

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DEL MOLISE
DIPARTIMENTO DI SCIENZE GIURIDICO-SOCIALI
E DELL'AMMINISTRAZIONE

STEFANIA RESCIGNO

Profili contrattuali delle offerte pubbliche di acquisto

Estratto da
ANNALI
3/2001



Edizioni Scientifiche Italiane

STEFANIA RESCIGNO

Profili contrattuali
delle offerte pubbliche di acquisto

SOMMARIO: 1. Natura giuridica dell'offerta pubblica di acquisto. - 2. L'irrevocabilità dell'offerta come requisito essenziale e inderogabile. - 3. L'ammissibilità di un'offerta condizionata. - 4. L'irrevocabilità delle adesioni e la formazione progressiva del contratto. - 5. Le ipotesi di riparto in caso di eccedenza di adesioni.

1. La disciplina delle offerte pubbliche di acquisto (Opa), contenuta nel Testo Unico dell'intermediazione finanziaria (*d.lgs.* 24 febbraio 1998 n° 58), avendo razionalizzato e semplificato la normativa previgente, costituisce il punto di arrivo di una complessa evoluzione legislativa.

Tra i numerosi profili degni di approfondimento di questo istituto si intendono esaminare in questa sede, in particolare, gli aspetti relativi a tali "offerte" più strettamente riconducibili al diritto dei contratti, evidenziandone i punti di contatto e le peculiarità rispetto alla disciplina civilistica¹.

Il punto di partenza per tale indagine è costituito dalla stessa definizione di offerta pubblica di acquisto fornita dall'art. 1, comma 1), lett. v), del T.U.F., secondo cui «*offerta pubblica di acquisto è ogni offerta, invito a offrire o mes-*

¹ La complessità del fenomeno delle Opa, che sembra sfuggire ad una loro adeguata ricostruzione, consiglierebbe, secondo alcuni, di considerarlo quale espressione del diritto dell'economia, di quella disciplina cioè, i cui connotati impongono la riconosciuta prevalenza del profilo di contenuto economico su quello tecnico giuridico: cfr. S. PESCATORE, *La struttura contrattuale delle offerte pubbliche di acquisto*, in «Rivista di diritto commerciale», 1975, I, p. 78, nota 13; P.A. SPITALERI, *La disciplina delle offerte pubbliche*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di A. PATRONI GRIFFI-M.SANDULLI-V. SANTORO, Torino, Giappichelli, 1999, p. 643.

saggio promozionale, in qualsiasi forma effettuati, finalizzati all'acquisto o allo scambio di prodotti finanziari...».

Tale definizione evidenzia una triplice tipologia di operazioni idonee a provocare l'applicazione della disciplina contenuta negli art. 102 ss. T.U.F.: le offerte in senso stretto, che sono vere e proprie proposte contrattuali di acquisto, nonché gli inviti a offrire ed i messaggi promozionali², che presentano carattere strumentale rispetto all'acquisto o allo scambio.

L'invito a offrire e il messaggio promozionale, infatti, si differenziano nettamente dall'offerta in quanto sono relativi ad una fase che precede la conclusione del contratto.

In particolare con l'invito ad offrire si intende la sollecitazione rivolta al pubblico a fare proposte contrattuali individuali aventi ad oggetto la vendita o lo scambio di prodotti finanziari, che dovranno essere a loro volta accettate da colui che ha effettuato l'invito.

I messaggi promozionali comprendono, in senso lato, ogni messaggio, ivi compresi gli annunci pubblicitari, che comportino, direttamente o indirettamente, una sollecitazione alla vendita o allo scambio di prodotti finanziari.

Alla luce delle suesposte considerazioni, pertanto, va rilevato che solo l'"offerta" presenta i caratteri della proposta contrattuale e quindi è vincolante per il soggetto che l'ha formulata, nel caso in cui venga accettata, mentre l'invito ad offrire e i messaggi promozionali si pongono in una fase precedente, relativa alle trattative contrattuali, che non è mai vincolante, comportando per il proponente il solo obbligo della buona fede nelle trattative³.

² C. MOSCA, *Obblighi degli offerenti e poteri interdittivi*, in *La disciplina delle società quotate nel Testo unico della finanza d.lgs. 24 febbraio 1998*, n. 58, a cura di P.C. MARCHETTI, L.A. BIANCHI, Milano, Giuffrè, 1999, p. 190.

³ Dal punto di vista dogmatico l'offerta al pubblico, al pari della proposta in *certum personam*, viene configurata come dichiarazione recettizia di volontà. Dall'assunto che l'offerta al pubblico non è che un tipo particolare di proposta contrattuale, caratterizzata soltanto dal fatto che il destinatario vi è indicato in modo indeterminato, deriva che i requisiti di forma e di sostanza dell'offerta al

Considerato che entrambe queste altre due fattispecie sfoceranno, in caso di esito positivo, nell'acquisto o nello scambio di prodotti finanziari, al fine di poter cogliere il senso e la portata dei connotati contrattuali dell'Opa è sufficiente delimitare l'ambito di indagine alla sola fattispecie dell'"offerta", quale manifestazione della volontà dell'offerente di concludere un contratto di acquisto o di scambio avente ad oggetto un determinato quantitativo di prodotti finanziari.

Orbene, al pari dei requisiti della proposta contrattuale secondo il diritto civile, è possibile ravvisare nell'"offerta", ai sensi dell'art. 1, co 1), lett. v) del T.U.F., i caratteri della completezza, dell'adeguatezza del suo contenuto ai fini della formazione del contratto e dell'impegnatività⁴. La proposta, così formulata e dalla quale è oggettivamente desumibile la volontà di vincolarsi a quel dato assetto di interessi, costituisce il nucleo di un futuro contratto che si concluderà con l'accettazione⁵. È sufficiente, infatti, la pura e semplice adesione affinché il contratto sia concluso.

pubblico dovranno essere quelli di qualsiasi proposta contrattuale. Dall'offerta al pubblico bisogna inoltre distinguere la cosiddetta *invitatio ad offerendum* o invito a offrire. Tale è l'iniziativa posta in essere da un eventuale contraente allo scopo di sollecitare una proposta contrattuale vera e propria da parte di alcuno dei soggetti cui l'invito è rivolto; l'iniziativa che, evidentemente, rappresenta una fase ben più preliminare e ipotetica nel complessivo processo di formazione del contratto. Mentre l'offerta è un atto giuridico (prenegoziale), l'invito a proporre non ha rilevanza giuridica, nel senso che nessun effetto ne consegue sul piano dei rapporti giuridici e nessuna modificazione della situazione giuridica preesistente ne può derivare.

Tale distinzione, nella pratica, ha grande importanza perché può risultare incerto se, aderendo all'invito, si rimanga obbligati dovendosi considerare l'adesione come accettazione, ovvero si divenga, a propria volta, proponenti di un contratto, sia pure con riferimento al precedente invito; cfr. C. MIRIELLO, *Tra offerta al pubblico e invito a proporre: orientamenti giurisprudenziali e dottrinali in merito alle ipotesi controverse*, in «Contratto e impresa», 2000, p. 1125.

⁴ R. SACCO, *La conclusione dell'accordo*, in *I contratti in generale*, a cura di E. GABRIELLI, Torino, Utet, 1999, p. 98.

⁵ F. MESSINEO, *Il contratto in genere*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da A. CICU F. MESSINEO, XXI, t. 2, Milano, Giuffrè, 1987, p. 747.

2. Un connotato caratteristico dell'“offerta”, sancito dall'art. 103 comma 1°, T.U.F., è la sua irrevocabilità, cui si affianca la nullità di ogni clausola contraria. La disposizione è analoga a quella dettata precedentemente dall'art. 17 della legge n° 149 del 1992 per le offerte pubbliche di acquisto o scambio aventi ad oggetto titoli quotati con diritto di voto. L'irrevocabilità è un requisito essenziale e indefettibile dell'“offerta”, la cui mancanza pregiudicherebbe il significato e la funzione stessa dell'operazione⁶.

La revocabilità dell'offerta esporrebbe, infatti, il mercato al rischio di “manovre speculative spericolate”, che potrebbero comprometterne la stabilità ed il corretto funzionamento⁷.

La specificità dell'offerta pubblica di acquisto di prodotti finanziari impone un'attenta considerazione del momento a partire dal quale si applica la regola dell'irrevocabilità. Sotto il vigore della precedente disciplina si era al riguardo sostenuto che “l'offerta” potesse essere revocata fino al momento della pubblicazione del documento informativo⁸. Prima di tale data, infatti, la proposta non poteva an-

⁶ Si vedano in tal senso le affermazioni di G. CASTELLANO, *Le offerte pubbliche di acquisto: i problemi non risolti dalla legge di riforma*, in «Giurisprudenza Commerciale», 1975, I, p. 15; ID., *Una proposta seria sulle OPA*, in «Giurisprudenza Commerciale», 1975, I, p. 698; G. NICCOLINI, voce: “Offerta pubblica di acquisto”, in *Enciclopedia del diritto*, XXXIX, Milano, Giuffrè, 1979, p. 768; R. WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. COLOMBO-C.B. PORTALE, X, Torino, Utet, 1993, p. 530.

⁷ G. CASTELLANO, *Le offerte pubbliche di acquisto, i problemi non risolti della legge di riforma*, cit. p. 15, secondo cui “la tecnica, molto semplice, è già delineata: curi lo speculatore di procurarsi azioni di una certa società, quindi provveda a lanciare un'offerta pubblica di acquisto, approfittando poi dell'inevitabile lievitazione dei costi durante l'offerta, si determini a vendere titoli precedentemente acquistati ricavandone lucro, ciò fatto renda pubblica la revoca dell'offerta prima della scadenza del termine”.

⁸ E. PEDERZINI, *Art. 17, Legge 18 febbraio 1992, n. 149*, in *Commentario sulla disciplina delle offerte pubbliche di vendita, di sottoscrizione, di acquisto e scambio di titoli*, a cura di R. COSTI, in «Le nuove leggi civili commentate», 1997,

cora considerarsi rivolta al pubblico, in quanto era sottoposta al vaglio della Consob, alla quale spettava il compito di verificare la corrispondenza tra l'informazione contenuta nel documento informativo, sottoposto al suo esame, e quanto richiesto negli schemi di documento di offerta predisposti dalla normativa secondaria. Nella nuova disciplina, ai sensi dell'art. 37 del Regolamento Consob⁹, coloro che effettuano un'offerta pubblica di acquisto o di scambio ne danno comunicazione alla Consob allegando il documento di offerta e la scheda di adesione; dell'intervenuta comunicazione è data, senza indugio, notizia mediante un comunicato al mercato e contestualmente all'emittente. Il comunicato indica gli elementi essenziali dell'offerta, le finalità dell'operazione, le garanzie che vi accedono, le modalità di finanziamento e le eventuali condizioni dell'offerta.

Se si effettua una comparazione con l'istituto civilistico dell'offerta al pubblico (art. 1336 c.c.), che ricorre nel momento in cui sono resi noti al pubblico gli estremi essenziali del contratto che si intende concludere, l'"offerta" può dirsi irrevocabile sin dal momento in cui viene effettuato il comunicato al mercato e all'emittente.

Non va, però, tralasciato che, ai sensi dell'art. 102, comma 2° del T.U.F., la Consob può, a seguito di verifica del documento di offerta, indicare all'offerente informazioni integrative da fornire nonché particolari garanzie da prestare. Benché non sembri ragionevole ritenere irrevocabile

p. 368; DE GIOIA-CARABELLESE, *Opa e irrevocabilità dell'impegno dell'offerente*, in «Contratti», 2000, p. 497.

⁹ L'art. 37 del Regolamento Consob n. 11971/99 è stato recentemente modificato con delibera Consob del 22 maggio 2001, n. 13130. La modifica segue la complessa vicenda relativa all'o.p.a.s. di Generali su Ina. Tra i vari e delicati profili problematici che l'operazione ha evidenziato, l'attenzione degli operatori e dell'opinione pubblica si è maggiormente incentrata sul profilo relativo alla disciplina della fase di avvio dell'operazione di offerta pubblica di acquisto. Per un maggiore approfondimento cfr. G. PRESTI-M. RESCIGNO, *La decorrenza della passivity Rule tra delegificazione e sindacato giurisdizionale*, in «Banca borsa e titoli di credito», 2000, II, p. 133.

l'offerta qualunque siano le modifiche o integrazioni richieste dall'Autorità di vigilanza¹⁰, se così fosse, infatti, verrebbe ingiustamente coartata la libertà di contrarre dell'offerente, tuttavia, attribuire all'offerente la possibilità di ritirare l'offerta vanificherebbe, senza dubbio, il contenuto dell'art. 103 T.U.F. pregiudicando l'interesse primario del mercato all'informazione¹¹.

Va, pertanto, affermato che la regola dell'irrevocabilità deve applicarsi sin dal momento della comunicazione al mercato e all'emittente, e che, nonostante l'evidente deroga alle regole di diritto comune – che consentono la revoca della proposta fino al momento della conclusione del contratto (art. 1328 c.c.) – è ugualmente possibile ricondurre l'"offerta" alla disciplina dell'offerta al pubblico di cui all'art. 1336 c.c.. Non vi è dubbio, infatti, che il procedimento di "offerta" inizi con la comunicazione all'emittente e al mercato, senza bisogno di attendere la pubblicazione del documento di offerta, e che sin dal momento della comunicazione l'offerente può ritenersi impegnato. Si deve, inoltre, considerare che per questo tipo di "offerta", che tende a favorire particolari schemi di contrattazione e che si caratterizza per essere rivolta ad un destinatario indeterminato, l'irrevocabilità assume valore secondario¹².

¹⁰ Secondo V. SALAFIA, *Il procedimento per il lancio di un'o.p.a.*, in «Società», 1999, p. 393, la prima comunicazione non priverebbe il soggetto che l'ha effettuata del potere di revocare l'offerta.

¹¹ Va, infatti, considerato non conforme a correttezza ogni comportamento dell'offerente che abbia come effetto quello di interrompere il procedimento di Opa dopo che questa è stata deliberata dall'organo sociale competente e resa pubblica. Tale principio è desumibile dall'art. 103, comma 4°, lett. b) T.U.F., ma soprattutto dalla considerazione che, se l'offerta è irrevocabile, il comportamento dell'offerente per essere conforme a buona fede deve essere tale da non comportare l'arresto del procedimento. In questo senso L.G. PICONE, *Le offerte pubbliche di acquisto*, Milano, Giuffrè, 1999, p. 123.

¹² R. SCOGNAMIGLIO, *Contratti in generale*, in *Trattato di diritto civile*, diretto da G. GROSSO e F. SANTORO PASSARELLI, Milano, 1966, p. 187; A. DI MAIO, voce *Offerta al pubblico*, in *Enciclopedia del diritto*, XXIX, Milano, Giuffrè, 1979, p. 754 ss.; P. FORCHIELLI, "L'offerta al pubblico", in *Novissimo Digesto Italiano*,

Ciò che rileva, infatti, è la funzione a cui l'irrevocabilità mira e non la circostanza in sé della irretrattabilità dell'offerta; in altri termini, sono le modalità con le quali questa dichiarazione dà avvio al procedimento di formazione del contratto a qualificarla, non già la possibilità della sua revoca.

Tali considerazioni consentono di aderire alla posizione assunta da parte della dottrina dominante, che riconduce l'"offerta" prevista dalla disciplina in esame nella più ampia categoria dell'offerta al pubblico (art. 1336 c.c.)¹³.

L'unica voce discordante è quella che assimila l'"offerta" alla promessa al pubblico, proprio in ragione della irrevocabilità e vincolatività della stessa, elementi questi essenziali per poter assicurare nel corso dell'operazione il rispetto del principio di parità di trattamento dei titolari degli strumenti finanziari oggetto dell'offerta¹⁴. L'identificazione con l'irrevocabilità della promessa al pubblico, prevista dall'art. 1989 c.c., che muove dall'esigenza di impedire all'offerente una revoca discrezionale della propria dichiarazione – disciplinata soltanto dall'ormai abrogato art. 18 della legge n. 216 del 1974 – è stata considerata da un orientamento dottrinale¹⁵, la più adeguata a delineare i contorni dell'operazione nella quale si sostanzia l'"offerta" ed a consentirne la qualificazione in termini giuridici.

XI, Torino, Utet, 1968, p. 763; G. DOSSETTI, *Lo schema della promessa al pubblico e i concorsi privati* in «Rivista di diritto civile», 1972, p. 429.

¹³ Soluzione accolta dalla quasi totalità della dottrina italiana; G. CASTELLANO, *Le offerte pubbliche di acquisto*, cit., p. 698; G. NICCOLINI, voce "offerta pubblica di acquisto", cit., p. 768; S. PESCATORE, *La struttura contrattuale delle offerte pubbliche*, cit., p. 80. Si veda inoltre Tribunale Roma 8 marzo 2001, in «Le Società», 2001, p. 959.

¹⁴ La tesi è stata recentemente riproposta da A. DE BLASIO, *La legge italiana sulle opa, e le normative europee ed USA*, Milano, Giuffrè, 1994, p. 63.

¹⁵ Cfr., A. DE BLASIO, *La legge italiana sulle Opa*, cit., p. 70: "La legge italiana 18 febbraio 1992 n° 149 stabilisce espressamente che l'opa è irrevocabile e questa circostanza unita al fatto che la promessa al pubblico è irrevocabile anch'essa (art. 1989 c.c.), mentre la proposta è revocabile (art. 1336 c.c.), contribuisce ad essere un tassello determinante in favore di una ricostruzione della situazione contrattuale dell'opa in termini di promessa".

Tuttavia, in seguito all'analisi dei due istituti, l'offerta al pubblico e la promessa al pubblico¹⁶, ed alla comparazione degli stessi con l'"offerta" di cui all'art. 1, comma 1° , lett. v), del T.U.F., si può agevolmente rilevare come quest'ultima, o più precisamente la proposta in essa contenuta, sia più appropriatamente assimilabile allo schema contrattuale di cui all'art. 1336 c.c..

In particolar modo, superando l'indeterminatezza dei soggetti beneficiari, quale elemento comune alle varie fattispecie menzionate, va considerato che l'offerta al pubblico si caratterizza per essere una proposta contrattuale, dunque "un moncone di negozio"¹⁷, ed uguale carattere presenta "l'offerta" in assenza di accettazioni; la promessa al pubblico ha, invece, natura di negozio unilaterale, come tale, già perfetto e fonte di obbligazioni non appena reso pubblico¹⁸.

3. Tra le modalità di svolgimento dell'Opa, rilevanti sul piano del diritto dei contratti e la cui individuazione viene rimessa al Regolamento emittenti, particolare rilievo assume la questione della possibilità di sottoporre a condizioni l'offerta¹⁹. Se nella legge n. 149 del 1992 il problema veniva risolto alla luce del principio dell'irrevocabilità dell'offerta, il T.U.F. scinde la soluzione dei due problemi, ribadendo con forza, da un lato, il principio della irrevocabilità dell'offerta, ma evitando, dall'altro, di dare indicazioni riguardo alla sua sottoposizione a condizioni.

¹⁶ R. SACCO, *Il contratto*, in *Trattato di diritto civile*, fondato da F. VASSALLI, Torino, Utet, 1975, p. 39 ss.; A. DI MAIO, "Offerta al pubblico", cit., p. 764 ss.; C.M. BIANCA, *Diritto civile*, III, *Il contratto*, Milano, Giuffrè, 1984, p. 256.

¹⁷ L'espressione utilizzata è di G. BRANCA, *Delle promesse unilaterali*, in *Commentario al codice civile*, a cura di Zanichelli, A. SCIALOJA, F. BRANCA, Bologna, Roma, Soc. ed. del Foro Italiano, 1974, p. 45.

¹⁸ P. FORCHIELLI, voce "Offerta al pubblico", cit., p. 764; R. SCOGNAMIGLIO, *Dei contratti in generale*, cit., p. 191; F. MESSINEO, *Il contratto in genere*, cit., p. 322; G. MIRABELLI, *Delle obbligazioni*, *Dei contratti in generale*, in *Commentario del codice civile*, Torino, Utet, 1980, p. 104.

¹⁹ Alle condizioni di efficacia viene dato particolare rilievo nel documento d'offerta, in quanto esse devono essere indicate nelle avvertenze iniziali.

La questione è stata affrontata dalla Consob, in quanto l'art. 40 del Regolamento emittenti ha ritenuto di consentire in via generale la possibilità di apporre condizioni all'offerta, ponendo il solo vincolo che l'efficacia della stessa non venga sottoposta a condizioni il cui verificarsi dipenda dalla mera volontà dell'offerente²⁰.

Il non riconoscere cittadinanza alle condizioni meramente potestative è ricollegabile all'esigenza di garantire la serietà dell'"offerta", impedendo l'inserimento di clausole che di fatto rimettano alla volontà dell'offerente l'insindacabile caducazione della proposta, contraddicendo in radice la sua irrevocabilità.

Si tratta di stabilire, a questo punto, il grado di autonomia contrattuale concesso dall'ordinamento all'offerente e di valutare la possibilità per lo stesso di subordinare l'efficacia dell'offerta pubblica di acquisto al verificarsi di condizioni sospensive o risolutive che non siano meramente potestative²¹.

L'art. 103 del T.U.F. afferma che ogni clausola contraria all'irrevocabilità è nulla. Tale disposizione è chiaramente rivolta alla Consob, affinché nella valutazione delle condizioni predisposte dall'offerente non si limiti ad una verifica di carattere meramente formale del tenore letterale delle stesse, ma ne valuti la portata e l'incidenza sullo svolgimento dell'intera operazione. Ciò significa che la Consob dovrà respingere tutti quei prospetti di offerte pubbliche di acquisto che, anche

²⁰ La scelta della Consob appare condivisibile in quanto esclude solo quelle condizioni che possono consentire l'elusione del principio dell'irrevocabilità. In tal modo vengono fugate le preoccupazioni che erano state espresse sotto il vigore della precedente legge, senza tuttavia compromettere la possibilità di apporre condizioni all'Opa, le quali nella maggior parte dei casi, assolvono ad una funzione positiva e non elusiva: cfr., F. CANNELLA, *Svolgimento dell'offerta*, in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della finanza d.lgs. 24 febbraio 1998*, n. 58, cit., p. 243.

²¹ L. BARBIERA, *Riflessi della legge sulle offerte pubbliche aventi ad oggetto valori mobiliari sulla libertà contrattuale dei soggetti interessati alle offerte sull'autonomia statutaria delle s.p.a. quotate nei mercati regolamentati*, in «Banca, borsa e titoli di credito», 1995, 1, p. 577.

in modo indiretto, attribuiscono all'offerta il carattere della revocabilità a discrezione dell'offerente²². La circostanza che rende maggiormente fondato il pericolo dell'insinuarsi di una condizione sotto le vesti di una facoltà di revoca è quella in cui l'evento dedotto nella prima consiste in tutto o anche solo in parte nel fatto volontario dell'offerente²³.

Diverso è il caso in cui una clausola faccia dipendere il prodursi di taluni effetti, legati a singoli elementi negoziali, dal verificarsi o dal non verificarsi di un determinato evento. Così, ad esempio, si possono ipotizzare prospetti che, prevedendo una forma di alternatività tra l'offerta pubblica di acquisto, di scambio, o di acquisto e scambio, e legandola al verificarsi di un evento futuro e incerto, sottopongono a condizione non già l'offerta, ma un elemento dell'intera operazione, in questo caso il corrispettivo²⁴.

Può inoltre ammettersi che venga sottoposto a condizione l'oggetto stesso dell'offerta, per cui all'avverarsi o al non avverarsi di un determinato evento si riconnette l'acquisto di un ammontare diverso di strumenti finanziari, ovvero che l'offerta sia condizionata al raggiungimento di un quantitativo minimo di adesioni. In tali ipotesi non si violerà il principio dell'irrevocabilità: l'apposizione di una condizione a singoli elementi negoziali dell'offerta deve ritener-

²² E. PEDERZINI, *Art. 17, Legge 18 febbraio 1992*, n. 149, cit., p. 374; R. WEIGMANN, *Le offerte pubbliche*, cit., p. 516.

²³ "Deve ritenersi che, anche se l'apposizione di una condizione risolutiva non meramente potestativa non importa attribuzione all'offerente di un diretto potere decisionale sulla sorte del contratto, essa presenta comunque un elevato grado di pericolosità e ciò in considerazione della immediata corrispondenza tra la decisione della parte in ordine al compimento di un atto e la caducazione dell'offerta pubblica". E. PEDERZINI, *Art. 17, Legge 18 febbraio 1992*, n. 149, cit., p. 374. Per l'affermazione della sostanziale riconducibilità della condizione risolutiva meramente potestativa alla concessione di un potere di revoca o di recesso, si vedano: D. BARBERO, voce "Condizione", in *Novissimo Digesto Italiano*, III, Torino, Utet, 1967, p. 1103; P. RESCIGNO, voce "Condizione", in *Enciclopedia del diritto*, VIII, Milano, Giuffrè 1961, p. 769.

²⁴ R. WEIGMANN, *Le offerte pubbliche*, cit., p. 517; cfr. E. PEDERZINI, *Art. 17 Legge 18 febbraio 1992*, n. 149, cit., p. 375.

si ammissibile, in quanto ad essa è subordinata la definitiva efficacia dell'offerta e non la sua revocabilità in caso di mancata verifica.

La possibilità, quindi, di individuare precisi limiti alla libertà di condizionare l'offerta è legata non solo alla natura della condizione apposta (causale, potestativa o mista), ma anche all'elemento o agli elementi che risultano condizionati dalla stessa.

Pertanto se può ammettersi la possibilità di condizionare alcuni elementi negoziali dell'offerta al verificarsi di determinati eventi, deve senza dubbio escludersi la sottoponibilità a condizione dell'efficacia dell'intera operazione di offerta pubblica di acquisto, in quanto se così non fosse verrebbe pregiudicato il principio irrinunciabile di certezza per i destinatari della stessa.

4. Ai sensi dell'art. 40, comma 6°, del Regolamento Consob, l'adesione all'offerta ha luogo tramite la sottoscrizione della scheda di adesione «presso l'offerente stesso, ovvero gli intermediari incaricati e i depositari abilitati alla prestazione di servizi di investimento»²⁵.

A differenza del regime previgente, in assenza di uno schema predisposto a riguardo dalla Consob, la scheda di adesione non è sottoposta a peculiari forme. Il contratto deve considerarsi concluso nel momento e nel luogo in cui l'offerente ha avuto notizia dell'accettazione dell'altra parte. (art. 1326, c.c.)²⁶.

²⁵ Ai sensi dell'art. 40 Reg., testo integrato con le modifiche apportate dalla delibera Consob n. 13130 del 22 maggio 2001, il periodo di adesione è concordato con la società di gestione del mercato o, nel caso di strumenti finanziari non quotati con la Consob: tra un minimo di 25 e un massimo di 40 giorni per le offerte effettuate ai sensi degli artt. 106 comma 4° e 107 del T.U.F.; tra un minimo di 15 e un massimo di 25 per le altre offerte. La Consob, sentiti l'offerente e la società di gestione del mercato, può, con provvedimento motivato da esigenze di corretto svolgimento dell'offerta e di tutela degli investitori prorogarne la durata fino a un massimo di 45 giorni.

²⁶ C.M. BIANCA, *Diritto civile*, III, cit. p. 218.

Un primo requisito che deve caratterizzare l'accettazione, affinché il contratto possa concludersi, è la sua uniformità alla proposta. L'adesione deve appunto essere interamente conforme alla proposta, in quanto, ai sensi dell'art. 1326 c.c., un'accettazione che modifica o integra il contenuto della proposta ha il valore di nuova proposta o controproposta.

Può verificarsi che l'accettazione e quindi la sottoscrizione del modulo di adesione, per quanto conforme, sia accompagnata da clausole o riserve: in questo caso, essendo difforme, seppure in qualche punto, dall'offerta, non costituirà atto formativo del contratto.

L'accettazione deve, inoltre, essere tempestiva, cioè deve pervenire entro il termine fissato nella proposta; l'adesione tardiva è inefficace. Tale inefficacia consegue alla caducazione dell'offerta, in quanto questa ha durata limitata nel tempo.

L'accettazione è, altresì, irrevocabile²⁷, e ciò si giustifica in quanto l'esercizio del potere di ritirare discrezionalmente la propria dichiarazione di volontà è incompatibile con le finalità ed i caratteri dell'operazione nel suo complesso²⁸.

Nell'assetto negoziale che si va componendo, infatti, ogni singola adesione, in quanto antecedente necessario della successiva, concorre con la stessa rilevanza giuridica di tutte le altre alla formazione del contratto. Orbene, il principio di irrevocabilità dell'atto di adesione all'"offerta" deve riconoscersi proprio nell'esigenza che ciascuna delle ma-

Nel caso dell'Opa va tuttavia analizzato se per accettazione debba intendersi quella del singolo aderente, ovvero la somma delle varie accettazioni che consentano il raggiungimento del quantitativo di prodotti finanziari richiesti dall'offerente.

²⁷ Si veda, relativamente alla disciplina civilistica, R. SCOCNAMIGLIO, *Contratti in generale*, cit., p. 102.

²⁸ L'unica eccezione al richiamato principio di irrevocabilità è quella prevista dall'art. 44, comma 8°, del Regolamento emittenti, che in caso di offerta concorrente o di rilancio consente al destinatario dell'offerta di modificare la volontà di adesione.

nifestazioni di volontà presenti un carattere di definitività e stabilità ai fini del perfezionamento dell'accordo.

La lettura unitaria della complessa operazione in cui si sostanzia l'"offerta" induce a negare che ciascuna adesione perfezioni un distinto autonomo contratto tra offerente ed oblatore e consente di ravvisare, piuttosto, una fattispecie a formazione progressiva nella quale alla proposta di un affare unitariamente inteso, di acquisto di un ammontare determinato di prodotti finanziari, non può che corrispondere una accettazione altrettanto unitaria e globale, costituita al suo interno dalla sommatoria delle adesioni dei destinatari dell'offerta²⁹.

A ciascuna adesione va, pertanto, assegnata la funzione di presupposto necessario ed imprescindibile della successiva, in una sequenza progressiva in forza della quale si raggiunga il quantitativo di "prodotti finanziari" richiesto nell'offerta; le singole accettazioni si pongono, pertanto, come momenti di una sequenza procedimentale tesa al perfezionamento del negozio³⁰.

L'imposizione del principio dell'irrevocabilità dell'accettazione consente, dunque, di collocare le dichiarazioni di volontà, che promanano dai singoli aderenti all'offerta, in una prospettiva nella quale è il loro sovrapporsi e combinarsi, sino al raggiungimento del quantitativo di titoli richiesto, a condurre alla formazione dell'accettazione in quanto tale.

L'attribuzione della natura di accettazione in senso tecnico soltanto all'insieme delle adesioni unitariamente considerate e non già alle singole dichiarazioni di volontà, consente di ricondurre senza forzature l'opposta regola della revocabilità in presenza di offerte concorrenti o di rilancio ai principi generali in tema di formazione del contratto.

Se, infatti, l'adesione del singolo non perfeziona un di-

²⁹ S. PESCATORE, *La struttura contrattuale*, cit. p. 75 ss.

³⁰ In senso contrario a questa ricostruzione si veda A. DE BLASIO, *La legge italiana sulle Opa*, cit., p. 65.

stinto accordo traslativo con l'offerente, nulla vieta che quella manifestazione di volontà – in via di principio irrevocabile – possa successivamente, ricorrendo le condizioni tassativamente indicate dalla legge, essere ritirata³¹. A seguito di tale ricostruzione la singola adesione presenterà il carattere della revocabilità al pari dell'accettazione delineata dall'art. 1326 c.c., mentre l'accettazione, intesa come complesso di adesioni all'offerta, sarà irrevocabile per le accennate esigenze strutturali di stabilità e definitività dell'intera operazione.

Tale ricostruzione muove dalla considerazione del contenuto economico dell'intera operazione, nonché dall'esigenza di certezza che deve caratterizzare la formazione del negozio. La netta distinzione tra la fase strumentale e quella conclusiva dell'operazione rileva soprattutto in relazione al momento perfezionativo dell'"offerta". Determinare con esattezza, infatti, il momento a partire dal quale si dispieghino gli effetti del contratto avente ad oggetto i prodotti finanziari della società bersaglio significa individuare il momento nel quale avvengono il trasferimento della proprietà, il passaggio del rischio relativo all'oggetto del contratto e, soprattutto, il subingresso dell'acquirente nella posizione del suo dante causa e quindi nel complesso dei diritti e degli obblighi del socio verso la società.

L'individuazione del momento perfezionativo del contratto presenta, dunque, una posizione di centralità soprat-

³¹ In proposito è da segnalare che appare comunque necessario porre in essere la revoca del precedente atto di adesione, non essendo previsto che l'adesione all'offerta concorrente o al rilancio comporti di per sé una revoca del precedente; l'art. 44, co. 8° del Regolamento Consob, anzi prevede espressamente che le precedenti adesioni sono revocabili. Va altresì rilevato che poiché all'investitore o all'intermediario potrebbe sfuggire la necessità di operare la revoca di una precedente adesione, non è da escludere l'insorgere di un conflitto tra offerenti che rivendichino entrambi il legittimo acquisto del medesimo strumento finanziario, così come può prospettarsi un problema di responsabilità dell'investitore o dell'intermediario, nei confronti di chi abbia fatto affidamento sull'adesione.

tutto in relazione alla soluzione dei possibili problemi concernenti l'aderente all'offerta e i suoi rapporti con la società e l'offerente, in particolar modo in tema di esercizio dei diritti sociali.

Alla luce di quanto sinora affermato l'accordo può dirsi realizzato solo allorquando l'offerente venga a conoscenza dell'ultima adesione, di quella cioè che consente il raggiungimento del quantitativo di prodotti finanziari richiesto³².

Mentre, infatti, le adesioni anteriori sono sottoposte al verificarsi dell'evento futuro ed incerto del raggiungimento dell'ammontare di prodotti finanziari richiesto, l'ultima, non essendo sottoposta a condizionamenti, sarebbe perfezionativa dell'intera operazione.

5. Alla ricostruzione dell'adesione all'offerta così effettuata va affiancata l'ipotesi in cui all'offerente pervenga un numero di adesioni inferiore o superiore rispetto a quello richiesto. In tal caso si deve considerare che l'offerta contrattuale, oggetto di accettazione, non contiene soltanto la richiesta dell'esatto ammontare dei titoli necessari per condurre a compimento l'operazione, ma è arricchita della facoltà dell'offerente di rendersi acquirente di un quantitativo di titoli pervenuto in misura inferiore o superiore a quello indicato³³.

In particolare, la previsione della facoltà per l'offerente di acquistare un quantitativo di titoli superiore rispetto a quello richiesto, assente nell'attuale testo normativo, era presente nell'art. 20 della legge 18 febbraio 1992 n° 149. Si può tuttavia ritenere che tale facoltà sia ugualmente esercitabile, in ragione della analogia tra la fattispecie di "offerta" in esame e l'offerta al pubblico di cui all'art. 1326 c.c.,

³² "Ad una proposta di natura unitaria e globale fa riscontro un'accettazione, combinazione delle molteplici adesioni, altrettanto unitaria e globale" cfr. S. PESCATORE, *La struttura contrattuale*, cit. p. 85.

³³ Sul punto si veda S. PESCATORE, *La struttura contrattuale*, cit. p. 83.

pertanto le adesioni per un ammontare di prodotti finanziari maggiore rispetto a quello richiesto, valgono come nuova proposta contrattuale rivolta da parte dell'oblato nei confronti dell'originario offerente che ha, a sua volta, la facoltà di accettare o meno.

Potrebbe inoltre verificarsi che l'originario offerente decida di acquistare prodotti finanziari in misura maggiore rispetto all'indicazione originaria, ma senza soddisfare la totalità delle adesioni degli oblati. Tale operazione, tuttavia, non è possibile, sia per ragioni di carattere letterale, che di ordine sistematico e logico. Una volta, infatti, che si sono realizzate adesioni per un quantitativo di prodotti finanziari eccedente rispetto all'originaria offerta, queste costituiranno una nuova proposta contrattuale che necessita di una accettazione conforme ai fini del perfezionamento del contratto. Inoltre, precludere all'offerente la possibilità di acquistare prodotti finanziari in misura diversa dall'indicazione originaria, ma senza soddisfare la totalità degli aderenti, è una soluzione che appare preferibile anche in ragione della tutela dell'interesse degli oblati.

Nell'ipotesi in cui l'offerente non sia disposto ad acquistare prodotti finanziari per un ammontare pari alle adesioni all'offerta occorre operare un riparto³⁴.

In considerazione dell'importanza di garantire a ciascun risparmiatore la conoscibilità del meccanismo di riparto, il Regolamento Consob sugli emittenti ha previsto che il documento contenente le informazioni relative all'offerta indichi i criteri di riparto.

Diversi sono i criteri di riparto ipotizzabili: infatti si potrebbe propendere per un criterio di riparto cronologico, in forza del quale prevalgono coloro che per primi hanno ac-

³⁴ Cfr. R. WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, cit., p. 419; il quale afferma che tale soluzione era prospettata dall'art. 20 della legge n° 149 del 1992 e accolta dalla grande maggioranza degli ordinamenti che hanno regolato a livello legislativo la materia delle offerte pubbliche di acquisto.

cettato l'offerta. Non è, però, sempre agevole una valutazione di ordine cronologico, né essa è univocamente riscontrabile; inoltre, l'attribuire rilevanza al criterio *prior in tempore potior in iure* incoraggerebbe la corsa dell'aderente alla conclusione del contratto, eludendo le esigenze di approfondimento e di ponderazione da parte dello stesso, tenute costantemente presenti dal legislatore³⁵.

Un altro criterio di riparto utilizzato per assicurare una soluzione che sia certa ed equa è il criterio quantitativo³⁶, in forza del quale prevalgono coloro che hanno depositato il maggior numero di prodotti finanziari o coloro che sono portatori del resto più elevato. Quest'ultimo modo di operare del criterio quantitativo appare preferibile alla luce della considerazione che la soluzione opposta, ossia la prevalenza del maggior numero di prodotti finanziari, costituirebbe un'alterazione della regola della proporzionalità a vantaggio dei risparmiatori maggiormente coinvolti nell'operazione. Inoltre, in caso di più aderenti all'offerta che abbiano ottenuto lo stesso resto dovrà farsi ricorso al criterio sussidiario del maggior quantitativo di titoli depositati, e in caso di ulteriore parità, al criterio temporale.

Tra i criteri più utilizzati in pratica vi è il riparto proporzionale³⁷, in virtù del quale l'offerente sarà tenuto ad acquistare da ciascun oblato un numero di prodotti finanziari proporzionale rispetto a quelli presentati.

³⁵ Si pensi alla complessità del contenuto del documento dell'offerta.

³⁶ Altri criteri di riparto sono il criterio causale, in forza del quale prevalgono coloro che rispondono a determinati requisiti oggettivamente prefissati, oppure la riduzione proporzionale tra i vari aventi diritto con la formazione di una comunione incidentale tra gli stessi.

³⁷ L'unico criterio di riparto che assicura il rispetto delle finalità perseguite dall'art. 103 del T.U.F. è il criterio proporzionale. Tale criterio, infatti, consente a tutti gli azionisti di dimettere le partecipazioni possedute in uguale misura. È quanto ha avuto modo di chiarire la Consob in occasione di un'Opa di acquisto parziale avente ad oggetto titoli non quotati, che prevedeva per il riparto la possibilità di acquistare da tutti gli azionisti un numero predeterminato di azioni e di procedere all'applicazione del criterio proporzionale solo successivamente per l'acquisto delle azioni residue. In «Consob informa» del 1 febbraio 1999, n. 5/99.

Tale soluzione può essere prospettata considerando il contratto di acquisto di prodotti finanziari tra offerente e aderente all'offerta per quantitativi proporzionalmente ridotti già concluso al momento in cui la singola accettazione giunge nella sfera dell'offerente, ma sottoposto alla condizione sospensiva del mancato acquisto integrale, da parte dello stesso offerente originario, di tutti i prodotti finanziari per i quali è stata originariamente accettata l'offerta. Tale lettura comporta che, fino a quando il termine non sia decorso, ogni esecuzione del contratto resta sospesa; inoltre, in pendenza della condizione vi è l'obbligo di entrambe le parti, offerente e aderenti, di comportarsi secondo buona fede (art. 1358 c.c.).

La conclusione che si ritiene di poter trarre, dai profili esaminati, è che l'"offerta" (quale modalità di svolgimento dell'Opa) costituisce una tecnica negoziale tra le più sofisticate che su di uno sfondo normativo, nel quale campeggiano gli istituti civilistici, realizza un'operazione economica finalizzata all'acquisizione di prodotti finanziari sul mercato dei capitali.

Dalla ricostruzione effettuata discende che il procedimento negoziale si snoda attraverso un complesso *iter* procedimentale, suddiviso in una serie di fasi necessarie, la cui successione consente di pervenire alla stipulazione di un valido contratto di compravendita. L'*iter* inizia con la proposta contrattuale, rivolta indistintamente *in incertam personam* dall'offerente, raccolta in un documento reso pubblico, contenente gli estremi essenziali del contratto alla cui conclusione la proposta è diretta; prosegue con le adesioni degli oblati, i quali accettano incondizionatamente la proposta contrattuale, e termina – in caso di successo – con il passaggio di proprietà degli strumenti finanziari oggetto dell'offerta e il pagamento del corrispettivo³⁸.

³⁸B. QUATRARO-L.G. PICONE, *Le offerte pubbliche di acquisto e scambio*, Milano, Giuffrè, 2000, p. 3.

La fattispecie civilistica cui è stata ricondotta questa complessa sequenza procedimentale, sebbene "l'offerta" presenti delle peculiarità proprie, è costituita dall'offerta al pubblico (art. 1336 c.c.).

Orbene, va senza dubbio rilevato che la cornice normativa dell'Opa è costituita dal T.U.F., che è norma primaria e speciale rispetto alla normativa civilistica. In questa sede si è tentato, tuttavia, di dimostrare come sia possibile ricorrere, laddove la disciplina primaria lo consente, ad una integrazione con la disciplina codicistica.

Il costante richiamo ad elementi contrattualistici e l'utilizzazione degli stessi in via sussidiaria consentono, infatti, una lettura organica ed unitaria dell'istituto.

La ricostruzione in chiave contrattualistica dell'intera operazione economica ha inteso evidenziare la funzionalizzazione e l'utilizzazione di schemi negoziali e l'adeguamento degli stessi al sistema economico dei mercati finanziari, con costante e coerente riguardo alle esigenze tutelate dal nuovo assetto normativo.