



Recopilación de la Jurisprudencia

SENTENCIA DEL TRIBUNAL DE JUSTICIA (Sala Tercera)

de 20 de julio de 2017*

«Procedimiento prejudicial — Derecho de sociedades — Directiva 2004/25/CE — Ofertas públicas de adquisición — Artículo 5, apartado 4, párrafo segundo — Posibilidad de modificar el precio de la oferta en circunstancias y según criterios claramente determinados — Normativa nacional que establece la posibilidad de que la autoridad supervisora incremente el precio de una oferta pública de adquisición en caso de colusión entre el oferente o las personas que actúen de concierto con él y uno o varios vendedores»

En el asunto C-206/16,

que tiene por objeto una petición de decisión prejudicial planteada, con arreglo al artículo 267 TFUE, por el Consiglio di Stato (Consejo de Estado, Italia), mediante resolución de 10 de noviembre de 2015, recibida en el Tribunal de Justicia el 13 de abril de 2016, en el procedimiento entre

Marco Tronchetti Provera SpA,

Antares European Fund Limited,

Antares European Fund II Limited,

Antares European Fund LP,

Luca Orsini Baroni,

UniCredit SpA,

Camfin SpA

y

Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob),

con intervención de:

Camfin SpA,

Generali Assicurazioni Generali SpA,

Antares European Fund Limited,

Antares European Fund II Limited,

* Lengua de procedimiento: italiano.

Antares European Fund LP,

Luca Orsini Baroni,

Marco Tronchetti Provera & C. SpA,

UniCredit SpA,

EL TRIBUNAL DE JUSTICIA (Sala Tercera),

integrado por el Sr. L. Bay Larsen, Presidente de Sala, y los Sres. M. Vilaras (Ponente), J. Malenovský, M. Safjan y D. Šváby, Jueces;

Abogado General: Sr. N. Wahl;

Secretario: Sr. R. Schiano, administrador;

habiendo considerado los escritos obrantes en autos y celebrada la vista el 1 de febrero de 2017;

consideradas las observaciones presentadas:

- en nombre de Camfin SpA, por los Sres. A. Zoppini y G. M. Roberti y la Sra. I. Perego, avvocati;
- en nombre de la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob), por el Sr. G. Randisi, la Sra. S. Lopatriello, el Sr. S. Providenti y la Sra. A. Atripaldi, avvocati;
- en nombre del Gobierno italiano, por la Sra. G. Palmieri, en calidad de agente, asistida por los Sres. P. Gentili y S. Fiorentino, avvocati dello Stato;
- en nombre de la Comisión Europea, por los Sres. V. Di Bucci y H. Støvlbæk, en calidad de agentes;

oídas las conclusiones del Abogado General, presentadas en audiencia pública el 15 de marzo de 2017;

dicta la siguiente

Sentencia

- 1 La petición de decisión prejudicial versa sobre la interpretación del artículo 5, apartado 4, párrafo segundo, 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 (DO 2004, L 142, p. 12).
- 2 Dicha petición se presentó en el contexto de cuatro litigios entre varias sociedades mercantiles italianas y la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob) (Comisión Nacional del Mercado de Valores, Italia), relativos a la legalidad de la decisión adoptada por esta última de modificar al alza el precio de una oferta pública de adquisición (OPA).

Marco jurídico

Derecho de la Unión

- 3 A tenor de los considerandos 1 a 3 y 9 de la Directiva 2004/25:
- «(1) Conforme a la letra g) del apartado 2 del artículo [50] del Tratado [FUE], es preciso coordinar, haciéndolas equivalentes en toda la [Unión Europea], determinadas garantías que los Estados miembros exigen a las sociedades sujetas al Derecho de un Estado miembro y cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado regulado de un Estado miembro, a fin de proteger los intereses tanto de los socios como de terceros.
 - (2) Es necesario proteger los intereses de los titulares de valores de sociedades que estén sujetas al Derecho de un Estado miembro cuando éstas sean objeto de una oferta pública de adquisición o de un cambio de control y al menos parte de sus valores estén admitidos a negociación en un mercado regulado en un Estado miembro.
 - (3) Debe haber 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 e impedir que los planes de reestructuración de sociedades en la [Unión] se vean falseados por diferencias arbitrarias en las culturas de administración y gestión.
- [...]
- (9) Los Estados miembros deben tomar las medidas oportunas para proteger a los titulares de valores y, en especial, los que posean participaciones minoritarias, en caso de cambio del control de su sociedad. Es preciso que dicha protección se garantice mediante la imposición a todo comprador que haya adquirido el control de una sociedad de la obligación de presentar una oferta que proponga a todos los titulares de valores adquirir la totalidad de sus títulos a un precio equitativo que sea objeto de definición común. Los Estados miembros deben poder establecer medios suplementarios para la protección de los intereses de los titulares de valores, tales como la obligación de presentar una oferta parcial cuando el oferente no adquiera el control de la sociedad o la obligación de presentar una oferta simultáneamente a la adquisición del control de la sociedad.»
- 4 El artículo 3 de esta Directiva, cuyo epígrafe es «Principios generales», dispone:
- «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; a la hora de asesorar a los titulares de valores, el órgano de administración o dirección de la sociedad afectada presentará un dictamen relativo a las repercusiones de la aplicación de la oferta en el empleo, las condiciones de trabajo y la localización de los centros de actividad de la sociedad;

- c) el órgano de administración o dirección de la sociedad afectada deberá obrar en defensa de los intereses de la sociedad en su conjunto y no denegar a los titulares de valores la posibilidad de decidir sobre la idoneidad de la oferta;
- 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;
- e) un oferente únicamente deberá anunciar una oferta una vez se asegure de que pueda hacer frente íntegramente, en su caso, a cualquier oferta de contraprestación en efectivo y previa adopción de todas las medidas razonables para garantizar el cumplimiento de cualquier otro tipo de contraprestación;
- f) la sociedad afectada no deberá ver sus actividades obstaculizadas durante más tiempo del razonable por el hecho de que sus valores sean objeto de una oferta.

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.»

5 El artículo 5 de dicha Directiva, que lleva por epígrafe «Protección de los accionistas minoritarios, oferta obligatoria y precio equitativo», dispone en sus apartados 1 a 4:

«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 a efectos del apartado 1 del artículo 1 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.

2. La oferta obligatoria contemplada en el apartado 1 no será aplicable cuando el control se haya adquirido tras una oferta voluntaria presentada conforme a la presente Directiva a todos los titulares de valores por la totalidad de sus valores.

3. El porcentaje de derechos de voto que confiera el control de la sociedad a efectos de lo dispuesto en el apartado 1, así como su método de cálculo, se determinarán por las normas del Estado miembro en el que la sociedad tenga su domicilio social.

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.»

Derecho italiano

- 6 El artículo 106 del decreto legislativo 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, por el que se aprueba 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), de 24 de febrero de 1998 (suplemento ordinario de la GURI n.º 71, de 26 de marzo de 1998), en su versión aplicable a los hechos del litigio principal (en lo sucesivo, «Decreto Legislativo»), cuyo epígrafe es «Oferta pública de adquisición de la totalidad por la totalidad de las acciones», establece lo siguiente:

«1. Toda persona que, a resultas de una adquisición, alcance una participación superior al treinta por ciento presentará una oferta pública de adquisición dirigida a todos los titulares de valores por la totalidad de los valores admitidos a negociación en un mercado regulado que posean.

2. Para cada clase de valores, la oferta se realizará en el plazo de veinte días a un precio que no podrá ser inferior al precio más elevado que hayan abonado el oferente y las personas que actúen de concierto con él, durante los doce meses anteriores a la comunicación prevista en el artículo 102, [párrafo primero], por la compra de valores de la misma clase. Si durante el período indicado no se han adquirido a título oneroso valores de la misma clase, la oferta para esa clase de valores se realizará a un precio que no podrá ser inferior a la cotización media ponderada del mercado durante los doce últimos meses o el período inferior disponible.

[...]

3. La Consob regulará mediante reglamento los supuestos en que:

- a) la participación contemplada [en el apartado primero] se adquiera mediante la adquisición de participaciones en sociedades cuyo capital esté constituido mayoritariamente por valores emitidos por otra sociedad, conforme a lo dispuesto en el artículo 105, apartado 1;
- b) la obligación de presentar la oferta resulte de adquisiciones superiores al cinco por ciento por parte de personas que ya fueran titulares de la participación contemplada en el apartado 1, sin disponer de la mayoría de los derechos de voto en la junta general;
- c) previa decisión motivada de la Consob, la oferta se formule a un precio inferior al precio más elevado ya abonado, fijando los criterios para determinar dicho precio y a condición de que concurra alguna de las siguientes circunstancias:
 - 1) los precios de mercado se han visto afectados por acontecimientos extraordinarios o existen indicios fundados de que han sido manipulados;

- 2) el precio más elevado pagado por el oferente o las personas que actúen de concierto con él durante el periodo contemplado en el apartado 2 es el precio de operaciones de compraventa de los valores objeto de la oferta efectuadas en condiciones de mercado y en el contexto de la gestión ordinaria de su actividad característica, o el precio de operaciones de compraventa a las que se haya aplicado alguna de las exenciones establecidas en el apartado 5;
 - d) previa decisión motivada de la Consob, la oferta se formule a un precio superior al precio más elevado ya abonado, a condición de que ello sea necesario para la protección de los inversores y de que concurra al menos alguna de las siguientes circunstancias:
 - 1) el oferente o las personas que actúen de concierto con él han fijado un precio para la adquisición de los valores superior al pagado para la adquisición de valores de la misma clase;
 - 2) ha existido colusión entre el oferente o las personas que actúan de concierto con él y uno o varios vendedores;
- [...]
- 4) existen indicios fundados de que los precios de mercado han sido manipulados.

3-bis La Consob, en consideración de las características de los instrumentos financieros emitidos, podrá establecer, por vía reglamentaria, los supuestos en los que sea obligatoria la presentación de una oferta a resultas de adquisiciones que conlleven la titularidad conjunta de valores y de otros instrumentos financieros que confieran derechos de voto sobre las cuestiones contempladas en el artículo 105, en un porcentaje que pueda atribuir unos derechos de voto totales equivalentes a los que de quien posea la participación indicada en el apartado 1.

3-ter. Las medidas establecidas en las letras c) y d) del apartado 3 se publicarán conforme a las modalidades indicadas en el reglamento que se menciona en el artículo 103, párrafo 4, letra f).

[...]»

- 7 Mediante su Decisión n.º 11971, 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), que posteriormente fue objeto de diversas modificaciones (en lo sucesivo, «Reglamento sobre entidades emisoras»). El artículo 47 *octies* de este Reglamento, que lleva por epígrafe «Aumento del precio en caso de colusión», dispone lo siguiente en su apartado 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] cuando, como consecuencia de la colusión constatada entre el oferente o las personas que actúen de concierto con él 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.»

Litigio principal y cuestión prejudicial

- 8 Marco Tronchetti Provera & C. SpA (en lo sucesivo, «MTP») constituyó, a través de sociedades interpuestas, Lauro Sessantuno SpA (en lo sucesivo, «Lauro 61») con el fin de adquirir la mayoría de las acciones de Camfin SpA, holding de participaciones que no ejerce directamente ninguna actividad industrial, sino que obtiene sus resultados de las empresas participadas. Entre estas empresas figura Pirelli & C. SpA (en lo sucesivo, «Pirelli»), en la que Camfin tiene el 26,19 % de los derechos de voto.
- 9 El 5 de junio de 2013, Lauro 61 comunicó al mercado una OPA por la totalidad de las acciones ordinarias de Camfin al precio de 0,80 euros por acción, que era el precio más elevado pagado en los últimos doce meses, conforme al artículo 106, apartado 2, del Decreto Legislativo. La OPA era

obligatoria debido a que Lauro 61 poseía una participación del 60,99 % en el capital social de Camfin tras haber adquirido varias participaciones directas en Camfin a otros accionistas, entre ellos Malacalza Investimenti Srl (en lo sucesivo, «MCI»).

- 10 Paralelamente a la OPA, Lauro 61 comunicó al mercado la disolución de los acuerdos existentes entre MTP y MCI relativos, en particular, a Camfin. Por su parte, MCI comunicó al mercado que había vendido sus acciones en esta última sociedad y que había efectuado otra operación, a saber, la compra de una participación del 6,98 % en el capital social de Pirelli a dos sociedades que, junto con Camfin y otros accionistas de referencia de ésta, habían concluido un acuerdo de bloqueo (en lo sucesivo, «pacto Pirelli»), tras haber sido autorizados los transmitentes de esas acciones por dicho pacto a excluir del mismo la totalidad o una parte de sus acciones boqueadas.
- 11 El 11 de octubre de 2013, la OPA concluyó con éxito y Lauro 61 se convirtió en titular de la totalidad del capital social de Camfin.
- 12 Entretanto, el 12 de septiembre de 2013, la Consob había incoado un procedimiento de aumento del precio a instancias de algunos accionistas minoritarios de Camfin, sobre la base, en particular, del artículo 106, apartado 3, letra d), punto 2, del Decreto Legislativo y del artículo 47 *octies* del Reglamento sobre entidades emisoras.
- 13 Mediante la Decisión n.º 18662, de 25 de septiembre de 2013, la Consob consideró que entre Lauro 61 y otras personas que actuaban de concierto con ella, por una parte, y MCI, por otra parte, existía un pacto colusorio, conforme al cual MCI había vendido a Lauro 61 acciones de Camfin al precio de 0,80 euros por acción y, en contrapartida, había comprado acciones de Pirelli a los firmantes del pacto Pirelli al precio de 7,80 euros por acción, precio inferior al que habría resultado del valor del mercado, de 8 euros por acción. Habida cuenta de la ventaja así obtenida por MCI, la Consob estimó que el precio de una acción de Camfin debía incrementarse hasta 0,83 euros (en lo sucesivo, «Decisión n.º 18662»).
- 14 La Decisión n.º 18662 fue objeto de diversos recursos de anulación ante el Tribunale amministrativo regionale per il Lazio (Tribunal Regional de lo Contencioso-Administrativo del Lacio, Italia). En alguno de esos recursos se alegó que el artículo 106, apartado 3, letra d), punto 2, del Decreto Legislativo y el artículo 47 *octies* del Reglamento sobre entidades emisoras no eran aplicables, por ser contrarios al artículo 5, apartado 4, de la Directiva 2004/25.
- 15 El Tribunale amministrativo regionale per il Lazio (Tribunal Regional de lo Contencioso-Administrativo del Lacio) desestimó los diferentes recursos. A su juicio, la constatación de la existencia de un pacto colusorio constituía únicamente un requisito de hecho para que la Consob ejerciera su facultad de modificación del precio, cuya única finalidad era el restablecimiento de una situación equitativa para proteger a los accionistas minoritarios de Camfin, permitiéndoles obtener una ventaja idéntica a la obtenida por el titular de una participación de control importante. Estimó, además, que no concurrían los requisitos necesarios para plantear una cuestión prejudicial ante el Tribunal de Justicia, puesto que no existían dudas acerca de la respuesta que cabía aportar conforme a la normativa de la Unión.
- 16 Por lo que respecta a la fundamentación de la Decisión n.º 18662, dicho órgano jurisdiccional estimó que no era necesario que la Consob demostrara que el comportamiento de las partes hubiera estado voluntariamente dirigido a eludir la normativa en materia de OPA, sino simplemente que era objetivamente idóneo para producir ese efecto, al atribuir a MCI una contraprestación mayor que la declarada a efectos de la OPA, a saber, la adquisición de acciones de Pirelli a un precio reducido. En su análisis global de los intereses de los diferentes operadores implicados, este órgano jurisdiccional consideró que el acuerdo con MCI era un objetivo perseguido por los firmantes del pacto Pirelli que

participaban en la operación de adquisición de Camfin, pero también por todos los demás firmantes de ese pacto, que eran personas objetivamente interesadas en la conclusión de un acuerdo global entre MTP y MCI.

- 17 Las sociedades que vieron desestimadas sus pretensiones en primera instancia recurrieron en apelación las correspondientes sentencias ante el Consiglio di Stato (Consejo de Estado, Italia).
- 18 El órgano jurisdiccional remitente recuerda, en primer lugar, la razón de ser de las disposiciones relativas a la determinación del precio de la OPA obligatoria y expone las principales consideraciones formuladas en las sentencias de primera instancia. A continuación, presenta lo esencial de las alegaciones de las recurrentes en el litigio principal, según las cuales la inexistencia de obligación de verificar la presencia del elemento intencional en todos los participantes en la supuesta colusión confiere a la autoridad supervisora un margen de apreciación ilimitado en la evaluación de los comportamientos del oferente y del vendedor, así como de los terceros que operen en el mercado. En opinión de las recurrentes, ese margen es incompatible con la exigencia de seguridad jurídica en la definición *ex ante* de los comportamientos que pueden dar lugar al aumento del precio de la OPA.
- 19 El órgano jurisdiccional remitente señala que en diferentes ámbitos del Derecho italiano existen disposiciones que califican determinados comportamientos de colusión y que, en tales disposiciones, este concepto significa «acuerdo oculto y fraudulento en perjuicio de terceros con el fin de eludir preceptos legales imperativos», lo que implica la existencia de un elemento volitivo e intencional en todos los participantes en el acuerdo. Ahora bien, a su juicio, si se aplicara este concepto, en los términos expuestos, al ámbito jurídico objeto del litigio principal, deberían estimarse los motivos de recurso, puesto que las sociedades que vendieron sus participaciones en Pirelli a MCI no participaron en ningún acuerdo oculto y fraudulento.
- 20 No obstante, el órgano jurisdiccional remitente destaca la especificidad del ámbito jurídico objeto del litigio principal, en el que la facultad de modificación conferida a la Consob es de naturaleza reglamentaria y no represiva, lo que podría constituir un obstáculo para la transposición pura y simple a dicho ámbito jurídico del concepto de «colusión» tal como se entiende en los demás ámbitos del Derecho italiano. Asimismo, señala que en Derecho de la competencia y en la regulación conexas de los mercados, el concepto de «acuerdo prohibido» también puede aplicarse a comportamientos aparentemente autónomos de los operadores en los casos en que tales comportamientos provoquen objetivamente al efecto prohibido por la Ley. De ello resulta en su opinión que, como señaló el Tribunale amministrativo regionale per il Lazio (Tribunal Regional de lo Contencioso-Administrativo del Lacio), para constatar la existencia de colusión no es necesario que la autoridad supervisora demuestre que el comportamiento de las partes tuvo por objeto eludir la normativa en materia de OPA.
- 21 No obstante, al igual que las partes en el litigio principal, el órgano jurisdiccional remitente se pregunta si, como consecuencia de su indeterminación, el concepto de «colusión», en los términos en que se define en el Decreto Legislativo y en el Reglamento sobre entidades emisoras, contraviene el principio de certeza en lo concerniente a los requisitos de ejercicio de la facultad de modificación del precio de la OPA por parte de las autoridades nacionales, establecida en el artículo 5, apartado 4, párrafo segundo, de la Directiva 2004/25. Observa que los operadores de mercado de una sociedad cotizada no podrían efectuar una evaluación previa de los comportamientos que se deben adoptar antes de una OPA, con la consecuencia de que comportamientos neutros y lícitos con arreglo a una valoración *ex ante* podrían calificarse *ex post*, con arreglo a una recalificación basada exclusivamente en los efectos objetivos de una situación más compleja, desconocida para los operadores y las personas implicadas, de comportamientos colusorios que justifican un aumento del precio de la OPA.

- 22 En tales circunstancias, 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 aplicación correcta 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 el artículo 47 *octies* del [Reglamento sobre entidades emisoras], en la medida en que tales disposiciones facultan a la Consob para incrementar el precio de la oferta pública de adquisición, conforme a lo establecido en el citado artículo 106, cuando concurra la circunstancia de que “ha existido 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?»

Sobre la cuestión prejudicial

- 23 En su cuestión prejudicial, el órgano jurisdiccional remitente pregunta, en esencia, si el artículo 5, apartado 4, párrafo segundo, de la Directiva 2004/25 debe interpretarse en el sentido de que se opone a una normativa nacional, como la controvertida en el litigio principal, que permite que la autoridad supervisora nacional incremente el precio de una OPA en caso de colusión, sin precisar qué comportamientos específicos caracterizan este concepto.
- 24 Como resulta de los considerandos 1 a 3 y 9 de la Directiva 2004/25, ésta tiene por objeto proteger los intereses de los titulares de valores de las sociedades cuyo control haya sido adquirido por una persona física o jurídica y, en esta perspectiva, garantizar la claridad y la transparencia de las normas en materia de OPA.
- 25 A tal efecto, esta Directiva establece, en su artículo 1, apartado 1, medidas de coordinación de los Derechos de los Estados miembros en relación con las OPA de valores de sociedades sujetas al Derecho de un Estado miembro, cuando todos o parte de dichos valores estén admitidos a negociación en un mercado regulado.
- 26 El artículo 3, apartado 1, de esta Directiva fija los principios rectores que deben respetarse al aplicarla, calificándolos de principios generales (véase, en este sentido, la sentencia de 15 de octubre de 2009, Audiolux y otros, C-101/08, EU:C:2009:626, apartado 51). Entre ellos figura el principio según el cual, cuando una persona adquiera el control de una sociedad, debe protegerse a los titulares de valores.
- 27 A fin de garantizar el respeto de dichos principios, el artículo 3, apartado 2, letras a) y b), de la Directiva 2004/25 dispone que los Estados miembros, por una parte, velarán por que se cumplan los requisitos mínimos establecidos en la Directiva y, por otra parte, podrán establecer condiciones complementarias y disposiciones más estrictas que las previstas en la Directiva con vistas a reglamentar las ofertas.
- 28 Bajo el epígrafe «Protección de los accionistas minoritarios, oferta obligatoria y precio equitativo», el artículo 5 de esta misma Directiva establece esencialmente dos normas que se imponen a los Estados miembros y una tercera que éstos pueden decidir aplicar, con el fin de proteger los intereses de los titulares de valores de sociedades.
- 29 En primer lugar, el artículo 5, apartado 1, de la Directiva 2004/25 establece el principio de la oferta obligatoria de adquisición de valores de una sociedad determinada. Dispone así que, 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 comprendida en el ámbito de aplicación de la Directiva, tales que, sumados, en su caso, a los que ya posea 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, oferta que se realizará por la totalidad de los valores de estos accionistas al precio equitativo que se define en el apartado 4 del mismo artículo.

- 30 A continuación, y también con el fin de garantizar la protección de los accionistas minoritarios de la sociedad objeto de la OPA, el artículo 5, apartado 4, párrafo primero, de la Directiva 2004/25 establece, con carácter principal, que se considerará precio equitativo el precio más elevado que haya abonado por los mismos valores el oferente o las personas que actúen de concierto con él, 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 del mismo artículo.
- 31 En último lugar, el artículo 5, apartado 4, párrafo segundo, de la Directiva 2004/25 dispone que, siempre y cuando se respeten los principios a que se refiere el apartado 1 del artículo 3, los Estados miembros pueden autorizar a las autoridades supervisoras, contempladas en el artículo 4 de esta Directiva, a modificar el precio equitativo en circunstancias y según criterios determinados, y que, a tal fin, los Estados miembros pueden, por una parte, elaborar una lista de circunstancias en las que el precio equitativo podrá modificarse al alza o a la baja y, por otra parte, definir los criterios que deben utilizarse en estos casos. El artículo 5, apartado 4, párrafo segundo, de esta Directiva precisa que tales circunstancias y tales criterios deben estar claramente determinados, y menciona algunos ejemplos de ambos.
- 32 De estas disposiciones se deduce que, cuando un Estado miembro decida autorizar a la autoridad supervisora a modificar el precio equitativo, definido en el artículo 5, apartado 4, párrafo primero, de la Directiva 2004/25, a fin de fijar el precio al que debe realizarse una OPA, esta facultad de modificación debe ejercerse respetando los principios rectores formulados en el artículo 3, apartado 1, de la Directiva.
- 33 A este respecto, cuando el Estado miembro fije, de conformidad con el artículo 5, apartado 4, párrafo segundo, de dicha Directiva, las circunstancias determinadas en que puede ejercerse tal facultad de modificación, debe tener especialmente en cuenta el principio de protección de los intereses de los titulares de valores de la sociedad cuyo control ha sido adquirido por una persona física o jurídica, establecido en el artículo 3, apartado 1, antes citado.
- 34 Éstas son las consideraciones que deben tenerse en cuenta para responder a la cuestión prejudicial.
- 35 De la petición de decisión prejudicial se desprende que la cuestión planteada tiene un doble alcance. Por una parte, el órgano jurisdiccional remitente se pregunta si un concepto jurídico abstracto que no remite a comportamientos identificados con precisión puede constituir una circunstancia claramente determinada, en el sentido del artículo 5, apartado 4, párrafo segundo, de la Directiva 2004/25. Por otra parte, se pregunta si el hecho de que tal concepto adopte en otros ámbitos del Derecho nacional un significado diferente del que tiene en la normativa controvertida en el litigio principal puede afectar a la respuesta que debe darse a esta cuestión.
- 36 En el presente asunto, de la resolución de remisión resulta que la normativa controvertida en el litigio principal considera que la «colusión entre el oferente o las personas que actúen de concierto con él y uno o más vendedores» constituye una de las circunstancias determinadas en las que la autoridad supervisora puede modificar al alza el precio equitativo de una OPA.

- 37 En primer lugar, es preciso hacer constar que el artículo 5, apartado 4, párrafo segundo, de la Directiva 2004/25 confiere a los Estados miembros un margen de apreciación para definir las circunstancias en las que sus autoridades supervisoras pueden modificar el precio equitativo, a condición, no obstante, de que tales circunstancias estén claramente determinadas.
- 38 Esta disposición indica que los Estados miembros pueden elaborar una lista de las referidas circunstancias y menciona, a tal efecto, distintos ejemplos que remiten a formulaciones generales para ilustrar las circunstancias que pueden justificar una modificación al alza o a la baja del precio equitativo, como pueden ser un acuerdo entre vendedor y comprador, unos acontecimientos excepcionales o una manipulación del precio de los valores de que se trate.
- 39 En este contexto, como señaló en resumen el Abogado General en los puntos 52 y 53 de sus conclusiones, el artículo 5, apartado 4, párrafo segundo, de la Directiva 2004/25 no puede interpretarse en el sentido de que se opone a que un Estado miembro utilice en la normativa de transposición de esta disposición un concepto jurídico abstracto, como en el presente asunto el de «colusión», en cuanto circunstancia claramente determinada en el sentido de dicha disposición.
- 40 Además, el mero hecho de utilizar un concepto jurídico abstracto no significa que la norma nacional que lo contiene adolezca de una ambigüedad tal que impida que el Estado miembro que la haya adoptado pueda disipar con suficiente certeza las eventuales dudas sobre el alcance y el sentido de dicha norma (véase, en este sentido, la sentencia de 14 de abril de 2005, Bélgica/Comisión, C-110/03, EU:C:2005:223, apartado 31).
- 41 Ciertamente, tanto el respeto del principio de seguridad jurídica como la necesidad 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 (sentencias de 16 de noviembre de 2000, Comisión/Grecia, C-214/98, EU:C:2000:624, apartado 23, y de 14 de enero de 2010, Comisión/República Checa, C-343/08, EU:C:2010:14, apartado 40).
- 42 Sin embargo, estos requisitos no pueden interpretarse en el sentido de que exigen que una norma que utilice un concepto jurídico abstracto mencione los distintos supuestos concretos en los que podrá aplicarse, ya que el legislador no puede determinar por anticipado todos esos supuestos.
- 43 Por consiguiente, el artículo 5, apartado 4, párrafo segundo, de la Directiva 2004/25 no puede interpretarse en el sentido de que, si un Estado miembro ha establecido, como ocurre en el asunto principal, en la normativa adoptada para transponer esta disposición que una de las circunstancias claramente determinadas, en el sentido de la misma, es la «colusión entre el oferente o las personas que actúen de concierto con él y uno o varios vendedores», dicha disposición exige que ese Estado precise qué comportamientos específicos caracterizan tal colusión.
- 44 En segundo lugar, el órgano jurisdiccional remitente se pregunta si el artículo 5, apartado 4, párrafo segundo, de esta Directiva se opone a que, para definir una de las circunstancias en las que puede modificarse el precio equitativo, un Estado miembro se remita al concepto de «colusión», que en el contexto de la normativa controvertida en el litigio principal adopta un significado diferente del que recibe en otros ámbitos del Derecho nacional.
- 45 En la medida en que esta disposición persigue el objetivo de proteger a titulares de valores de sociedades que sean objeto de una OPA, y en particular a los accionistas minoritarios, objetivo consagrado por la Directiva 2004/25 y mencionado en los apartados 24 a 33 de la presente sentencia, cuando un Estado miembro utiliza un concepto como el de «colusión» para definir una de las circunstancias en las que puede modificarse el precio equitativo, el hecho de que tal concepto adopte

un significado diferente en otros ámbitos del Derecho nacional no impide que, al ser utilizado en el contexto de la normativa nacional relativa a las OPA, pueda considerarse conforme a los requisitos del artículo 5, apartado 4, párrafo segundo, de esta Directiva.

- 46 Dicho esto, con el fin de satisfacer la exigencia de seguridad jurídica, los Estados miembros deben velar por que la interpretación que debe darse a este concepto en el ámbito de las OPA pueda deducirse de forma suficientemente clara, precisa y previsible de la normativa nacional de que se trate, aplicando los métodos de interpretación reconocidos por el Derecho interno.
- 47 Corresponde al órgano jurisdiccional remitente verificar si éste es el caso por lo que respecta al concepto de «colusión» en el contexto de la normativa controvertida en el asunto principal.
- 48 De las consideraciones expuestas se deduce que el artículo 5, apartado 4, párrafo segundo, de la Directiva 2004/25 debe interpretarse en el sentido de que no se opone a una normativa nacional, como la controvertida en el litigio principal, que permite que la autoridad supervisora nacional incremente el precio de una OPA en caso de «colusión», sin precisar qué comportamientos específicos caracterizan este concepto, siempre y cuando la interpretación de dicho concepto pueda deducirse de forma suficientemente clara, precisa y previsible de tal normativa, aplicando los métodos de interpretación reconocidos por el Derecho interno.

Costas

- 49 Dado que el procedimiento tiene, para las partes del litigio principal, el carácter de un incidente promovido ante el órgano jurisdiccional nacional, corresponde a éste resolver sobre las costas. Los gastos efectuados por quienes han presentado observaciones ante el Tribunal de Justicia sin ser partes del litigio principal no pueden ser objeto de reembolso.

En virtud de todo lo expuesto, el Tribunal de Justicia (Sala Tercera) declara:

El artículo 5, apartado 4, párrafo segundo, 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, debe interpretarse en el sentido de no se opone a una normativa nacional, como la controvertida en el litigio principal, que permite que la autoridad supervisora nacional incremente el precio de una oferta pública de adquisición en caso de «colusión», sin precisar qué comportamientos específicos caracterizan este concepto, siempre y cuando la interpretación de dicho concepto pueda deducirse de forma suficientemente clara, precisa y previsible de tal normativa, aplicando los métodos de interpretación reconocidos por el Derecho interno.

Firmas