



Raccolta della giurisprudenza

SENTENZA DELLA CORTE (Terza Sezione)

20 luglio 2017*

«Rinvio pregiudiziale – Diritto delle società – Direttiva 2004/25/CE – Offerte pubbliche di acquisto – Articolo 5, paragrafo 4, secondo comma – Possibilità di rettificare il prezzo dell’offerta in circostanze e secondo criteri chiaramente determinati – Normativa nazionale che prevede la possibilità per l’autorità di vigilanza di aumentare il prezzo di un’offerta pubblica di acquisto in caso di collusione tra l’offerente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo e uno o più venditori»

Nella causa C-206/16,

avente ad oggetto la domanda di pronuncia pregiudiziale proposta alla Corte, ai sensi dell’articolo 267 TFUE, dal Consiglio di Stato, con ordinanza del 10 novembre 2015, pervenuta in cancelleria il 13 aprile 2016, nel procedimento

Marco Tronchetti Provera SpA,

Antares European Fund Limited,

Antares European Fund II Limited,

Antares European Fund LP,

Luca Orsini Baroni,

UniCredit SpA,

Camfin SpA

contro

Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob)

nei confronti di:

Camfin SpA,

Generali Assicurazioni Generali SpA,

Antares European Fund Limited,

Antares European Fund II Limited,

Antares European Fund LP,

* Lingua processuale: l’italiano.

Luca Orsini Baroni,

Marco Tronchetti Provera & C. SpA,

UniCredit SpA,

LA CORTE (Terza Sezione),

composta da L. Bay Larsen, presidente di sezione, M. Vilaras (relatore), J. Malenovský, M. Safjan e D. Šváby, giudici,

avvocato generale: N. Wahl

cancelliere: R. Schiano, amministratore

vista la fase scritta del procedimento e in seguito all'udienza del 1° febbraio 2017,

considerate le osservazioni presentate:

- per la Camfin SpA, da A. Zoppini, G.M. Roberti e I. Perego, avvocati;
- per la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob), da G. Randisi, S. Lopatriello, S. Providenti e A. Atripaldi, avvocati;
- per il governo italiano, da G. Palmieri, in qualità di agente, assistita da P. Gentili e S. Fiorentino, avvocati dello Stato;
- per la Commissione europea, da V. Di Bucci e H. Støvlbæk, in qualità di agenti,

sentite le conclusioni dell'avvocato generale, presentate all'udienza del 15 marzo 2017,

ha pronunciato la seguente

Sentenza

- 1 La domanda di pronuncia pregiudiziale verte sull'interpretazione dell'articolo 5, paragrafo 4, secondo comma, della direttiva 2004/25/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 aprile 2004, concernente le offerte pubbliche di acquisto (GU 2004, L 142, pag. 12).
- 2 Tale domanda è stata sollevata nell'ambito di quattro controversie tra diverse società commerciali italiane e la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob, Italia), per quanto riguarda la legittimità di una decisione di quest'ultima di aumentare il prezzo di un'offerta pubblica di acquisto (OPA).

Contesto normativo

Diritto dell'Unione

3 Ai sensi dei considerando da 1 a 3 e 9 della direttiva 2004/25:

«(1) Conformemente all'articolo [50], paragrafo 2, lettera g), [TFUE] è necessario coordinare, al fine di renderle equivalenti in tutta [l'Unione europea], talune garanzie che gli Stati membri esigono dalle società disciplinate dalle leggi di uno Stato membro ed i cui titoli sono ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato di uno Stato membro, per proteggere gli interessi tanto dei soci come dei terzi.

(2) È necessario tutelare gli interessi dei possessori di titoli delle società disciplinate dalle leggi degli Stati membri quando dette società sono oggetto di un'offerta pubblica di acquisto, ovvero si verifica un cambiamento nel controllo di dette società, ed almeno una parte dei loro titoli è ammessa alla negoziazione su un mercato regolamentato di uno Stato membro.

(3) È necessario creare un contesto chiaro e trasparente a livello [dell'Unione] per quanto riguarda i problemi giuridici da risolvere nel caso di offerte pubbliche di acquisto e prevenire distorsioni nei processi di ristrutturazione societaria a livello [dell'Unione] causate da diversità arbitrarie nelle culture di regolamentazione e di gestione.

(...)

(9) È opportuno che gli Stati membri adottino le misure necessarie per tutelare i possessori di titoli, in particolare quelli con partecipazioni di minoranza, quando è stato acquisito il controllo delle loro società. Gli Stati membri dovrebbero assicurare tale tutela obbligando chiunque acquisisca il controllo di una società a promuovere un'offerta rivolta a tutti i possessori di titoli di tale società, proponendo loro di acquisire la totalità dei loro titoli ad un prezzo equo definito in comune. Gli Stati membri dovrebbero poter istituire altri strumenti per la tutela degli interessi dei possessori di titoli, come l'obbligo di promuovere un'offerta parziale quando l'offerente non acquisisce il controllo della società o l'obbligo di promuovere un'offerta simultaneamente all'assunzione di controllo della società».

4 L'articolo 3 di tale direttiva, intitolato «Principi generali», dispone quanto segue:

«1. Ai fini dell'attuazione della presente direttiva, gli Stati membri provvedono a che siano applicati i seguenti principi:

a) tutti i possessori di titoli di una società emittente della stessa categoria devono beneficiare di un trattamento equivalente; inoltre, se una persona acquisisce il controllo di una società, gli altri possessori di titoli devono essere tutelati;

b) i possessori di titoli di una società emittente devono disporre di un lasso di tempo e di informazioni sufficienti per poter decidere con cognizione di causa in merito all'offerta; qualora consigli i possessori di titoli, l'organo di amministrazione della società emittente presenta il suo parere per quanto riguarda le ripercussioni della realizzazione dell'offerta sull'occupazione, le condizioni di occupazione ed i siti di lavoro della società;

c) l'organo di amministrazione di una società emittente deve agire nell'interesse della società nel suo insieme e non può negare ai possessori di titoli la possibilità di decidere del merito dell'offerta;

- d) non si devono creare mercati fittizi per i titoli della società emittente, della società offerente o di qualsiasi altra società interessata dall'offerta in modo tale da innescare aumenti o cali artificiali delle quotazioni dei titoli e da falsare il normale funzionamento dei mercati;
- e) un offerente può annunciare un'offerta solo dopo essersi messo in condizione di poter far fronte pienamente ad ogni impegno di pagamento del corrispettivo in contanti, se questo è stato offerto, e dopo aver adottato tutte le misure ragionevoli per assicurare il soddisfacimento degli impegni relativi a corrispettivi di altra natura;
- f) la società emittente non deve essere ostacolata nelle sue attività oltre un ragionevole lasso di tempo, per effetto di un'offerta sui suoi titoli.

2. Perché siano applicati i principi enunciati nel paragrafo 1, gli Stati membri:

- a) provvedono a che siano soddisfatti i requisiti minimi stabiliti dalla presente direttiva;
- b) possono fissare ulteriori condizioni e disposizioni più rigorose di quelle prescritte dalla presente direttiva per regolamentare le offerte».

5 L'articolo 5 della suddetta direttiva, intitolato «Tutela degli azionisti di minoranza; offerta obbligatoria e prezzi equi», dispone quanto segue ai suoi paragrafi da 1 a 4:

«1. Gli Stati membri provvedono a che, qualora una persona fisica o giuridica, per effetto di propri acquisti o dell'acquisto da parte di persone che agiscono di concerto con essa, detenga titoli di una società che, sommati ad una partecipazione già in suo possesso e ad una partecipazione di persone che agiscono di concerto con essa, le conferiscano, direttamente o indirettamente, diritti di voto in detta società in una percentuale tale da esercitare il controllo della stessa, detta persona sia tenuta a promuovere un'offerta per tutelare gli azionisti di minoranza di tale società. L'offerta è promossa quanto prima ed è indirizzata a tutti i possessori dei titoli per la totalità delle loro partecipazioni, al prezzo equo definito nel paragrafo 4.

2. Non sussiste l'obbligo di promuovere un'offerta di cui al paragrafo 1 qualora il controllo sia stato ottenuto a seguito di un'offerta volontaria presentata conformemente alla presente direttiva a tutti i possessori di titoli per la totalità dei titoli in loro possesso.

3. La percentuale di diritti di voto sufficiente a conferire il controllo ai sensi del paragrafo 1 e le modalità del calcolo sono determinate dalle norme dello Stato membro in cui la società ha la propria sede legale.

4. È considerato prezzo equo il prezzo massimo pagato per gli stessi titoli dall'offerente, o da persone che agiscono di concerto con lui, in un periodo, che spetta agli Stati membri determinare, di non meno di sei e non più di dodici mesi antecedenti all'offerta di cui al paragrafo 1. Se, dopo che l'offerta è stata resa pubblica e prima che venga chiusa per l'accettazione, l'offerente o qualsiasi persona che agisca di concerto con lui acquista titoli a un prezzo superiore a quello dell'offerta, l'offerente deve aumentare la sua offerta a non meno del prezzo massimo pagato per i titoli così acquistati.

Nel rispetto dei principi generali contenuti nell'articolo 3, paragrafo 1, gli Stati membri possono autorizzare le autorità di vigilanza a modificare il prezzo di cui al comma precedente in circostanze e secondo criteri chiaramente determinati. A tale scopo, possono redigere un elenco di circostanze nelle quali il prezzo massimo può essere modificato, verso l'alto o verso il basso, come ad esempio se il prezzo massimo è stato concordato tra l'acquirente ed un venditore, se i prezzi di mercato dei titoli in oggetto sono stati manipolati, se i prezzi di mercato in generale o in particolare sono stati influenzati da eventi eccezionali, o per permettere il salvataggio di un'impresa in difficoltà. Possono altresì

definire i criteri da utilizzare in questi casi, come ad esempio il valore medio di mercato su un certo periodo, il valore di liquidazione della società o altri criteri oggettivi di valutazione generalmente utilizzati nell'analisi finanziaria.

Qualsiasi decisione delle autorità di vigilanza che modifica il prezzo equo deve essere motivata e resa pubblica».

Diritto italiano

- 6 L'articolo 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, del 24 febbraio 1998 (supplemento ordinario alla GURI n. 71, del 26 marzo 1998), nella sua versione applicabile ai fatti di causa (in prosieguo: il «TUF»), intitolato «Offerta pubblica di acquisto totalitaria», recita:

«1. Chiunque, a seguito di acquisti, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del trenta per cento promuove un'offerta pubblica di acquisto rivolta a tutti i possessori di titoli sulla totalità dei titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato in loro possesso.

2. Per ciascuna categoria di titoli, l'offerta è promossa entro venti giorni a un prezzo non inferiore a quello più elevato pagato dall'offerente e da persone che agiscono di concerto con il medesimo, nei dodici mesi anteriori alla comunicazione di cui all'articolo 102, comma 1, per acquisti di titoli della medesima categoria. Qualora non siano stati effettuati acquisti a titolo oneroso di titoli della medesima categoria nel periodo indicato, l'offerta è promossa per tale categoria di titoli ad un prezzo non inferiore a quello medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi o del minor periodo disponibile.

(...)

3. La Consob disciplina con regolamento le ipotesi in cui:

- a) la partecipazione indicata nel comma 1 è acquisita mediante l'acquisto di partecipazioni in società il cui patrimonio è prevalentemente costituito da titoli emessi da altra società di cui all'articolo 105, comma 1;
- b) l'obbligo di offerta consegue ad acquisti superiori al 5% da parte di coloro che già detengono la partecipazione indicata nel comma 1 senza detenere la maggioranza dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria;
- c) l'offerta, previo provvedimento motivato della Consob, è promossa ad un prezzo inferiore a quello più elevato pagato, fissando i criteri per determinare tale prezzo e purché ricorra una delle seguenti circostanze:
 - 1) i prezzi di mercato siano stati influenzati da eventi eccezionali o vi sia il fondato sospetto che siano stati oggetto di manipolazione;
 - 2) il prezzo più elevato pagato dall'offerente o dalle persone che agiscono di concerto con il medesimo nel periodo di cui al comma 2 sia il prezzo di operazioni di compravendita sui titoli oggetto dell'offerta effettuate a condizioni di mercato e nell'ambito della gestione ordinaria della propria attività caratteristica ovvero sia il prezzo di operazioni di compravendita che avrebbero beneficiato di una delle esenzioni di cui al comma 5;

- d) l'offerta, previo provvedimento motivato della Consob, è promossa ad un prezzo superiore a quello più elevato pagato purché ciò sia necessario per la tutela degli investitori e ricorra almeno una delle seguenti circostanze:
- 1) l'offerente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo abbiano pattuito l'acquisto di titoli ad un prezzo più elevato di quello pagato per l'acquisto di titoli della medesima categoria
 - 2) vi sia stata collusione tra l'offerente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo e uno o più venditori
 - 3) (...)
 - 4) vi sia il fondato sospetto che i prezzi di mercato siano stati oggetto di manipolazione.

3-bis. La Consob, tenuto conto delle caratteristiche degli strumenti finanziari emessi, può stabilire con regolamento le ipotesi in cui l'obbligo di offerta consegue ad acquisti che determinino la detenzione congiunta di titoli e altri strumenti finanziari con diritto di voto sugli argomenti indicati nell'articolo 105, in misura tale da attribuire un potere complessivo di voto equivalente a quella di chi detenga la partecipazione indicata nel comma 1.

3-ter. I provvedimenti di cui alle lettere c) e d) del comma 3 sono resi pubblici con le modalità indicate nel regolamento di cui all'articolo 103, comma 4, lettera f).

(...).

- 7 Con la delibera n. 11971 del 14 maggio 1999, la Consob ha adottato il regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti, successivamente modificato a più riprese (in prosieguo: il «regolamento emittenti»). L'articolo 47 octies di tale regolamento, intitolato «Aumento del prezzo in caso di collusione», recita al suo primo comma:

«Il prezzo dell'offerta è rettificato in aumento dalla Consob, ai sensi dell'articolo 106, comma 3, lettera d), numero 2), del [TUF], qualora dalla collusione accertata tra l'offerente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo e uno o più venditori emerga il riconoscimento di un corrispettivo più elevato di quello dichiarato dall'offerente. In tal caso, il prezzo dell'offerta è pari a quello accertato».

Procedimento principale e questione pregiudiziale

- 8 La Marco Tronchetti Provera & C. SpA (in prosieguo: la «MTP») ha costituito, tramite società interposte, la Lauro Sessantuno SpA (in prosieguo: la «Lauro 61») al fine di acquistare la maggioranza delle azioni della Camfin SpA, holding di partecipazioni che non svolge direttamente alcuna attività industriale, bensì consegue i suoi risultati dalle imprese partecipate. Tra queste ultime figura la Pirelli & C. SpA (in prosieguo: la «Pirelli»), partecipata dalla Camfin con il 26,19% dei diritti di voto.
- 9 Il 5 giugno 2013, la Lauro 61 ha comunicato al mercato un'OPA avente ad oggetto la totalità delle azioni ordinarie della Camfin a un prezzo di EUR 0,80 per azione, quale prezzo più elevato pagato nei dodici mesi anteriori, ai sensi dell'articolo 106, secondo comma, del TUF. L'OPA era divenuta obbligatoria in ragione del fatto che la Lauro 61 deteneva una partecipazione del 60,99% del capitale sociale della Camfin, a seguito dell'acquisto di diverse partecipazioni dirette da altri azionisti della Camfin, tra i quali la Malacalza Investimenti Srl (in prosieguo: la «MCI»).
- 10 Parallelamente all'OPA, la Lauro 61 ha comunicato al mercato lo scioglimento degli accordi in essere tra la MTP e la MCI riguardanti segnatamente la Camfin. Da parte sua, la MCI ha comunicato al mercato di aver venduto le proprie azioni nella Camfin e di aver proceduto ad un'altra autonoma operazione, consistente nell'acquisto di una partecipazione pari al 6,98% del capitale sociale della Pirelli presso due società che, insieme alla Camfin e ad altri azionisti rilevanti, aderivano a un sindacato di blocco (in prosieguo: il «patto Pirelli»); i soggetti cedenti erano infatti stati autorizzati a svincolare da tale patto tutte o parte delle loro azioni sindacate.

- 11 L'11 ottobre 2013, l'OPA si è conclusa con successo e la Lauro 61 è divenuta titolare dell'intero capitale sociale della Camfin.
- 12 Intanto, il 12 settembre 2013, la Consob, su esposto di azionisti di minoranza della Camfin, aveva avviato un procedimento per l'aumento del prezzo, fondato segnatamente sull'articolo 106, terzo comma, lettera d), punto 2, del TUF e sull'articolo 47 octies del regolamento emittenti.
- 13 Con la delibera n. 18662 del 25 settembre 2013, la Consob ha ritenuto integrata l'esistenza di un'ipotesi di collusione tra, da un lato, la Lauro 61 e altri soggetti che agivano di concerto con essa e, dall'altro, la MCI. In forza di tale collusione, la MCI aveva venduto alla Lauro 61 talune azioni della Camfin al prezzo di EUR 0,80 per azione e, come contropartita, aveva acquistato azioni Pirelli presso soggetti aderenti al patto Pirelli al prezzo di EUR 7,80 per azione, prezzo inferiore a quello che sarebbe risultato dal valore di mercato di EUR 8 per azione. Alla luce del vantaggio così conseguito dalla MCI, la Consob ha considerato che il prezzo di un'azione della Camfin doveva essere portato a EUR 0,83 (in prosieguo: la «delibera n. 18662»).
- 14 Il Tribunale amministrativo regionale per il Lazio (Italia) è stato investito di diversi ricorsi diretti all'annullamento della delibera n. 18662. Nell'ambito di taluni ricorsi è stata dedotta l'inapplicabilità dell'articolo 106, terzo comma, lettera d), punto 2, del TUF e dell'articolo 47 octies del regolamento emittenti, in quanto contrari all'articolo 5, paragrafo 4, della direttiva 2004/25.
- 15 Il Tribunale amministrativo regionale per il Lazio ha respinto i suddetti ricorsi. A suo avviso, la constatazione dell'esistenza di un accordo collusivo costituiva soltanto la condizione di fatto affinché la Consob esercitasse il proprio potere di rettifica del prezzo, la cui finalità era esclusivamente di ristabilire una situazione di equità a tutela degli azionisti di minoranza della Camfin, consentendo loro di ottenere lo stesso vantaggio conseguito dal titolare di una partecipazione rilevante o di controllo. Esso ha altresì considerato che non erano soddisfatte le condizioni per proporre una questione pregiudiziale alla Corte, atteso che la normativa dell'Unione non dava adito ad alcun ragionevole dubbio sulla soluzione da fornire.
- 16 Per quanto riguarda la fondatezza della delibera n. 18662, tale giudice ha considerato che non era necessario che la Consob dimostrasse che il comportamento delle parti fosse volontariamente diretto a eludere la normativa in materia di OPA, ma solo che esso fosse obiettivamente idoneo a conseguire tale effetto, in virtù del riconoscimento alla MCI di un corrispettivo maggiore di quello dichiarato ai fini dell'OPA, vale a dire l'acquisto delle azioni Pirelli a un prezzo ridotto. Nella sua analisi globale degli interessi dei diversi operatori coinvolti, esso ha ritenuto che l'accordo con la MCI costituisse un obiettivo perseguito non soltanto dagli aderenti al patto Pirelli che realizzavano l'operazione di acquisizione della Camfin, ma anche da tutti gli aderenti a tale patto, i quali erano soggetti oggettivamente interessati alla conclusione di un accordo globale tra la MTP e la MCI.
- 17 Le società soccombenti in primo grado hanno impugnato dinanzi al Consiglio di Stato (Italia) le sentenze che le riguardavano.
- 18 Il giudice del rinvio ricorda anzitutto la ragion d'essere delle disposizioni relative alla determinazione del prezzo dell'OPA obbligatoria ed espone le considerazioni principali delle sentenze di primo grado. Successivamente, esso presenta sostanzialmente gli argomenti dei ricorrenti nel procedimento principale, secondo i quali il mancato obbligo di constatare la sussistenza dell'elemento volitivo della collusione in capo a tutti i partecipanti a quest'ultima apre all'autorità di vigilanza un illimitato margine discrezionale nella valutazione dei comportamenti dell'offerente e del venditore, oltre che di terzi operatori del mercato. A loro avviso, un siffatto margine discrezionale sarebbe incompatibile con l'esigenza di certezza nell'individuazione ex ante dei comportamenti rilevanti ai fini della rettifica in aumento del prezzo dell'OPA.

- 19 Il giudice del rinvio osserva che esistono, in diversi ambiti del diritto italiano, disposizioni che qualificano come collusione talune condotte e nelle quali tale nozione assume il senso di «accordo clandestino e fraudolento in danno di terzi o in elusione di disposizioni imperative di legge», il che suppone la sussistenza di un elemento volitivo e intenzionale in capo a tutti i partecipanti all'accordo. Orbene, applicando tale nozione, in quanto tale, al settore giuridico di cui trattasi nel procedimento principale, i motivi d'appello dovrebbero essere accolti, in quanto le società che hanno ceduto alla MCI le loro partecipazioni nella Pirelli sono estranee a qualsiasi accordo clandestino e fraudolento.
- 20 Tuttavia, il giudice del rinvio rileva la specificità del settore giuridico di cui trattasi nel procedimento principale, che riguarda la natura regolatoria e non sanzionatoria del potere di rettifica attribuito alla Consob e che potrebbe ostare ad una trasposizione, tale e quale, nel suddetto settore giuridico, del significato della nozione di «collusione» presente negli altri settori del diritto italiano. Del resto, esso sottolinea che, nel diritto della concorrenza e di connessa regolazione dei mercati, il concetto di «accordo vietato» può essere desunto anche da condotte apparentemente autonome degli operatori nel caso in cui tali comportamenti conducano obiettivamente all'effetto vietato dalla legge. Ne discenderebbe che, come ha dichiarato il Tribunale amministrativo regionale per il Lazio, al fine di accertare la collusione, non è necessario che l'autorità dimostri che il comportamento delle parti sia diretto a eludere la normativa in materia di OPA.
- 21 Come le parti nel procedimento principale, il giudice del rinvio si interroga, ciononostante, sul problema di sapere se, per la sua indeterminatezza, la nozione di «collusione», quale adottata nel TUF e nel regolamento emittenti, sia in contrasto con il principio di certezza dei presupposti del potere di rettifica del prezzo dell'OPA da parte delle autorità nazionali, previsto all'articolo 5, paragrafo 4, secondo comma, della direttiva 2004/25. Esso rileva che gli operatori di mercato di una società quotata non potrebbero svolgere una preventiva valutazione dei comportamenti da assumere prima di un'OPA, il che avrebbe la conseguenza che condotte neutre e lecite sulla base di una valutazione ex ante potrebbero essere qualificate ex post, sulla base di una ricostruzione incentrata esclusivamente sui relativi effetti oggettivi nel quadro di una situazione più complessa, ignota agli stessi operatori e ai soggetti coinvolti, come comportamenti collusivi giustificativi dell'esercizio del potere di rettifica in aumento del prezzo dell'OPA.
- 22 In tale contesto il giudice del rinvio ha deciso di sospendere il procedimento e di sottoporre alla Corte la seguente questione pregiudiziale:

«Se osti alla corretta applicazione dell'articolo 5, paragrafo 4), comma 2, della [direttiva 2004/25] in relazione ai principi generali stabiliti dall'articolo 3, paragrafo 1, della stessa direttiva, nonché alla corretta applicazione dei principi generali di diritto europeo della certezza del diritto, di tutela del legittimo affidamento, di proporzionalità, di ragionevolezza, di trasparenza e di non discriminazione, una normativa nazionale, come quella dell'articolo 106, comma 3, lettera d), numero 2), del [TUF] e dell'articolo 47 octies [del regolamento emittenti], nella parte in cui le citate disposizioni autorizzano la Consob ad aumentare l'[OPA] di cui al citato articolo 106 qualora ricorra la circostanza che “vi sia stata collusione tra l'offerente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo e uno o più venditori”, senza individuare le specifiche condotte che integrano tale fattispecie, e dunque senza determinare chiaramente le circostanze e i criteri, in presenza dei quali la Consob è autorizzata a rettificare in aumento il prezzo dell'[OPA]».

Sulla questione pregiudiziale

- 23 Con la sua questione pregiudiziale, il giudice del rinvio chiede, in sostanza, se l'articolo 5, paragrafo 4, secondo comma, della direttiva 2004/25 debba essere interpretato nel senso che esso osta a una normativa nazionale, come quella di cui trattasi nel procedimento principale, che consente all'autorità nazionale di vigilanza di aumentare il prezzo di un'OPA in caso di collusione, senza precisare le condotte specifiche che caratterizzano tale nozione.

- 24 Come risulta dai considerando da 1 a 3 e 9, la direttiva 2004/25 è diretta a tutelare gli interessi dei possessori di titoli di società il cui controllo è stato acquisito da una persona fisica o giuridica e mira, in tale prospettiva, a garantire la chiarezza e la trasparenza delle regole in materia di OPA.
- 25 A tal fine, conformemente al suo articolo 1, paragrafo 1, tale direttiva stabilisce misure di coordinamento delle normative degli Stati membri riguardanti le OPA di titoli di società di diritto di uno di tali Stati, quando una parte o la totalità di detti titoli sono ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato.
- 26 L'articolo 3, paragrafo 1, della suddetta direttiva sancisce, definendoli principi generali, i principi direttivi che devono essere rispettati nell'applicazione della direttiva stessa (v., in tal senso, sentenza del 15 ottobre 2009, *Audiolux e a.*, C-101/08, EU:C:2009:626, punto 51). Tra tali principi rientra quello secondo il quale, se una persona acquisisce il controllo di una società, gli altri possessori di titoli devono essere tutelati.
- 27 Affinché sia garantito il rispetto dei principi suddetti, l'articolo 3, paragrafo 2, lettere a) e b), della direttiva 2004/25 dispone che gli Stati membri, da un lato, provvedono a che siano soddisfatti i requisiti minimi stabiliti da tale direttiva e, dall'altro, possono fissare ulteriori condizioni e disposizioni più rigorose di quelle prescritte dalla stessa direttiva per regolamentare le offerte.
- 28 Con il titolo «Tutela degli azionisti di minoranza; offerta obbligatoria e prezzi equi», al fine di tutelare gli interessi dei possessori di titoli di società, l'articolo 5 di tale direttiva contiene essenzialmente due regole obbligatorie per gli Stati membri e un'altra che questi ultimi possono decidere di applicare.
- 29 Innanzitutto, l'articolo 5, paragrafo 1, della direttiva 2004/25 fissa il principio dell'offerta pubblica di acquisto dei titoli di partecipazione di una determinata società. Esso dispone, infatti, che gli Stati membri provvedano a che, qualora una persona fisica o giuridica, per effetto di propri acquisti o dell'acquisto da parte di persone che agiscono di concerto con essa, detenga titoli di una società rientrante nel campo di applicazione di tale direttiva che, sommati ad una partecipazione già in suo possesso e ad una partecipazione di persone che agiscono di concerto con essa, le conferiscano, direttamente o indirettamente, diritti di voto in detta società in una percentuale tale da esercitare il controllo della stessa, detta persona sia tenuta a promuovere un'offerta per tutelare gli azionisti di minoranza di tale società; tale offerta deve riguardare la totalità delle partecipazioni di tali azionisti, al prezzo equo definito all'articolo 5, paragrafo 4, della direttiva medesima.
- 30 Poi, altresì al fine di garantire la tutela degli azionisti di minoranza della società interessata dall'OPA, l'articolo 5, paragrafo 4, primo comma, della direttiva 2004/25 considera, a titolo principale, prezzo equo il prezzo massimo pagato per gli stessi titoli dall'offerente, o da persone che agiscono di concerto con lui, in un periodo, che spetta agli Stati membri determinare, di non meno di sei e non più di dodici mesi antecedenti all'offerta di cui all'articolo 5, paragrafo 1, di tale direttiva.
- 31 Infine, l'articolo 5, paragrafo 4, secondo comma, della direttiva 2004/25 prevede che, nel rispetto dei principi contenuti nell'articolo 3, paragrafo 1, gli Stati membri possono autorizzare le loro autorità di vigilanza, previste all'articolo 4 di tale direttiva, a modificare il prezzo equo in circostanze e secondo criteri determinati. A tale scopo, gli Stati membri possono, da un lato, redigere un elenco di circostanze nelle quali tale prezzo equo può essere modificato, verso l'alto o verso il basso, e, dall'altro, definire i criteri da utilizzare in questi casi; peraltro, tali circostanze e criteri devono essere chiaramente determinati. Esempi di tali circostanze e criteri sono contenuti nell'articolo 5, paragrafo 4, secondo comma, della suddetta direttiva.
- 32 Discende da tali disposizioni che, quando uno Stato membro ha deciso di autorizzare l'autorità di vigilanza a modificare il prezzo equo definito all'articolo 5, paragrafo 4, primo comma, della direttiva 2004/25, al fine di fissare il prezzo al quale deve aver luogo un'OPA, tale potere di modifica deve essere esercitato nel rispetto dei principi direttivi di cui all'articolo 3, paragrafo 1, di tale direttiva.

- 33 A tal riguardo, quando fissa, conformemente all'articolo 5, paragrafo 4, secondo comma, della suddetta direttiva, le circostanze determinate nelle quali il suddetto potere di modifica può essere esercitato, lo Stato membro deve tener conto, in particolare, del principio, sancito dall'articolo 3, paragrafo 1, di tutela degli interessi dei possessori di titoli della società il cui controllo è stato acquisito da una persona fisica o giuridica.
- 34 È alla luce di tali considerazioni che occorre rispondere alla domanda di pronuncia pregiudiziale.
- 35 Emerge dalla domanda di pronuncia pregiudiziale che la questione ha una duplice portata. Da un lato, il giudice del rinvio si chiede se un concetto giuridico astratto che non rinvia a condotte precisamente identificate possa costituire una circostanza chiaramente determinata ai sensi dell'articolo 5, paragrafo 4, secondo comma, della direttiva 2004/25. Dall'altro, esso si chiede se la circostanza che tale stesso concetto rivesta un diverso significato in settori dell'ordinamento nazionale diversi rispetto al settore di cui trattasi nel procedimento principale possa incidere sulla risposta da fornire alla prima questione.
- 36 Nel caso di specie risulta dall'ordinanza di rinvio che la normativa di cui trattasi nel procedimento principale prevede la «collusione tra l'offerente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo e uno o più venditori» come una delle circostanze determinate in cui l'autorità di vigilanza può rettificare in aumento il prezzo equo di un'OPA.
- 37 In primo luogo, si deve constatare che l'articolo 5, paragrafo 4, secondo comma, della direttiva 2004/25 riconosce agli Stati membri un margine discrezionale per definire le circostanze in cui le loro autorità di vigilanza possono modificare il prezzo equo, a condizione, tuttavia, che tali circostanze siano chiaramente determinate.
- 38 Tale disposizione prevede che gli Stati membri possano redigere un elenco di tali circostanze e menziona, a tale scopo, diversi esempi che rinviano a formulazioni generali per illustrare le circostanze che possono giustificare una modifica, verso l'alto o verso il basso, del prezzo equo, come un accordo tra acquirente e venditore, eventi eccezionali o una manipolazione dei prezzi dei titoli di cui trattasi.
- 39 In un contesto siffatto, come ha sostanzialmente rilevato l'avvocato generale ai paragrafi 52 e 53 delle sue conclusioni, l'articolo 5, paragrafo 4, secondo comma, della direttiva 2004/25 non può essere interpretato nel senso che osta a che uno Stato membro ricorra, nella normativa che adotta ai fini della trasposizione di tale disposizione, a una nozione giuridica astratta come, nel caso di specie, quella di «collusione», in quanto circostanza chiaramente determinata ai sensi della suddetta disposizione.
- 40 Del resto, di per sé, il ricorso a una nozione giuridica astratta non può significare che la norma nazionale che la comprende è talmente ambigua che lo Stato membro che l'ha adottata non può eliminare, con sufficiente certezza, eventuali dubbi quanto alla portata o al senso della norma stessa (v., in tal senso, sentenza del 14 aprile 2005, Belgio/Commissione, C-110/03, EU:C:2005:223, punto 31).
- 41 È vero che tanto il principio della certezza del diritto quanto la necessità di assicurare la piena applicazione delle direttive, in diritto e non solamente in fatto, esigono che tutti gli Stati membri riproducano le prescrizioni della direttiva in questione in un quadro normativo chiaro, preciso e trasparente, che preveda disposizioni vincolanti nel settore che essa ha ad oggetto (sentenze del 16 novembre 2000, Commissione/Grecia, C-214/98, EU:C:2000:624, punto 23, e del 14 gennaio 2010, Commissione/Repubblica ceca, C-343/08, EU:C:2010:14, punto 40).

- 42 Tuttavia, tali esigenze non possono essere intese nel senso che impongono che una norma che utilizza una nozione giuridica astratta menzioni le diverse ipotesi concrete in cui essa può essere applicata, in quanto il legislatore non può determinare in anticipo tutte le suddette ipotesi.
- 43 Pertanto, l'articolo 5, paragrafo 4, secondo comma, della direttiva 2004/25 non può essere interpretato nel senso che esige che uno Stato membro il quale, nella normativa da esso adottata al fine di trasporre tale disposizione, prevede, come nel procedimento principale, la «collusione tra l'offerente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo e uno o più venditori» come una delle circostanze chiaramente determinate ai sensi della suddetta disposizione, precisi le specifiche condotte che caratterizzano una siffatta collusione.
- 44 In secondo luogo, il giudice del rinvio si chiede se l'articolo 5, paragrafo 4, secondo comma, di tale direttiva osti a che uno Stato membro faccia riferimento, per definire una delle circostanze in cui il prezzo equo può essere modificato, alla nozione di «collusione», la quale assume, nel contesto della normativa di cui trattasi nel procedimento principale, un significato diverso da quello riconosciute in altri settori dell'ordinamento nazionale.
- 45 Atteso che tale disposizione persegue l'obiettivo, previsto dalla direttiva 2004/25 e rilevato ai punti da 24 a 33 della presente sentenza, di tutela dei possessori di titoli della società oggetto di un'OPA, e segnatamente degli azionisti di minoranza, allorché uno Stato membro ricorre a una nozione come quella di «collusione» per definire una delle circostanze in cui il prezzo equo può essere modificato, il fatto che tale nozione assume un senso diverso in diversi settori dell'ordinamento nazionale non osta a che essa, impiegata nel contesto della normativa nazionale riguardante le OPA, possa essere considerata conforme alle esigenze dell'articolo 5, paragrafo 4, secondo comma, di tale direttiva.
- 46 Detto ciò, al fine di soddisfare l'esigenza di certezza del diritto, gli Stati membri devono provvedere a che l'interpretazione da fornire a una siffatta nozione nel settore delle OPA possa essere desunta dalla normativa nazionale di cui trattasi in modo sufficientemente chiaro, preciso e prevedibile, mediante metodi interpretativi riconosciuti dal diritto interno.
- 47 Spetta al giudice del rinvio verificare se questo è il caso per quanto riguarda la nozione di «collusione» nel contesto della normativa di cui trattasi nel procedimento principale.
- 48 Discende dalle considerazioni precedenti che l'articolo 5, paragrafo 4, secondo comma, della direttiva 2004/25 deve essere interpretato nel senso che esso non osta a una normativa nazionale, come quella di cui trattasi nel procedimento principale, che consente all'autorità nazionale di vigilanza di aumentare il prezzo di un'OPA in caso di «collusione» senza precisare le condotte specifiche che caratterizzano tale nozione, a condizione che l'interpretazione della suddetta nozione possa essere desunta da tale normativa in modo sufficientemente chiaro, preciso e prevedibile, mediante metodi interpretativi riconosciuti dal diritto interno.

Sulle spese

- 49 Nei confronti delle parti nel procedimento principale la presente causa costituisce un incidente sollevato dinanzi al giudice nazionale, cui spetta quindi statuire sulle spese. Le spese sostenute da altri soggetti per presentare osservazioni alla Corte non possono dar luogo a rifusione.

Per questi motivi, la Corte (Terza Sezione) dichiara:

L'articolo 5, paragrafo 4, secondo comma, della direttiva 2004/25/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 aprile 2004, concernente le offerte pubbliche di acquisto, deve essere interpretato nel senso che esso non osta a una normativa nazionale, come quella di cui trattasi nel procedimento principale, che consente all'autorità nazionale di vigilanza di aumentare il

prezzo di un'offerta pubblica di acquisto in caso di «collusione» senza precisare le condotte specifiche che caratterizzano tale nozione, a condizione che l'interpretazione della suddetta nozione possa essere desunta da tale normativa in modo sufficientemente chiaro, preciso e prevedibile, mediante metodi interpretativi riconosciuti dal diritto interno.

Bay Larsen

Vilaras

Malenovský

Safjan

Šváby

Così deciso e pronunciato a Lussemburgo il 20 luglio 2017.

Il cancelliere
A. Calot Escobar

Il presidente della Terza Sezione
L. Bay Larsen