acquisti a titolo oneroso in tale periodo, il prezzo medio ponderato di mercato degli ultimi 12 mesi o del minor periodo disponibile;
- b) e nello *spot price*, vale a dire dal prezzo di mercato del sottostante (*i.e.* del titolo che avrebbe dovuto essere oggetto di offerta).

Mentre l'individuazione del prezzo di esercizio *sub a)* non ha sollevato particolari dubbi, essendo questo pacificamente riconducibile al corrispettivo determinato *ex lege* della mancata OPA, maggiori incertezze si rinvencono nell'individuazione del prezzo di mercato *sub b)* da considerare quale termine di sottrazione per l'individuazione del valore dell'opzione. Tentando di schematizzare le molteplici posizioni di dottrina e giurisprudenza, lo *spot price* rilevante è stato variamente individuato prendendo quale riferimento:

- il prezzo medio di mercato del titolo nel termine (ora pari a 20 giorni) concessi dalla legge per lanciare l'OPA dopo il superamento della soglia rilevante ⁽⁵⁾;
- il prezzo medio di mercato del titolo nel presunto periodo di adesione, individuato come la durata media tra il periodo minimo e massimo (considerando anche il termine di proroga della Consob) previsto dalla legge, con decorrenza a partire dal quinto giorno successivo alla pubblicazione del documento d'offerta (ossia dal termine minimo previsto dalla legge per l'inizio del periodo di adesione) ⁽⁶⁾;
- il prezzo di mercato del giorno in cui sorge l'obbligo di promuovere l'offerta (vale a dire il giorno in cui viene superata la soglia rilevante) ⁽⁷⁾;
- il prezzo di mercato del giorno in cui ha luogo il regolamento del corrispettivo dell'OPA ⁽⁸⁾;

giugno 2009, in *Giustizia a Milano*, 2009, 61; Cass. 10 agosto 2012, n. 14392; Cass. 25 luglio 2018, n. 19741.

⁽⁵⁾ Cfr. Trib. Milano, 26 maggio 2005, in *Giur. comm.*, 2005, II, 763 e 768.

⁽⁶⁾ Cfr. Trib. Milano, 17 maggio 2007, in *Giur. comm.*, 2008, II, 471.

⁽⁷⁾ Cfr. Trib. Milano, 7 giugno 2007, *cit.*, 490.

⁽⁸⁾ Cfr. S. CACCHI PESSANI, *Inadempimento dell'obbligo di opa e risarcimento del danno: il caso SAI Fondiaria approda in Cassazione*, in *Giur. comm.*, 2013, II, 817.

- il prezzo di mercato del giorno in cui si è consumata la violazione dell'obbligo di OPA (*i.e.* al 21° giorno dopo il superamento della soglia rilevante) ⁽⁹⁾;
- il prezzo medio del titolo nell'arco temporale intercorrente tra il giorno in cui si è consumata la violazione dell'obbligo di OPA e quello del disinvestimento (se vi è stato, ovvero in caso contrario della proposizione della domanda risarcitoria) ⁽¹⁰⁾.

L'approccio adottato dalla dottrina e dalla giurisprudenza che hanno ricondotto il danno da mancata OPA al valore di un'opzione di vendita mai attribuita sembra quindi collocarsi in un contesto di sostanziale certezza in cui tutti i valori sono già noti. L'opzione viene invero valutata direttamente alla data della sua scadenza, sicché la determinazione del suo valore viene inevitabilmente ridotta alla differenza tra il suo prezzo di esercizio – individuato nel corrispettivo della mancata OPA – e il prezzo del sottostante: l'eventuale risultato positivo dell'operazione differenziale costituisce, secondo questa impostazione, il presupposto di danno per il calcolo del risarcimento dovuto all'azionista.

3. Elementi alla base della valutazione dell'opzione put

Come rilevato da una critica dottrinale ai più recenti arresti della giurisprudenza di legittimità, la determinazione del valore dell'opzione *put* di cui gli azionisti sono ingiustamente privati, e quindi del danno risarcibile, dovrebbe invece essere fatta, «anziché sulla base di una “presunzione di equivalenza” tra valore della *put* e differenza tra prezzo d'OPA e valore di mercato delle azioni, utilizzando i metodi di valutazione delle opzioni elaborati dalla moderna scienza delle finanze» ⁽¹¹⁾. Ai fini dell'individuazione del danno risarcibile, pertanto, l'opzione di vendita dovrebbe essere valutata nel momento in cui viene (o meglio, avrebbe dovuto essere) acquisita dall'azionista che detiene il titolo oggetto della (mancata) offerta, senza considerare l'andamento del titolo sottostante (già noto, ove si pervenga alla fase processuale) successivamente a tale momento; ai fini del prosieguo del lavoro, si ipotizza che tale momento di acquisizione coincida con quello di emissione dell'opzione *put*, *i.e.* con il momento di superamento della soglia rilevante.

Considerato che non può essere immediatamente esercitata, dal punto di vista tecnico questa è una opzione *put* di tipo americano ed è *forward start*, in particolare esercitabile nell'intervallo di tempo che intercorre tra i cinque giorni successivi alla pubblicazione del documento di offerta ⁽¹²⁾ e il termine

⁽⁹⁾ Cfr. G. COLOMBO – M. LISANTI, *cit.*, c. 1780.

⁽¹⁰⁾ Cfr. Cass. 25 luglio 2018, n. 19741.

⁽¹¹⁾ S. CACCHI PESSANI, *Violazione dell'obbligo di OPA e risarcimento del danno*, *cit.*, 521.

⁽¹²⁾ Assumendo quale riferimento il termine minimo previsto dalla legge e ipotizzando che nel caso di OPA obbligatoria tale documento non incorpori già il comunicato dell'emittente, *ex art.* 40, comma 5, Regolamento Emittenti.

ultimo per aderire all'offerta, che in caso di OPA obbligatoria è di 25 giorni ⁽¹³⁾.

Per quanto concerne lo *strike price* di tale opzione, che sarà indicato con K , si fa riferimento alla normativa che stabilisce che le offerte obbligatorie devono essere promosse ad un prezzo non inferiore al prezzo più elevato pagato dall'offerente (e da persone che agiscono di concerto con il medesimo) per l'acquisto di titoli della stessa categoria di quelli oggetto dell'offerta nei 12 mesi anteriori alla comunicazione relativa al sorgere dell'obbligo di promuovere l'OPA o, in mancanza di acquisti a titolo oneroso in tale periodo, ad un prezzo non inferiore al prezzo medio ponderato di mercato degli ultimi 12 mesi o del minor periodo disponibile.

Per valutare l'opzione si utilizzerà una evoluzione discreta del prezzo del sottostante su un albero binomiale alla Cox-Ross-Rubinstein (1979, di seguito anche CRR) costruito a partire da un valore iniziale corrispondente alla quotazione dello stesso nel giorno in cui tale opzione avrebbe dovuto essere emessa.

Coerentemente con le ipotesi del modello CRR, ipotizzeremo che l'albero binomiale approssimi una evoluzione continua del sottostante di tipo lognormale alla Black-Scholes (1973) dipendente dai parametri σ e δ che individuano rispettivamente la volatilità del rendimento del prezzo di mercato dell'azione sottostante e l'intensità istantanea di interesse priva di rischio.

In tale ipotesi indicato con $S(t)$ il valore del sottostante al tempo t si assume che al tempo $t + \Delta t$ esso possa assumere solo due valori

$$S(t + \Delta t) = \begin{cases} S(t)e^{\sigma\Delta t} \\ S(t)e^{-\sigma\Delta t} \end{cases}$$

con probabilità rispettive p e $1 - p$ che, in ipotesi di assenza di possibilità di arbitraggi sul mercato, sono date da

$$p = \frac{e^{\delta\Delta t} - e^{-\sigma\Delta t}}{e^{\sigma\Delta t} - e^{-\sigma\Delta t}} \quad \text{e} \quad 1 - p = \frac{e^{\sigma\Delta t} - e^{\delta\Delta t}}{e^{\sigma\Delta t} - e^{-\sigma\Delta t}}$$

Una volta fissato l'ampiezza dell'intervallo Δt è possibile costruire l'albero che rappresenta l'evoluzione del sottostante nel periodo che va dal giorno in cui sorge l'opzione che indicheremo con $t = 0$ alla sua scadenza che indicheremo con $t = n$, mentre con $t = m$ indicheremo l'istante a partire dal quale l'opzione può essere esercitata. Con $P(t)$ indicheremo il valore dell'opzione nei vari nodi dell'albero.

⁽¹³⁾ Assumendo quale riferimento il termine massimo previsto dalla legge a norma dell'art. 40, comma 2, Regolamento Emittenti, senza considerare la possibilità di proroga da parte della Consob. Si tratta, in ogni caso, di giorni di mercato aperto, a norma dell'art. 35, comma 1, lett. a), Regolamento Emittenti.

In accordo con il *payoff* a scadenza di una opzione *put* il suo valore alla scadenza $t = n$ è dato da

$$P(n) = \max\{K - S(n); 0\}$$

e dipenderà dal valore assunto a scadenza del sottostante.

Anche i valori dell'opzione in ogni istante t con $m \leq t < n$ dipenderanno dalle determinazioni del sottostante e saranno calcolati con l'usuale procedimento *backward* confrontando in ogni nodo il prezzo atteso dell'opzione con il suo valore intrinseco per tenere conto della possibilità dell'esercizio anticipato. Si avrà pertanto

$$P(t) = \max\{\max\{K - S(t); 0\}; e^{-\delta}[pP^+(t+1) + (1-p)P^-(t+1)]\}$$

dove $P^+(t+1)$ e $P^-(t+1)$ individuano rispettivamente il valore dell'opzione nel ramo più in alto e in quello più in basso della ramificazione dell'albero uscente dal nodo considerato.

Una volta determinati i valori $P(m)$ per tenere conto del differimento dell'esercizio e risalire al valore dell'opzione al tempo $t = 0$ basterà procedere a ritroso sull'albero calcolando in ogni nodo il valore atteso scontato dei valori corrispondenti alle ramificazioni uscenti da tale nodo

$$P(m-1) = e^{-\delta}[pP^+(m) + (1-p)P^-(m)]$$

e così via fino al tempo $t = 0$. Il valore $P(0)$ individuerà il danno da risarcire.

4. Valutazione col modello binomiale e confronto con i valori suggeriti in giurisprudenza

In questo paragrafo, prendendo in considerazione il noto caso Fondiaria-SAI⁽¹⁴⁾, verrà evidenziato come le discrepanze tra gli approcci nelle valutazioni possano favorire gli azionisti danneggiati o la loro controparte.

⁽¹⁴⁾ Per una completa ricostruzione dei fatti della vicenda, oltre alle numerose sentenze intervenute sulla stessa, v. Consob, Allegato n. 5 al documento di consultazione "Recepimento della direttiva 2004/25/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e revisione della regolamentazione in materia di offerte pubbliche di acquisto e scambio" del 6 ottobre 2010, 3 ss. In dottrina, *ex multis*, F. POLIANI, *cit.*, 1101, nt. 15; R. GHETTI, *cit.*, 1027 ss.; S. CACCHI PESSANI, *Violazione dell'obbligo di OPA e risarcimento del danno*, in *Giur. comm.*, 2008, II, 496 ss.; A.A. ANWAD, *cit.*, 1118 ss.; C. MOSCA, *Acquisti di concerto, partecipazioni incrociate e responsabilità per inadempimento dell'obbligo di opa. Note a margine del caso SAI-Fondiaria*, *cit.*, 1294 ss.; E. DESANA, *La pronuncia della cassazione sulla violazione dell'obbligo di Opa: l'epilogo dell'affaire Sai-Fondiaria?*, in *Giur. It.*, 2013, 59 ss.; F. MUCCIARELLI, *Il risarcimento del danno per mancata proposizione dell'opa obbligatoria: l'epilogo del caso SAI/Fondiaria?*, *cit.*, 202 ss.; P. GIUDICI, *Il private enforcement in caso di*

I dati relativi all'opzione necessari per la valutazione *ex ante* tramite il modello binomiale presentato nel paragrafo precedente sono i seguenti:

- Data rilevante ex art. 102 TUF: 18 febbraio 2002
- Presumibile data di inizio offerta: 26 marzo 2002
- Presumibile data di fine offerta: 28 maggio 2002
- Corrispettivo della mancata OPA: 7,652 euro

Quindi l'opzione *put* con *strike price* 7,652 euro, è nata il 18 febbraio 2002 ed è stata esercitabile dal 26 marzo 2002 al 28 maggio 2002. Conseguentemente abbiamo costruito un albero binomiale con data iniziale 18 febbraio 2002 e data finale 28 maggio 2002 (*maturity* dell'opzione) costituito da 14 *step*, ciascuno di durata pari a circa una settimana.

Il valore del sottostante (Fondiarina) nella data iniziale era pari a 5,252 euro, la volatilità del suo rendimento pari a 36% (stimata su serie storica come deviazione standard campionaria dei rendimenti), il tasso privo di rischio pari a 3,38% (rendimento medio ponderato BOT 12 mesi riferito al periodo).

L'albero binomiale è rappresentato nella Figura 1 a pagina 10.

I valori su sfondo giallo sono relativi all'azione sottostante (Fondiarina), quelli su sfondo azzurro sono relativi all'opzione *put* che in data 18 febbraio 2002 ha un valore pari a 2,380 euro e tale è il danno da risarcire secondo questo approccio.

Nella seguente tabella mostriamo che il valore della *put* ottenuto è relativamente sensibile rispetto alla variabile volatilità che potrebbe essere stimata in modo più raffinato rispetto a quanto ipotizzato pocanzi e potrebbe anche essere più elevata proprio a causa dell'evento OPA.

Volatilità	36%	40%	44%	48%	52%	56%	60%	64%	68%	72%
Valore <i>put</i>	2,380	2,387	2,395	2,411	2,431	2,452	2,474	2,495	2,520	2,557

E' interessante confrontare il risultato ottenuto mediante il modello di valutazione binomiale con le quantificazioni del danno operate dalla giurisprudenza disponibile, distinguendo a seconda del tipo di *spot price* ipotizzato (cfr. secondo paragrafo).

Considerando come *spot price*:

- a) il prezzo medio di mercato del titolo nel termine concesso dalla legge per lanciare l'OPA dopo il superamento della soglia rilevante (al tempo 30 giorni) per il Tribunale pari a 5,094 euro, il danno secondo il Tribunale sarebbe pari a 2,558 euro;

elusione dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto, cit., 180 ss.; D. TREVISAN, *Danno da mancato lancio di opa: le questioni ormai risolte e i problemi ancora aperti, cit.*, 561 ss.; A. POMELLI, *cit.*, 573 ss.; R. ROLLI, *cit.*, 1031; G. MERUZZI, *cit.*, 2594 ss.; U. MORELLO, *cit.*, 408.

- b) il prezzo medio di mercato del titolo nel presunto periodo di adesione, la cui durata dovrebbe essere individuata nella media tra il termine minimo e il termine massimo fissati dalla legge per la definizione del periodo di adesione (30 giorni, secondo la normativa allora vigente) per il Tribunale pari a 5,440 euro, il danno secondo il Tribunale sarebbe quindi pari a 2,210 euro;
- c) il prezzo di mercato del giorno in cui sorge l'obbligo di promuovere l'offerta (vale a dire il giorno in cui viene superata la soglia rilevante) per il Tribunale pari a 5,270 euro, il danno secondo il Tribunale sarebbe quindi pari a 2,380 euro.

La valutazione del caso c) è esattamente coincidente con quella effettuata tramite albero binomiale con la volatilità stimata (36%), la valutazione del caso a) coincide con quella effettuata tramite albero binomiale con volatilità doppia rispetto a quella stimata (72%), la valutazione del caso b) è inferiore ed implica una sottovalutazione del danno rispetto al risultato ottenuto col modello stocastico utilizzato in questo lavoro.

5. Conclusioni

In questo lavoro al fine di quantificare il danno da mancata OPA abbiamo utilizzato un modello di valutazione matematico-finanziario che tratta adeguatamente la condizione di incertezza tipica di questa fattispecie. Per valutare l'opzione *put* americana *forward start* è stata ipotizzata una evoluzione discreta del prezzo dell'azione sottostante rappresentata su un albero binomiale alla Cox-Ross-Rubinstein. E' stata esaminato in particolare il noto caso Fondiaria-SAI e sono stati evidenziati risultati piuttosto interessanti tramite confronti con le quantificazioni del danno operate dalla giurisprudenza disponibile. Sono infatti emerse corrispondenze tra le quantificazioni determinate dal Tribunale e i risultati ottenuti con il modello stocastico alla CRR, considerando il ruolo cruciale della stima del parametro di volatilità del rendimento del prezzo azionario sottostante.

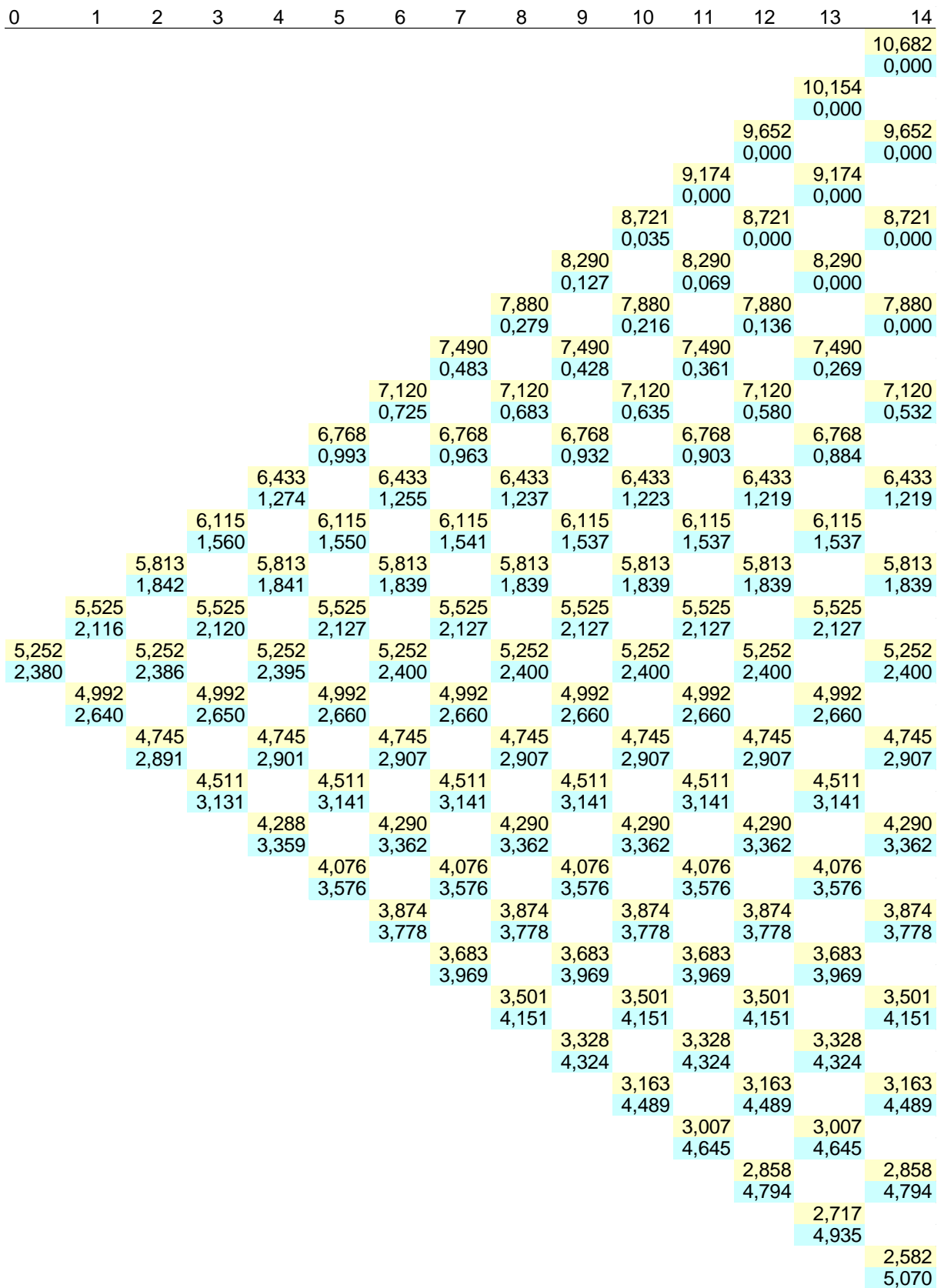


Figura 1. Albero binomiale per la valutazione della *put* americana *forward start*

Bibliografia

Black – Scholes. *The Pricing of Options and Corporate Liabilities*, in *Journal of Political Economy*, 1973

Cacchi Pessani, *Violazione dell'obbligo di OPA e risarcimento del danno*, in *Giur. comm.*, 2008, II

Cacchi Pessani, *Inadempimento dell'obbligo di opa e risarcimento del danno: il caso SAI Fondiaria approda in Cassazione*, in *Giur. comm.*, 2013, II

Colombo – Lisanti, «Attenti all'Opa»: consigli per l'acquisto del controllo, in *Foro it.*, 2016, I

Cox – Ross – Rubinstein, *Option pricing: A simplified approach*, in *Journal of Financial Economics*, 1979

D'Attorre, *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, Milano, 2007

de Gioia-Carabellese, *Clamoroso al Cibali: l'Opa obbligatoria esiste! Un recente caso del Tribunale di Milano*, in *Soc.*, 2008

Desana, *La pronuncia della cassazione sulla violazione dell'obbligo di Opa: l'epilogo dell'affaire Sai-Fondiaria?*, in *Giur. It.*, 2013

Gatti, *Mancata promozione di opa obbligatoria e risarcimento del danno*, in *Giur. comm.*, 2005, II

Giudici, *Il private enforcement in caso di elusione dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto*, in *Soc.*, 2013

Ghetti, *Riflessioni critiche sulle conseguenze della violazione dell'obbligo di lanciare un'offerta pubblica d'acquisto totalitaria*, in *Giur. comm.*, 2017

Guizzi, *Noterelle in tema di OPA obbligatoria, violazione dell'obbligo di offerta e interessi protetti*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, II

Macrì, *Responsabilità contrattuale per mancato lancio di opa totalitaria*, in *Nuova Giur. Civ.*, 2016

Morello, *Mancata promozione di Opa obbligatoria totalitaria e risarcimento del danno*, in *Soc.*, 2006

Mosca, *Acquisti di concerto, partecipazioni incrociate e responsabilità per inadempimento dell'obbligo di opa. Note a margine del caso SAI-Fondiaria*, in *Riv. soc.*, 2007

Mucciarelli, *Il risarcimento del danno per mancata proposizione dell'opa obbligatoria: l'epilogo del caso SAI/Fondiaria?*, in *Giur. comm.*, 2013, II

Poliani, *Risarcimento del danno da mancata promozione di opa obbligatoria*, *Giur. Comm.*, 2009, I

Pomelli, *Inadempimento dell'obbligo di opa totalitaria e tutela risarcitoria: il caso è chiuso (?)*, in *Soc.*, 2016

Rolli, *Private enforcement per mancata OPA e risarcimento del danno per perdita di chance*, in *Giur. it.*, 2019

Romagnoli, *Sub art. 110*, in *Il Testo Unico della Finanza*, a cura di M. Fratini-G. Gasparri, t. 2, Torino, 2012

Trevisan, *Danno da mancato lancio di opa: le questioni ormai risolte e i problemi ancora aperti*, in *Resp. civ. prev.*, 2014

Tucci, *Obbligo di offerta e responsabilità civile*, in *Riv. soc.*, 2007