



Recopilación de la Jurisprudencia

CONCLUSIONES DEL ABOGADO GENERAL
SR. NILS WAHL
presentadas el 15 de marzo de 2017¹

Asunto C-206/16

**Marco Tronchetti Provera SpA y otros
contra
Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob)**

[Petición de decisión prejudicial planteada por el Consiglio di Stato (Consejo de Estado, Italia)]

«Derecho de sociedades — Directiva 2004/25/CE — Protección de los intereses de los accionistas minoritarios en relación con ofertas públicas de adquisición — Artículo 5, apartado 4 — Concepto de “claramente determinados” — Disposiciones nacionales que permiten a la autoridad supervisora modificar el precio propuesto en la oferta pública de adquisición — Colusión entre el oferente o las personas que actúen de concierto con él y uno o varios vendedores»

1. La presente petición de decisión prejudicial versa sobre la correcta interpretación del artículo 5, apartado 4, de la Directiva 2004/25/CE.² Esta disposición permite a los Estados miembros autorizar a su autoridad nacional de supervisión en el ámbito de los valores a modificar el precio propuesto en una oferta pública de adquisición obligatoria presentada conforme a la citada Directiva. Sin embargo, dicha Directiva exige que dichas medidas se lleven a cabo de una forma que haya sido «claramente determinad[a]».

2. En el litigio principal, el Consiglio di Stato (Consejo de Estado, Italia) expresa sus dudas acerca de si puede considerarse que la posible aplicación de la normativa italiana por la que se adapta el Derecho interno a la citada Directiva, que autoriza a la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Comisión Nacional del Mercado de Valores; en lo sucesivo, «Consob») —la autoridad nacional de supervisión italiana— a aumentar el precio propuesto en una oferta pública de adquisición obligatoria cuando hay colusión, habida cuenta de las circunstancias de dicho litigio, ha sido «claramente determinad[a]», con arreglo al artículo 5, apartado 4, de la Directiva 2004/25.

3. La particularidad del litigio principal reside en el hecho de que la modificación del precio propuesto fue el resultado de una operación distinta de la que dio lugar a la oferta pública de adquisición obligatoria. Además, no se ha demostrado que todas las partes que participaron en esta otra operación tuvieran intención de ponerse de acuerdo o fueran conscientes del riesgo de la misma. En consecuencia, el presente asunto brinda al Tribunal de Justicia la ocasión de aclarar los límites de la facultad de los Estados miembros para autorizar a su autoridad nacional de supervisión a no aplicar la regla del precio más elevado abonado prevista en el artículo 5, apartado 4, de la Directiva 2004/25.

¹ Lengua original: inglés.

² Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a las ofertas públicas de adquisición (DO 2004, L 142, p. 12), en su versión modificada por el Reglamento (CE) n.º 219/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de marzo de 2009, por el que se adaptan a la Decisión 1999/468/CE del Consejo determinados actos sujetos al procedimiento establecido en el artículo 251 del Tratado, en lo que se refiere al procedimiento de reglamentación con control — Adaptación al procedimiento de reglamentación con control — Segunda parte (DO 2009, L 87, p. 109).

4. Como expondré a continuación, el artículo 5, apartado 4, de la Directiva 2004/25 faculta en principio a los Estados miembros para autorizar a su autoridad nacional de supervisión a modificar el precio propuesto en una oferta pública de adquisición obligatoria cuando hay una colusión del tipo mencionado en el punto anterior. Sin embargo, esta disposición excluye la aplicación de dicha regla en una serie de circunstancias que, de no haber sido por la aplicación de la citada Directiva, no se habrían calificado como colusión conforme al Derecho nacional.

I. Marco jurídico

A. Directiva 2004/25

5. El procedimiento de oferta pública de adquisición establecido por la Directiva 2004/25 se aplica, con arreglo a su artículo 1 («Ámbito de aplicación»), a las «ofertas públicas de adquisición de valores de una sociedad sujeta al Derecho de un Estado miembro, cuando todos o parte de dichos valores estén admitidos a negociación en un mercado regulado». El artículo 2, apartado 1, letra a), de la Directiva («Definiciones») define «oferta pública de adquisición» (u «oferta») como «oferta pública, ya sea voluntaria u obligatoria, dirigida a los titulares de valores de una sociedad (con excepción de las ofertas realizadas por la propia sociedad afectada) con vistas a adquirir la totalidad o parte de dichos valores, siempre y cuando tenga por objetivo o sea consecuencia de la toma de control de la sociedad afectada conforme al Derecho nacional».

6. El artículo 3 de la Directiva 2004/25 («Principios generales») establece:

«1. A efectos de la aplicación de la presente Directiva, los Estados miembros velarán por que se respeten los principios siguientes:

- a) todos los titulares de valores de una sociedad afectada de la misma clase deberán recibir un trato equivalente; en particular, cuando una persona adquiera el control de una sociedad, deberá protegerse a los demás titulares de valores;
- b) los titulares de valores de una sociedad afectada deberán disponer de tiempo e información suficientes para poder adoptar una decisión respecto a la oferta con pleno conocimiento de causa;
[...]
- [...]
- d) no deberán crearse falsos mercados de los valores de la sociedad afectada, de la sociedad oferente o de cualquier otra sociedad interesada por la oferta de forma tales que el alza o baja de las cotizaciones de los valores se torne artificial y se falsee el normal funcionamiento de los mercados;
[...]

2. A efectos del respeto de los principios contemplados en el apartado 1, los Estados miembros:

- a) velarán por que se cumplan los requisitos mínimos establecidos en la presente Directiva;
- b) podrán establecer condiciones complementarias y disposiciones más estrictas que las previstas en la presente Directiva con vistas a reglamentar las ofertas.»

7. El artículo 4, apartado 2, de la Directiva 2004/25 («Autoridad supervisora y derecho aplicable») designa a la autoridad nacional competente en relación con una oferta pública de adquisición. En particular, la letra a), dispone que «la autoridad competente para la supervisión de la oferta será la del Estado miembro en el que tenga su domicilio social la sociedad afectada cuando sus valores estén admitidos a negociación en un mercado regulado de dicho Estado miembro».

8. El artículo 4, apartado 5, de la Directiva 2004/25 prevé:

«Las autoridades supervisoras dispondrán de todos los poderes necesarios para el ejercicio de sus funciones y, entre ellas, el deber de velar por que las partes de la oferta cumplan las normas establecidas en aplicación de la presente Directiva.

Siempre y cuando se respeten los principios generales contemplados en el apartado 1 del artículo 3, los Estados miembros, en las normas que establezcan o introduzcan en aplicación de la presente Directiva, podrán establecer excepciones a dichas normas mediante:

i) la inclusión de dichas excepciones en sus normativas nacionales, con el fin de tener en cuenta las circunstancias determinadas a nivel nacional,

y/o

ii) la concesión a sus autoridades supervisoras, cuando sean competentes para ello, de la facultad de inhibirse de la aplicación de dichas normativas nacionales con el fin de tener en cuenta las circunstancias contempladas en el inciso i), u otras circunstancias específicas, siendo necesaria en este último caso una decisión motivada.»

9. El artículo 5 de la Directiva 2004/25 («Protección de los accionistas minoritarios, oferta obligatoria y precio equitativo») tiene el siguiente tenor:

«1. Cuando una persona física o jurídica, de resultas de una adquisición por su parte o por la de personas que actúen de concierto con ella, venga en posesión de valores de una sociedad [...] tales que, sumados, en su caso, a los que ya poseyera y a los de las personas que actúen de concierto con ella, le confieran directa o indirectamente un determinado porcentaje de derechos de voto en dicha sociedad y le brinden así el control de la misma, los Estados miembros velarán por que dicha persona esté obligada a presentar una oferta a fin de proteger a los accionistas minoritarios de la sociedad. Dicha oferta se dirigirá cuanto antes a todos los titulares de valores y se realizará por la totalidad de sus valores al precio equitativo que se define en el apartado 4.

[...]

4. Se considerará precio equitativo el precio más elevado que haya abonado por los mismos valores el oferente o personas que actúen de concierto con el mismo durante un período que determinarán los Estados miembros y que no podrá ser inferior a seis meses ni superior a doce, antes de la oferta contemplada en el apartado 1. Si el oferente o personas que actúen de concierto con el mismo compran valores a un precio superior al de la oferta después de que ésta se haya hecho pública y antes del cierre del plazo de aceptación, el oferente deberá incrementar el precio de su oferta hasta alcanzar como mínimo el precio más alto pagado por los valores adquiridos de esta forma.

Siempre y cuando se respeten los principios generales a que se refiere el apartado 1 del artículo 3, los Estados miembros podrán autorizar a las autoridades supervisoras a modificar el precio contemplado en el primer párrafo en circunstancias y según criterios claramente determinados. A tal fin, los Estados miembros podrán elaborar una lista de circunstancias en las que el precio podrá modificarse al alza o a la baja, tales como, por ejemplo, en caso de que el precio más elevado se haya fijado por acuerdo entre el comprador y un vendedor, de que los precios del mercado de valores en cuestión se

hayan manipulado, de que los precios de mercado en general o de determinados precios en particular se hayan visto afectados por acontecimientos excepcionales o a fin de permitir el saneamiento de una empresa en crisis. Los Estados miembros podrán también definir los criterios que deberán utilizarse en estos casos, tales como, por ejemplo, el valor medio del mercado en un determinado período, el valor de liquidación de la sociedad u otros criterios de evaluación objetivos generalmente utilizados en el análisis financiero.

Toda decisión de las autoridades de modificar el precio equitativo deberá ser motivada y pública.

[...]»

B. Derecho italiano

10. El decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58. Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52 (Decreto Legislativo n.º 58, de 24 de febrero de 1998, por el que se establece el texto refundido de las disposiciones en materia de intermediación financiera, de conformidad con los artículos 8 y 21 de la Ley n.º 52 de 6 de febrero de 1996),³ en su versión modificada (en lo sucesivo, «Decreto Legislativo n.º 58/1998»), incluye disposiciones de transposición de la Directiva 2004/25. Su artículo 106 («Oferta pública de adquisición por la totalidad») establece lo siguiente:

«3. Mediante reglamento, la Consob regulará los supuestos en los que:

- d) previa resolución motivada de la Consob, la oferta sea presentada a un precio superior al máximo importe pagado, siempre que ello sea necesario para proteger a los inversores y concurra al menos una de las circunstancias siguientes:

[...]

- 2) se haya producido una colusión entre el oferente o las personas que actúen de concierto con él y uno o varios vendedores.»

11. Mediante Resolución de 14 de mayo de 1999, la Consob adoptó el Regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti (Reglamento de desarrollo del Decreto Legislativo n.º 58, de 24 de febrero de 1998, sobre el régimen de las entidades emisoras),⁴ en su versión modificada (en lo sucesivo, «Reglamento de desarrollo»). Su artículo 47 *octies* («Aumento del precio en caso de colusión») tiene el siguiente tenor:

«1. La Consob revisará al alza el precio de la oferta, con arreglo al artículo 106, apartado 3, letra d), punto 2, del [Decreto Legislativo n.º 58/1998] cuando, habida cuenta de la colusión constatada entre el oferente o las personas que actúen concertadamente con éste y uno o varios vendedores, resulte que la contraprestación es más elevada que la declarada por el oferente. En tal caso, el precio de la oferta será igual al precio constatado».

3 GURI Serie General n.º 71, de 26 de marzo de 1998 — Suplemento Ordinario n.º 52

4 GURI Serie General n.º 123, de 28 de mayo de 1999 — Suplemento Ordinario n.º 100.

II. Hechos, procedimiento y cuestión planteada

12. El 17 de mayo de 2013, Marco Tronchetti Provera SpA (en lo sucesivo, «MTP»), sociedad cuyo principal accionista es el Sr. Marco Tronchetti Provera, constituyó, a través de sociedades controladas por MTP y junto con otros, una sociedad denominada Lauro Sessantuno SpA (en lo sucesivo, «Lauro 61»).

13. El 5 de junio de 2013, Lauro 61 formuló una oferta pública de adquisición de la totalidad de las acciones de Camfin SpA a un precio de 0,80 euros por acción, fijado sobre la base de las cotizaciones bursátiles de dichas acciones en los doce meses precedentes.

14. En el momento de la oferta pública de adquisición obligatoria, Camfin poseía, directa e indirectamente, el 26,19 % de las acciones de Pirelli & C. SpA (en lo sucesivo, «Pirelli»). Algunos accionistas de Pirelli entre los que se encontraban, en particular, Malacalza Investimenti srl (en lo sucesivo, «MCI»), MTP, Camfin, Allianz SpA y Fondiaria SAI SpA (en lo sucesivo, «FonSai»), habían celebrado previamente un acuerdo denominado «de bloqueo» (en lo sucesivo, «acuerdo Pirelli»).

15. MCI, también accionista de Camfin, acudió a la oferta pública de adquisición de Lauro 61, y transmitió a esta última un 12,37 % del capital social de Camfin por el precio antes indicado.

16. También el 5 de junio de 2013, se comunicó al mercado que i) Lauro 61 había puesto fin a los acuerdos existentes entre MTP y MCI relativos a Camfin; ii) MCI había transmitido sus acciones de Camfin; iii) MCI había adquirido un 6,98 % del capital social de Pirelli a Allianz y a FonSai por un precio de 7,80 euros por acción; iv) las partes en el acuerdo Pirelli —cuyo presidente era el Sr. Tronchetti Provera— habían autorizado a Allianz y a FonSai a excluir del acuerdo la totalidad o parte de sus acciones objeto de dicho acuerdo (en lo sucesivo, «acciones Pirelli»).

17. En virtud de la oferta pública de adquisición, que concluyó el 11 de octubre de 2013, Lauro 61 adquirió el 95,95 % del capital social de Camfin y a continuación ejerció el derecho de adquisición de las acciones restantes, por lo que se convirtió en la única titular del capital de Camfin, cuyas acciones quedaron por tanto excluidas de cotización.

18. A instancias de algunos accionistas minoritarios de Camfin, Consob inició, el 12 de septiembre de 2013, un procedimiento de aumento del precio de la oferta pública de adquisición en cuestión.

19. Tras llegar a la conclusión de que tales operaciones habían permitido a MCI percibir una contraprestación global por la venta de las acciones de Camfin superior a 0,80 euros por acción, la Consob apreció una práctica colusoria y, mediante resolución n.º 18662 de 25 de septiembre de 2013 (en lo sucesivo, «resolución impugnada»), aumentó en 0,03 euros el precio unitario por acción, fijándolo en 0,83 euros.⁵ La legalidad de la resolución impugnada fue confirmada posteriormente por cuatro sentencias de 19 de marzo de 2014 del Tribunale amministrativo regionale per il Lazio (Tribunal Regional de lo Contencioso-Administrativo del Lacio, Italia).

20. Estas cuatro sentencias han sido recurridas ante el órgano jurisdiccional remitente. En este sentido, el órgano jurisdiccional remitente establece que el concepto de «colusión» figura en distintas partes de la normativa italiana. Si bien el significado preciso de este concepto no es estático, requiere la existencia de un acuerdo oculto y fraudulento en perjuicio de terceros con el fin de eludir preceptos

⁵ Este incremento del precio se calculó dividiendo el importe de 6,6 millones de euros (que según la Consob es la cuantía de la ventaja obtenida por MCI por la minoración del precio pagado por las acciones de Pirelli) entre las acciones de Camfin adquiridas por Lauro 61. El nuevo precio así fijado dio lugar a un incremento global del desembolso de Lauro 61 de aproximadamente 8,5 millones de euros.

legales imperativos, de modo que es preciso que concurra un elemento intencional en todos los participantes en el acuerdo. A este respecto, dicho tribunal considera que Allianz y FonSai no tenían conocimiento de la existencia de tal acuerdo. Por consiguiente, si se aplica esta interpretación del concepto de «colusión», los recursos presentados por MTP y Lauro 61, entre otros, deberían estimarse.

21. No obstante, el órgano jurisdiccional remitente añade que el concepto de «colusión» puede exigir una interpretación diferente debido, entre otras razones, a la naturaleza específica del ámbito del Derecho en cuestión y a la naturaleza de la facultad reguladora conferida a la Consob. Sin embargo, esta interpretación puede plantear problemas relacionados con la seguridad jurídica, ya que podría impedir que los operadores económicos pudieran prever cómo actuar antes de la emisión de una oferta pública de adquisición. En consecuencia, al albergar dudas sobre la correcta interpretación de los artículos 3, apartado 1, y 5, apartado 4, de la Directiva 2004/25, el órgano jurisdiccional remitente decidió suspender el procedimiento y plantear al Tribunal de Justicia la siguiente cuestión prejudicial:

«¿Es contraria a la aplicación correcta del artículo 5, apartado 4, párrafo segundo, de la [Directiva 2004/25], en relación con los principios generales enunciados en el artículo 3, apartado 1, de la misma Directiva, así como a la correcta aplicación de los principios generales del Derecho de la Unión de seguridad jurídica, protección de la confianza legítima, proporcionalidad, racionalidad, transparencia y no discriminación, una normativa nacional, como el artículo 106, apartado 3, letra d), número 2, del [Decreto Legislativo n.º 58, de 24 de febrero de 1998] y sus posteriores modificaciones, y el artículo 47 *octies* [del Reglamento de desarrollo] y sus posteriores modificaciones, en la medida en que tales disposiciones facultan a la [Consob] a incrementar el precio de la oferta pública de adquisición conforme a lo previsto en el citado artículo 106, cuando concurra la circunstancia de que “se haya producido una colusión entre el oferente o las personas que actúen de concierto con él y uno o varios vendedores”, sin determinar los comportamientos concretos que constituyen ese supuesto y, por tanto, sin indicar con claridad en qué circunstancias y según qué criterios la [Consob] está autorizada a rectificar al alza el precio de la oferta pública de adquisición?»

III. Análisis

A. Observaciones preliminares

22. Ésta es la primera vez que se ha solicitado al Tribunal de Justicia que interprete el artículo 5, apartado 4, de la Directiva 2004/25 y, de hecho, tan sólo en una ocasión anterior el Tribunal de Justicia se pronunció acerca de la orientación que debía darse a las normas contenidas en este acto legislativo.⁶ Además, tras la decisión del Consiglio di Stato (Consejo de Estado) de someter el presente asunto al Tribunal de Justicia, el Tribunale amministrativo regionale per il Lazio (Tribunal Regional de lo Contencioso-Administrativo del Lacio) decidió plantear también cinco cuestiones prejudiciales relativas a la interpretación del artículo 5, apartado 4, de la Directiva 2004/25.⁷

23. En esencia, el órgano jurisdiccional remitente pregunta si confirmar una interpretación del concepto de «colusión» que figura en el artículo 106, apartado 3, letra d), punto 2, del Decreto Legislativo n.º 58/1998 y del artículo 47 *octies* del Reglamento de desarrollo (denominados conjuntamente en lo sucesivo, «normativa italiana controvertida»), en el sentido de que no exige que se identifiquen las acciones específicas que constituyen tal situación, puede ser admisible con arreglo al artículo 5, apartado 4, de la Directiva 2004/25, a la luz del artículo 3, apartado 1, de dicha Directiva y de determinados principios generales, especialmente el principio de seguridad jurídica.

⁶ Véase la sentencia de 15 de octubre de 2009, Audiolux y otros (C-101/08, EU:C:2009:626), en particular, apartados 47 a 51.

⁷ Asuntos Amber Capital Italia y Amber Capital Uk (C-654/16); Hitachi Rail Italy Investments (C-655/16); Finmeccanica (C-656/16); Bluebell Partners (C-657/16), y Elliot International y otros (C-658/16), todos pendientes ante el Tribunal de Justicia.

24. De la resolución de remisión se desprende que el órgano jurisdiccional remitente contempla dos posibles interpretaciones del concepto de «colusión»: por un lado, una interpretación estricta, que requiere la existencia de un acuerdo oculto y fraudulento en perjuicio de terceros con el fin de eludir preceptos legales imperativos, de modo que es preciso que concurra un elemento intencional en todos los participantes en el acuerdo (en lo sucesivo, «interpretación estricta» o «sentido estricto»), y, por el otro, una interpretación amplia del concepto de «colusión», en virtud del cual el acuerdo puede consistir en elementos que van más allá de la operación efectiva que da lugar a la oferta pública de adquisición obligatoria, y que no requiere necesariamente la existencia de un elemento intencional en todos los participantes en el acuerdo (en lo sucesivo, «interpretación amplia» o «sentido amplio»).

25. El órgano jurisdiccional remitente señala que, en la medida en que Allianz y Fonsai no tenían intención de participar en un acuerdo oculto y fraudulento, una interpretación estricta del concepto de «colusión» no permitiría modificar el precio, como ha hecho la Consob. Según el órgano jurisdiccional remitente, la respuesta a la cuestión planteada será por lo tanto determinante respecto del precio que Lauro 61 está obligada a proponer, con arreglo al artículo 5 de la Directiva 2004/25, para las acciones de Camfin en caso de adquisición de esta última sociedad.

26. En esta fase preliminar, me gustaría dejar muy clara una cuestión cuya importancia es decisiva para el presente asunto.

27. La expongo resumidamente: no corresponde al Tribunal de Justicia pronunciarse sobre cómo debería interpretarse el concepto de «colusión» empleado en la normativa italiana controvertida. En particular, no corresponde al Tribunal de Justicia optar por una de las dos interpretaciones, sino que compete al órgano jurisdiccional remitente pronunciarse al respecto.⁸ Es este órgano jurisdiccional el que debe decidir qué interpretación de dicho concepto —la interpretación estricta o la amplia— es válida.

28. Dicho esto, por una parte, lo que el Tribunal de Justicia puede y debe hacer a fin de prestar asistencia al órgano jurisdiccional remitente para resolver el litigio de que conoce es interpretar el Derecho de la Unión —que, en el presente asunto, lo constituye básicamente el artículo 5, apartado 4, de la Directiva 2004/25 y, en particular, el significado correcto de los términos «claramente determinados». Aunque estos últimos términos se utilizan en relación con las medidas adoptadas por los Estados miembros, el artículo 5, apartado 4, de dicha Directiva no deja la interpretación de dicho concepto en manos del Derecho nacional. Por tanto, como concepto autónomo del Derecho de la Unión, debe interpretarse de manera uniforme.

29. No obstante, con el fin de abordar la interpretación del artículo 5, apartado 4, de la Directiva 2004/25 de una forma que pueda resultar útil para el órgano jurisdiccional remitente, procede recordar que dicho órgano jurisdiccional ya ha excluido la idea de que una interpretación estricta del concepto de «colusión» puede justificar que se estimen las sentencias recurridas y, en consecuencia, la resolución impugnada. Por lo tanto, lo que el Tribunal de Justicia debe considerar es si la interpretación amplia del concepto de «colusión» puede considerarse «claramente determinad[a]» con arreglo al artículo 5, apartado 4, de la Directiva 2004/25, y ésta es, como tal, la interpretación en la que el Tribunal de Justicia debe centrar su respuesta.

⁸ De manera similar, una cuestión por la que un órgano jurisdiccional nacional pregunta al Tribunal de Justicia si puede o debe interpretar el Derecho nacional de la forma más conforme al Derecho de la Unión sigue siendo una cuestión relativa a la interpretación del Derecho nacional que es, por lo tanto, inadmisibile: véase la sentencia de 27 de febrero de 2014, Pohotovosť (C-470/12, EU:C:2014:101), apartados 58 a 61.

B. Apreciación de la cuestión prejudicial

1. Artículo 5, apartado 4, de la Directiva 2004/25: observaciones preliminares

30. Mientras que el artículo 5, apartado 1, de la Directiva 2004/25 establece las condiciones que dan lugar a la obligación de la persona física o jurídica, una vez alcanzado el umbral previsto en el Derecho nacional, de presentar una oferta obligatoria por los valores restantes de la sociedad objetivo, el artículo 5, apartado 4, regula el precio que debe proponerse al hacerlo.

31. Con carácter general, el párrafo primero del artículo 5, apartado 4, de la Directiva 2004/25 aclara minuciosamente dicho precio. Se trata simplemente del precio más elevado que haya pagado el oferente (o personas que actúen de concierto con el mismo) durante un período específico, que no podrá ser inferior a seis meses ni superior a un año, según determinen los Estados miembros (la regla del precio más elevado abonado). Además, de conformidad con la Directiva, este es el precio equitativo y la razón parece evidente, dado que la regla del precio más elevado abonado establece expresamente que el precio debe proponerse de una manera transparente y predecible.

32. Sin embargo, en virtud del párrafo segundo del artículo 5, apartado 4, de la Directiva 2004/25, los Estados miembros podrán autorizar a sus autoridades nacionales de supervisión a modificar el precio con arreglo a determinadas condiciones. El tenor de dicha disposición se refiere a i) las *circunstancias* en las que se lleva a cabo la oferta pública de adquisición y ii) los *criterios* que deben aplicarse a la modificación del precio. Además, al hacerlo, los Estados miembros deben observar los principios generales establecidos en el artículo 3, apartado 1, y estas circunstancias y criterios deben estar «claramente determinados».

33. En mi opinión, de lo anterior se desprende claramente que el párrafo segundo del artículo 5, apartado 4, de la Directiva 2004/25 prevé *cuándo, por qué y cómo* un Estado miembro puede autorizar a sus autoridades a intervenir en una oferta pública de adquisición cuando la regla del precio más elevado abonado no refleja verdaderamente el precio equitativo.⁹ Como expondré seguidamente, sólo las circunstancias que presenten *un vínculo claro y directo* con la operación que da lugar a la oferta pública de adquisición obligatoria pueden ser tenidas en cuenta a tal respecto.

34. A continuación analizaré detenidamente el párrafo segundo del artículo 5, apartado 4, de la Directiva 2004/25, objeto de controversia en el litigio principal. ¿Qué exige y qué debe entenderse, en efecto, por «claramente determinados»?

2. El paradigma: el poder discrecional del Estado miembro

35. Es evidente que el artículo 5, apartado 4, párrafo segundo, de la Directiva 2004/25 contiene una lista de lo que sólo puedo concebir como ejemplos no exhaustivos en los que los Estados miembros pueden inspirarse en caso de que deseen autorizar a sus autoridades nacionales de supervisión a modificar el precio.

36. Otro aspecto que parece claro es que las «circunstancias» contempladas en el artículo 5, apartado 4, de la Directiva 2004/25 que pueden dar lugar a la modificación del precio se sitúan, hablando en términos analíticos, en una fase precedente a la de los «criterios» que deben emplearse al llevar a cabo dicha modificación.

⁹ Véase, en este sentido, el *Informe del Grupo de alto nivel de expertos en Derecho de sociedades sobre cuestiones relativas a las ofertas públicas de adquisición*, Bruselas, 10 de enero de 2002, p. 50.

37. Además, el artículo 5, apartado 4, párrafo segundo, de la Directiva 2004/25 no aporta demasiada información en sí mismo.

38. No obstante, lo que sí resulta con bastante certeza es que el artículo 5, apartado 4, párrafo segundo, de la Directiva 2004/25 confiere a los Estados miembros la facultad de autorizar a sus autoridades nacionales de supervisión a modificar el precio.¹⁰ Los trabajos preparatorios de esta disposición no hacen sino respaldar la validez de este análisis,¹¹ al igual que el contexto en el que se inserta. Como indica su artículo 3, apartado 2, esta Directiva sólo establece requisitos mínimos¹² —lo que significa que los Estados miembros pueden adoptar condiciones y disposiciones adicionales más estrictas para la regulación de las ofertas. De forma similar, el artículo 4, apartado 5, de la Directiva parece conferir a los Estados miembros facultades más amplias para establecer excepciones generales a la Directiva.

39. En efecto, no debemos olvidar que la Directiva 2004/25 fue, en gran medida, el resultado de un compromiso alcanzado entre el Parlamento Europeo y el Consejo.¹³ Al lograrse dicho compromiso, la Comisión, que desde 1985 ya había insinuado la idea de establecer normas comunes de procedimiento relativas a los cambios en la propiedad del capital¹⁴ y que había presentado con ese propósito — infructuosamente— varias propuestas legislativas al legislador de la Unión sobre este tema,¹⁵ emitió una declaración para que constara en las actas del Consejo en la que lamentaba que el texto adoptado finalmente no fuera suficientemente ambicioso y que las partes decisivas devinieran opcionales.¹⁶ Evidentemente, estos antecedentes legislativos influyen en la interpretación de la Directiva 2004/25.

40. Aun así, la facultad discrecional que el artículo 5, apartado 4, de la Directiva 2004/25 confiere a los Estados miembros no es ilimitada.¹⁷

10 Véase, en el mismo sentido Enríques, L.: «The Mandatory Bid Rule in the Takeover Directive: Harmonization Without Foundation?», *European Company and Financial Law Review*, número 4, 2004, p. 440 y ss., en particular p. 446, que establece que, «en lo que se refiere especialmente al precio equitativo, los Estados miembros y sus autoridades de supervisión dispondrán de un amplio margen de apreciación al determinar las circunstancias y criterios que justifican un descuento».

11 A diferencia de la propuesta de la Comisión de una Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a las ofertas públicas de adquisición, COM(2002) 534 final (DO 2003, C 45 E, p. 1), el artículo 5, apartado 4, párrafo segundo, de la Directiva 2004/25 no afirma que los Estados miembros «elaborarán», sino más bien que «podrán» elaborar una lista de circunstancias en las que el precio podrá modificarse.

12 Con arreglo al considerando 25 de la Directiva 2004/25, el objetivo de la Directiva es «definir orientaciones mínimas en materia de ofertas públicas de adquisición y garantizar un grado de protección suficiente a los titulares de valores de toda la [Unión]».

13 Véanse, entre otros, el Informe de 8 de diciembre de 2003 sobre la propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a las ofertas públicas de adquisición, Comisión de Asuntos Jurídicos y Mercado Interior del Parlamento Europeo, A5-0469/2003 final, p. 18, véase la p. 6, y Documento 16116/03 del Consejo, de 16 de diciembre de 2003, sobre la propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a las ofertas públicas de adquisición, punto II [expediente interinstitucional 2002/0240 (COD)].

14 «Completing the Internal Market», Libro Blanco de la Comisión al Consejo Europeo, de 14 de junio de 1985 [COM(85) 310 final], apartados 139 y ss.

15 Véanse la Propuesta de Decimotercera Directiva del Consejo relativa a las ofertas públicas de adquisición, presentada por la Comisión el 19 de enero de 1989 [COM(88) 823 final; DO 1989, C 64, p. 8], y la Propuesta de la Comisión de 7 de febrero de 1996 de Decimotercera Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo en materia de derecho de sociedades relativa a las ofertas públicas de adquisición [COM(95) 655 final; DO 1996, C 162, p. 5].

16 Véase la Declaración de la Comisión en el documento del Consejo n.º 7088/04 de 12 de marzo de 2004 sobre la adopción de una Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a las ofertas públicas de adquisición, apartado 2 [expediente interinstitucional 2002/0240 (COD)].

17 El considerando 6 de la Directiva 2004/25 establece que, «para ser eficaz, la normativa sobre ofertas públicas debe ser flexible y adaptable a las nuevas circunstancias que vayan surgiendo, y, por tanto, prever la posibilidad de excepciones y cláusulas de inaplicación. No obstante, a la hora de aplicar cualquier norma o excepción establecida o de conceder el beneficio de cualquier cláusula de inaplicación, las autoridades supervisoras deben respetar determinados principios generales» (el subrayado es mío).

3. Límites de la facultad discrecional de los Estados miembros

a) Principios básicos

41. En primer lugar, la regla del precio más elevado abonado sigue siendo la regla básica. Conforme a su lógica, el funcionamiento eficiente de los mercados de capitales de la Unión exige un grado suficiente de previsibilidad en lo que se refiere al importe que debe proponerse en una oferta obligatoria. En este sentido, la regla del precio más elevado abonado ofrece un doble beneficio: permite a los accionistas minoritarios compartir plenamente la prima pagada por el adquirente en cualquier momento del período controvertido y, al mismo tiempo, garantiza al oferente que en la oferta obligatoria no deberá pagar una cantidad superior a la que estaba dispuesto a pagar en el período anterior y, en consecuencia, le permite determinar por sí mismo el precio máximo al que está dispuesto a adquirir todos los valores de la sociedad.¹⁸ Por consiguiente, desde un punto de vista estructural, debe interpretarse en sentido amplio. Por el contrario, la posibilidad de que disponen los Estados miembros para establecer excepciones debe limitarse a lo esencial.¹⁹ Además, cualquier intento de abstenerse de aplicar la regla del precio más elevado abonado, y la doble garantía que ésta ofrece, debe basarse en un razonamiento sólido y, asimismo, debe justificarse conforme a lo establecido en el artículo 5, apartado 4, párrafo tercero, de la Directiva.

42. En segundo lugar, al ejercer su facultad discrecional, los Estados miembros deben observar los principios establecidos en el artículo 3, apartado 1, de la Directiva, que son principios rectores a efectos de la aplicación de la Directiva.²⁰

43. No obstante, en la medida en que resulta pertinente en el litigio principal, tales principios no se ven amenazados. En particular, no detecto una vulneración de los derechos procesales o de la igualdad de trato de los accionistas de Camfin; de hecho, la normativa italiana controvertida sólo puede justificar un ajuste al alza cuando hay colusión.²¹

44. Es más, ninguno de estos principios generales se refiere expresamente al objetivo de garantizar la previsibilidad para el oferente o el público en general —sin embargo, esto se desprende de los considerandos de la Directiva 2004/25, que retomaré en el punto 59 *infra*.

45. Más bien, el artículo 3, apartado 1, letra d), de la Directiva 2004/25 se refiere al principio general en virtud del cual no deberán crearse falsos mercados de los valores de la sociedad afectada, de la sociedad oferente o de cualquier otra sociedad interesada por la oferta de forma tales que el alza o la baja de las cotizaciones de los valores en cuestión se tornen artificiales y se falsee el normal funcionamiento de los mercados. En consecuencia, este principio general respalda claramente la tesis de que un Estado miembro puede autorizar a una autoridad nacional de supervisión a modificar el precio propuesto en una oferta pública de adquisición cuando hay colusión en el sentido de la

18 Véase, en este sentido, el *Informe del Grupo de alto nivel de expertos en Derecho de sociedades sobre cuestiones relativas a las ofertas públicas de adquisición*, Bruselas, 10 de enero de 2002, pp. 49 y 50.

19 Para una visión restrictiva de la facultad discrecional de las autoridades nacionales de supervisión para apartarse de la regla del precio más elevado abonado, véase Papadopoulos, T.: «The European Union Directive on Takeover Bids: Directive 2004/25/EC», *International and Comparative Law Journal*, volumen 6, número 3, p. 13, especialmente pp. 30 y 31, que afirma que una amplia facultad discrecional para modificar el precio en la oferta pública de adquisición obligatoria sería incompatible con el principio general establecido en el artículo 3, apartado 1, letra a), de la Directiva 2004/25 (el ajuste a la baja del precio sin la debida justificación puede violar el principio de igualdad de trato de los accionistas), así como con el artículo 49 TFUE (un ajuste al alza del precio sin la debida justificación puede disuadir a los oferentes).

20 Véase la sentencia de 15 de octubre de 2009, Audioux y otros (C-101/08, EU:C:2009:626), apartado 51.

21 Dicho esto, el Tribunal de Justicia ha declarado que el principio general de igualdad de los accionistas previsto en el artículo 3, apartado 1, letra a), de la Directiva no exige interpretar las disposiciones nacionales de la forma que sea siempre más favorable para los accionistas minoritarios de una sociedad: véase, en este sentido, la sentencia de 15 de octubre de 2009, Audioux y otros (C-101/08, EU:C:2009:626), apartados 47 a 52.

interpretación estricta. Esto queda confirmado por el tenor del artículo 5, apartado 4, de la Directiva 2004/25, que prevé específicamente circunstancias tales como «que el precio más elevado se haya fijado por acuerdo entre el comprador y un vendedor» o «que los precios del mercado de valores en cuestión se hayan manipulado».

46. Ahora bien, cuando se trata de la interpretación amplia del concepto de «colusión» a la que se refiere el órgano jurisdiccional remitente, los principios generales no son tan concluyentes. No obstante, no cabe interpretarlos en el sentido de que se oponen a dicha lectura.

47. Por el contrario, el Grupo de alto nivel de expertos en Derecho de sociedades sobre cuestiones relativas a las ofertas públicas de adquisición se refirieron, en sus recomendaciones que forman parte de los antecedentes legislativos del artículo 5, apartado 4, de la Directiva 2004/25, al concepto de «colusión» como «acuerdo que se celebra con el vendedor con el fin de eludir la regla del precio más elevado abonado».²² Esta definición, que se centra unilateralmente en el vendedor, parece lo suficientemente amplia como para comprender el concepto de «colusión» tanto en sentido estricto como amplio. Además, el tenor del artículo 5, apartado 4, de la Directiva no menciona, ya sea directa o indirectamente, un requisito de conocimiento o intencionalidad.

48. En tercer lugar, la facultad discrecional de los Estados miembros para autorizar a sus autoridades nacionales de supervisión a modificar el precio de una oferta pública de adquisición queda limitada por razones más generales: dejando aparte el hecho de que la autoridad nacional de supervisión debe obrar en el marco de sus competencias cuando decida modificar el precio de una oferta, tal como se establece en el artículo 4 de la Directiva 2004/25, la jurisprudencia pone de manifiesto que la Directiva no se aplica a las situaciones que no están comprendidas en su ámbito de aplicación.²³ En otras palabras, la Directiva se aplica *ratione materiae* a las ofertas públicas de adquisición, es decir, a la relación entre el oferente y los titulares de valores en la sociedad objetivo. Por lo tanto, no puede aplicarse presuntamente a operaciones que no guardan relación alguna con el nacimiento de una oferta pública de adquisición obligatoria —lo contrario carecería de sentido.

49. En consecuencia, las «circunstancias» mencionadas en el artículo 5, apartado 4, párrafo segundo, de la Directiva 2004/25 sólo incluyen las circunstancias de hecho o de Derecho que presentan un vínculo claro y directo con una oferta pública de adquisición obligatoria determinada. Como también sugirió el Gobierno italiano en la vista, una operación que, a primera vista, es distinta de la que da lugar a una oferta pública de adquisición obligatoria debe ser realmente indispensable para la operación de adquisición (*sine qua non*) para que pueda tenerse en cuenta al llevar a cabo la modificación del precio de dicha oferta.

50. El hecho de que, con arreglo al artículo 3, apartado 2, de la Directiva 2004/25, ésta sólo garantice la armonización parcial de las normas relativas a las ofertas públicas de adquisición, no altera esta circunstancia. Un Estado miembro no puede autorizar a su autoridad nacional de supervisión a establecer excepciones al artículo 5, apartado 4, de la Directiva 2004/25, ajustando el precio de la oferta pública de adquisición de forma que, pese a reforzar la protección de los accionistas minoritarios, tenga como consecuencia privar de efecto útil a la regla del precio más elevado abonado al permitir a la autoridad nacional de supervisión que tenga en cuenta operaciones que exceden de la competencia de la autoridad nacional de supervisión y/o que no están comprendidas en el ámbito de aplicación de la Directiva.²⁴

²² Véase, en este sentido, el *Informe del Grupo de alto nivel de expertos en Derecho de sociedades sobre cuestiones relativas a las ofertas públicas de adquisición*, Bruselas, 10 de enero de 2002, p. 50.

²³ Véase, en este sentido, la sentencia de 15 de octubre de 2009, Audiolux y otros (C-101/08, EU:C:2009:626), apartado 49.

²⁴ Véase, por analogía, la sentencia de 21 de diciembre de 2016, AGET Iraklis (C-201/15, EU:C:2016:972), apartados 36 y 37.

b) Significado y efecto de la expresión «claramente determinados»

51. Ahora bien, en cuanto al significado específico de la expresión «claramente determinados», las dos partes de la acción principal invocan la sentencia *Periscopus Oslo Børs/Erik Must*²⁵ en apoyo de sus respectivas pretensiones. En dicha sentencia, el Tribunal de la AELC consideró que era incompatible con el párrafo segundo del artículo 5, apartado 4, de la Directiva 2004/25 autorizar a una autoridad nacional de supervisión a establecer excepciones a la regla del precio más elevado abonado cuando es evidente que este precio no refleja el precio de mercado sin facilitar aclaraciones adicionales del concepto de «precio de mercado». No obstante, dicha sentencia no resuelve la cuestión que nos ocupa. En primer lugar, debido a que el objeto de controversia en el litigio principal no es que el precio propuesto fuese claramente inferior al precio de mercado, sino más bien que era el resultado de una colusión, lo que presumiblemente constituye una circunstancia diferente. En segundo lugar, porque la normativa italiana controvertida en el presente asunto no es tan lacónica como la normativa noruega objeto de dicha sentencia. Por último, porque esa sentencia no es vinculante para el Tribunal de Justicia.

52. Desde mi punto de vista, la expresión «claramente determinados» exige que la autorización que se confiere a la autoridad nacional de supervisión para modificar el precio revista la forma de un conjunto de normas escritas cuya publicación se efectúe previamente y que sean fácilmente accesibles para el público en general («normas correctoras nacionales»). El hecho de que dichas normas hayan sido adoptadas por un ministerio o por una autoridad nacional de supervisión es irrelevante, al igual que lo es que dichas normas adopten la forma de Derecho primario o derivado, siempre que sean vinculantes.

53. No obstante, considero que no es posible deducir de la expresión «claramente determinados» la exigencia de que las normas correctoras nacionales deban describir, exhaustiva y pormenorizadamente, cada situación concreta de antemano.²⁶ En este sentido, coincido con el Gobierno italiano en que, más que enumerar concreta y exhaustivamente las situaciones específicas en las que una autoridad nacional de supervisión está facultada para modificar el precio de una oferta pública de adquisición obligatoria, el legislador de la Unión opta en su lugar por utilizar el término más genérico «circunstancias». Asimismo, me inclino a pensar que, tal como afirma la Comisión, el artículo 5, apartado 4, de la Directiva 2004/24 no se opone a que los Estados miembros utilicen conceptos jurídicos abstractos.

54. Sobre la base de las consideraciones anteriores, no tengo reparo alguno en aceptar que la expresión «claramente determinados» permite a un Estado miembro adoptar normas correctoras nacionales que autoricen a una autoridad nacional de supervisión a modificar el precio de una oferta pública de adquisición obligatoria cuando haya colisión *tanto en sentido estricto como amplio*.

55. En todo caso, el órgano jurisdiccional remitente —un tribunal supremo nacional— considera que la interpretación estricta del concepto de «colusión» es la que generalmente se aplica en el Derecho italiano. Como se ha indicado anteriormente, no corresponde al Tribunal de Justicia pronunciarse acerca de cuál de las dos interpretaciones de la normativa italiana controvertida es la correcta. La única cuestión que el Tribunal de Justicia ha de responder es si la expresión «claramente determinados» empleada en el artículo 5, apartado 4, de la Directiva 2004/25, cambia esto —o bien, para exponer de forma más veraz la realidad sobre la que se solicita al Tribunal de Justicia que se pronuncie, *requiere* una interpretación amplia.

56. Considero que esto no es así.

²⁵ Sentencia del Tribunal de la AELC de 10 de diciembre de 2010, E-1/10, EFTA Court Report 2009-10, p. 200.

²⁶ Véase, en este sentido, Sentencia del Tribunal de la AELC de 10 de diciembre de 2010, *Periscopusv Oslo Børs/Erik Must*, E-1/10, EFTA Court Report 2009-10, p. 200, apartado 47.

57. En primer lugar, actuar de este modo equivaldría a interpretar el artículo 5, apartado 4, párrafo segundo, de la Directiva 2004/25 en sentido amplio, de forma contraria a su carácter excepcional respecto de la regla del precio más elevado abonado.

58. En segundo lugar, los Estados miembros pueden optar por ejercer la facultad discrecional que les confiere el párrafo segundo del artículo 5, apartado 4, de la Directiva 2004/25 y, en tal caso, establecer normas correctoras nacionales, en virtud del principio de autonomía procesal. En el litigio principal, al establecer la normativa italiana controvertida, se ha optado por recurrir a un concepto que —deduzco— no es nuevo en el Derecho italiano, a saber, el concepto de «colusión». A este respecto, optar por una interpretación amplia de dicho concepto sólo por su vinculación con la Directiva, cuando este no es el caso para aquellas cuestiones que se refieren exclusivamente al Derecho nacional, parece exagerado. El principio de equivalencia exige únicamente que las demandas basadas en el Derecho de la Unión reciban el mismo trato que las demandas basadas en el Derecho nacional, no un trato preferente.

59. En tercer lugar, en lo que atañe específicamente al principio general de seguridad jurídica, que el órgano jurisdiccional remitente menciona en el texto de su cuestión prejudicial, uno de los objetivos generales de la Directiva 2004/25 es crear «claridad y transparencia a escala de la [Unión] en relación con las cuestiones jurídicas que han de resolverse en caso de ofertas públicas de adquisición».²⁷ Además, tanto el principio como la necesidad, prevista en el artículo 288 TFUE, de garantizar jurídicamente y no sólo de hecho la plena aplicación de las directivas, requieren que los Estados miembros recojan en disposiciones legales de carácter obligatorio las prescripciones de la directiva de que se trate, en un marco legal claro, preciso y transparente que contenga disposiciones vinculantes en el ámbito regulado por ésta.²⁸ Esta obligación debe aplicarse todavía en mayor medida en el caso de las normas correctoras nacionales que los Estados miembros adopten o mantengan de conformidad con el artículo 5, apartado 4, de la Directiva.

60. El principio de seguridad jurídica exige, en particular, examinar si el acto jurídico de que se trata adolece de una ambigüedad tal que impide que los interesados puedan disipar con suficiente certeza posibles dudas sobre el alcance o el sentido del mismo.²⁹ En cambio, a pesar de que es indudable que la Directiva 2004/25 no es un instrumento jurídico de Derecho penal que requiere por sí mismo la aplicación de conceptos convencionales relativos a las normas penales y al proceso penal, el simple hecho de que un agente económico no pueda conocer de antemano con precisión la cuantía o el tipo de sanción que puede imponerse en cada caso individual por un comportamiento determinado no equivale a una vulneración del principio de legalidad de las penas.³⁰

61. Sin embargo, mientras que la línea jurisprudencial mencionada en el punto anterior se refiere a la objeción, manifestada por un particular, de que la ley no era suficientemente clara para permitir prever las consecuencias jurídicas de una conducta determinada —para la que normalmente no hay excusa (*ignorantia iuris non excusat*)—, la cuestión no recibirá una resolución satisfactoria cuando exista un órgano jurisdiccional nacional que no esté seguro acerca del modo en que debe interpretar sus propias normas (*iura non novit curia*). Si hubiera prevalecido con carácter general la interpretación amplia del concepto de «colusión» en el Derecho italiano, las circunstancias relativas a la modificación del precio estarían «claramente determinad[a]s». Sin embargo, la resolución de remisión indica que éste no es el caso.

²⁷ Véase el considerando 3 de la Directiva 2004/25.

²⁸ Véanse, a título ilustrativo, la sentencias de 15 de marzo de 1990, Comisión/Países Bajos (C-339/87, EU:C:1990:119), apartados 6, 22 y 25, y de 14 de enero de 2010, Comisión/República Checa (C-343/08, EU:C:2010:14), apartado 40.

²⁹ Véase, en este sentido, la sentencia de 14 de abril de 2005, Bélgica/Comisión (C-110/03, EU:C:2005:223), apartado 31.

³⁰ Véase, en este sentido, la sentencia de 18 de julio de 2013, Schindler Holding y otros/Comisión (C-501/11 P, EU:C:2013:522), apartado 58 y jurisprudencia citada.

62. Ahí es donde la expresión «claramente determinados» prevista en el artículo 5, apartado 4, de la Directiva 2004/25, que no es sino una emanación del principio de seguridad jurídica, muestra su verdadero alcance. Naturalmente, las normas correctoras nacionales pueden recurrir a conceptos indeterminados, que pueden evolucionar gradualmente con el tiempo al ser interpretados por los órganos jurisdiccionales de los Estados miembros. No obstante, tales conceptos no pueden cambiar drásticamente de contenido a capricho, sencillamente porque una autoridad nacional de supervisión desee aplicarlos a una serie de circunstancias nuevas que no están cubiertas por su interpretación anterior al tiempo que pretende que estén «claramente determinados».³¹ Permitir tal arbitrariedad comprometería el objetivo de la Directiva de garantizar claridad y transparencia a escala de la Unión, sobre todo para los agentes económicos.

63. En este sentido, resulta ilustrativo el hecho de que el órgano jurisdiccional remitente afirma que habría estimado los recursos presentados por MTP y Lauro 61 de no haber sido por la Directiva 2004/25. En efecto, las dudas que alberga el órgano jurisdiccional remitente sobre la correcta interpretación de sus propias normas bastan por sí mismas para demostrar que la normativa italiana controvertida no está «claramente determinad[a]» en el sentido del artículo 5, apartado 4, de la Directiva, de modo tal que permita una interpretación amplia del concepto de «colusión» a fin de establecer excepciones a la regla del precio más elevado abonado.

64. Habida cuenta de lo anterior, considero que el artículo 5, apartado 4, de la Directiva 2004/25 se opone a la aplicación de una norma de Derecho nacional que faculta a la autoridad nacional de supervisión a aumentar el precio propuesto en una oferta pública de adquisición cuando hay colusión, en una serie de circunstancias que, de no haber sido por la aplicación de la citada Directiva, no se habrían calificado como colusión conforme al Derecho nacional.

65. Por lo tanto, encuentro innecesario pronunciarse acerca de si la venta de las acciones Pirelli —y, en particular, el efecto del acuerdo de los accionistas— presenta un vínculo claro y directo con la operación que da lugar a la obligación de Lauro 61 de emitir una oferta pública de adquisición. En cualquier caso, dicho análisis, que requiere una apreciación de los hechos y de las pruebas, corresponde en último término al órgano jurisdiccional remitente.

IV. Conclusión

A la luz de las consideraciones anteriores, propongo al Tribunal de Justicia que responda a la cuestión planteada por el Consiglio di Stato (Consejo de Estado, Italia) que el artículo 5, apartado 4, de la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición, en su versión modificada por el Reglamento (CE) n.º 219/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de marzo de 2009, por el que se adaptan a la Decisión 1999/468/CE del Consejo determinados actos sujetos al procedimiento establecido en el artículo 251 del Tratado, en lo que se refiere al procedimiento de reglamentación con control — Adaptación al procedimiento de reglamentación con control — Segunda parte, debe interpretarse en el sentido de que se opone a la aplicación de una norma de Derecho nacional que faculta a la autoridad nacional de supervisión a modificar el precio propuesto en una oferta pública de adquisición cuando existe una colusión que, de no haber sido por la aplicación de la citada Directiva, no se habría calificado como colusión conforme al Derecho nacional.

³¹ Véase, en este sentido, la sentencia de 28 de junio de 2005, Dansk Rørindustri y otros/Comisión (C-189/02 P, C-202/02 P, C-205/02 P a C-208/02 P y C-213/02 P, EU:C:2005:408), apartados 217 y 218.