

SENTENZA DELLA CORTE (Quarta Sezione)

10 dicembre 2020

«Rinvio pregiudiziale – Diritto societario – Direttiva 2004/25/CE – Offerta pubblica di acquisto – Articolo 5, paragrafo 4, primo e secondo comma – Tutela degli azionisti di minoranza – Offerta obbligatoria di acquisto – Metodo di calcolo del valore delle azioni per determinare il prezzo equo – Potere di modifica del prezzo equo – Eccezioni al modo di calcolo standard in circostanze e secondo criteri chiaramente determinati – Responsabilità dello Stato membro interessato – Danno sofferto dall’offerente, derivante da un’offerta di prezzo troppo elevata»

Nella causa C-735/19,

avente ad oggetto la domanda di pronuncia pregiudiziale proposta alla Corte, ai sensi dell’articolo 267 TFUE, dalla Augstākā tiesa (Senāts) (Corte suprema, Lettonia), con decisione del 30 settembre 2019, pervenuta in cancelleria il 7 ottobre 2019, nel procedimento

Euromin Holdings (Cyprus) Limited,

con l’intervento di:

Finanšu un kapitāla tirgus komisija,

LA CORTE (Quarta Sezione),

composta da M. Vilaras (relatore), presidente di sezione, N. Piçarra, D. Šváby, S. Rodin e K. Jürimäe, giudici,

avvocato generale: J. Kokott

cancelliere: M. Aleksejev, capo unità

vista la fase scritta del procedimento e in seguito all’udienza del 9 luglio 2020,

considerate le osservazioni presentate:

- per la Euromin Holdings (Cyprus) Limited, da K. Bērziņa, advokāta palīgs, e I. Kramiņa, advokāte;
- per il governo lettone, da V. Soņeca, V. Kalniņa e K. Pommere, in qualità di agenti;
- per il governo tedesco, da J. Möller e D. Klebs, in qualità di agenti;
- per il governo polacco, da B. Majczyna, in qualità di agente;
- per la Commissione europea, da H. Støvlbæk, V. Di Bucci e I. Naglis, in qualità di agenti,

sentite le conclusioni dell’avvocato generale, presentate all’udienza del 10 settembre 2020,

ha pronunciato la seguente

Sentenza

- 1 La domanda di pronuncia pregiudiziale verte sull'interpretazione, da un lato, dell'articolo 5, paragrafo 4, 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) e, dall'altro, del principio di effettività.
- 2 Tale domanda è stata presentata nell'ambito di una controversia tra la Euromin Holdings (Cyprus) Limited e la Finanšu un kapitāla tirgus komisija (commissione dei mercati finanziari e dei capitali, Lettonia; in prosieguo: la «commissione dei mercati finanziari»), in merito ad una domanda diretta, da un lato, a far dichiarare l'illegittimità della decisione del 15 ottobre 2015 con cui tale commissione ha autorizzato l'acquisto delle azioni della Ventspils nafta AS, che costituivano l'oggetto di un'offerta pubblica di acquisto (OPA), a un prezzo pari a EUR 4,56 per azione (in prosieguo: la «decisione controversa»), e, dall'altro, a ottenere il risarcimento del danno subito a causa di tale decisione.

Contesto normativo

Diritto dell'Unione

La direttiva 2004/25

- 3 Il considerando 9 della direttiva 2004/25 stabilisce che:

«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 detta direttiva prevede 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;
 - (...)
 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 Ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 6, di detta direttiva:

«La presente direttiva lascia impregiudicato il potere degli Stati membri di designare le autorità giudiziarie o di altra natura competenti a dirimere le controversie e a pronunciarsi sulle irregolarità eventualmente commesse durante lo svolgimento dell'offerta, nonché il potere degli Stati membri di stabilire se e in quali circostanze le parti dell'offerta hanno il diritto di avviare procedimenti amministrativi o giudiziari. In particolare, la presente direttiva lascia impregiudicato il potere eventualmente conferito all'autorità giudiziaria di uno Stato membro di rifiutare di conoscere di una controversia e di decidere se tale controversia possa incidere sull'esito dell'offerta. La presente direttiva lascia impregiudicata la facoltà degli Stati membri di determinare il diritto in materia di responsabilità delle autorità di vigilanza o regolamento delle controversie tra le parti di un'offerta».

6 L'articolo 5 della medesima direttiva così dispone:

«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 di cui all'articolo 1, paragrafo 1, 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.

(...)

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.

(...)».

Il regolamento (UE) n. 1254/2012

7 L'articolo 1, paragrafo 1, lettera a), del regolamento (UE) n. 1254/2012 della Commissione, dell'11 dicembre 2012, che modifica il regolamento (CE) n. 1126/2008 della Commissione che adotta taluni principi contabili internazionali conformemente al regolamento (CE) n. 1606/2002 del Parlamento europeo e del Consiglio, per quanto riguarda l'International Financial Reporting Standard 10, l'International Financial Reporting Standard 11, l'International Financial Reporting Standard 12, il Principio contabile internazionale (IAS) n. 27 (2011) e il Principio contabile internazionale (IAS) n. 28 (2011) (GU 2012, L 360, pag. 1), ha inserito l'International Financial Reporting Standard (IFRS) 10, intitolato «Bilancio consolidato» (in prosieguo: l'«IFRS 10»),

contenuto nell'allegato a tale regolamento, nel regolamento (CE) n. 1126/2008 della Commissione, del 3 novembre 2008 (GU 2008, L 320, pag. 1).

- 8 Il punto 22 della parte dell'allegato del regolamento n. 1254/2012, relativo all'IFRS 10, prevede quanto segue:

«Una entità controllante deve presentare le partecipazioni di minoranza nel prospetto consolidato della situazione patrimoniale-finanziaria nell'ambito del patrimonio netto, separatamente dal patrimonio netto dei soci della controllante».

- 9 Ai sensi dell'allegato A della parte dell'allegato del regolamento n. 1254/2012, relativo all'IFRS 10, la nozione di «partecipazione di minoranza» è definita come relativa al «patrimonio netto di una controllata non attribuibile, direttamente o indirettamente, a una controllante».

Diritto lettone

- 10 L'articolo 5 del Finanšu instrumentu tirgus likums (legge sui mercati degli strumenti finanziari) (*Latvijas Vēstnesis* 2003, n. 175), nella versione applicabile al procedimento principale (in prosieguo: la «FITL»), così dispone:

«La commissione [dei mercati finanziari], i suoi agenti e mandatari non sono responsabili dei danni causati agli operatori del mercato degli strumenti finanziari o a terzi e non possono essere considerati responsabili degli atti da essi legalmente compiuti, in modo preciso, in modo legittimo e in buona fede, svolgendo debitamente le loro funzioni di vigilanza secondo le modalità previste dalla legge e dalle altre disposizioni regolamentari».

- 11 L'articolo 74, paragrafo 1, della FITL, così recita:

«Nell'ambito di un'offerta obbligatoria di acquisto di azioni, il prezzo per azione non deve essere inferiore:

- 1) al prezzo al quale l'offerente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo hanno ottenuto azioni della società emittente nel corso degli ultimi dodici mesi. Se tali azioni sono state acquistate a prezzi diversi, il prezzo di acquisto è costituito da quello più elevato negli ultimi dodici mesi precedenti il verificarsi delle circostanze di cui all'articolo 66, paragrafo 1, della presente legge;
- 2) al prezzo medio ponderato delle azioni sul mercato regolamentato o sul sistema multilaterale di negoziazione con il maggior volume di scambi delle azioni in questione durante gli ultimi dodici mesi. Il prezzo medio ponderato delle azioni è calcolato sulla base degli ultimi dodici mesi precedenti il verificarsi delle circostanze di cui all'articolo 66, paragrafo 1, della presente legge;
- 3) al valore dell'azione calcolata dividendo gli attivi netti della società emittente per il numero di azioni emesse. Per calcolare gli attivi netti, sono dedotti dalle attività totali le azioni detenute in proprio dalla società emittente, nonché gli impegni di quest'ultima. Se la società emittente ha azioni di valori nominali diversi, gli attivi netti sono ripartiti in proporzione al valore nominale delle azioni nel capitale sociale di quest'ultima».

- 12 Ai sensi dell'articolo 74, paragrafo 2, della FITL:

«Ai fini del calcolo del valore di un'azione acquistata conformemente al paragrafo 1, punto 3, del presente articolo, i dati utilizzati sono quelli provenienti dall'ultimo bilancio annuale della società emittente approvato dall'assemblea degli azionisti e che è stato oggetto di una relazione di revisione contabile. L'intervallo di tempo tra l'ultimo giorno dell'esercizio oggetto della relazione

annuale e la data in cui l'offerta è presentata alla commissione [dei mercati finanziari] non può essere superiore a sedici mesi. Qualora, conformemente ai testi applicabili, la società emittente predisponga una relazione annuale entro sette mesi dalla fine dell'anno di riferimento, l'intervallo di tempo tra l'ultimo giorno dell'esercizio per il quale è redatta la relazione annuale e la data in cui l'offerta è presentata alla commissione [dei mercati finanziari] non può essere superiore a 19 mesi. Ai fini del calcolo del valore di un'azione, sono utilizzati i dati provenienti dall'ultimo rapporto trimestrale della società emittente se il valore delle azioni calcolato utilizzando tali dati è almeno superiore del 10% al valore ottenuto sulla base dei dati della relazione annuale. Se la società emittente predisponga anche una relazione annuale consolidata, essa utilizza i dati provenienti da tale relazione per determinare il valore dell'azione acquistata. Se la società emittente prepara conti annuali sia ai sensi della legislazione dello Stato in cui è stabilita sia ai sensi delle norme internazionali in materia di informazione finanziaria, essa utilizza i dati provenienti dai conti redatti conformemente alle norme internazionali in materia di bilancio».

- 13 L'articolo 13 del Valsts pārvaldes iestāžu nodarīto zaudējumu atlīdzināšanas likums (legge sul risarcimento danni causati da autorità pubbliche) (*Latvijas Vēstnesis* 2005, n. 96), nella versione applicabile al procedimento principale (in prosieguo: la «legge sul risarcimento danni»), intitolato «Determinazione del danno materiale», prevede quanto segue:

«1. Per stabilire l'importo adeguato della somma che deve essere concessa a titolo di risarcimento del danno causato dall'autorità interessata, si tiene conto dei motivi di fatto e di diritto che giustificano gli atti di tale autorità, nonché degli atti della persona lesa.

2. Per stabilire l'importo adeguato della somma che deve essere concessa a titolo di risarcimento del danno causato dall'autorità interessata, si tiene conto anche delle altre circostanze rilevanti del caso di specie, se è possibile dimostrarli oggettivamente.

3. La misura del risarcimento è di norma determinata sulla base dell'importo calcolato ai sensi dell'articolo 12 della presente legge e corrisponde

- 1) qualora l'importo non superi EUR 142 288, un risarcimento adeguato corrisponde al 100% di tale importo;
- 2) qualora l'importo sia compreso tra EUR 142 289 e EUR 1 422 872, un risarcimento adeguato può essere fissato nella misura del 50-100% di tale importo;
- 3) qualora l'importo sia superiore a EUR 1 422 872 un risarcimento adeguato può essere inferiore al 50% di tale importo;

4. L'autorità può d'ufficio risarcire il danno materiale subito dalla persona lesa non versandole un'indennità, bensì ricollocandola nella situazione di fatto in cui si trovava prima che il suo patrimonio subisse tale danno».

- 14 L'articolo 14, paragrafo 1, del Konsolidēto gada pārskatu likums (legge sul bilancio consolidato annuale) (*Latvijas Vēstnesis* 2006, n. 178), nella versione applicabile al procedimento principale (in prosieguo: la «legge sul bilancio consolidato annuale»), intitolato «Modalità di consolidamento del bilancio delle società», così dispone:

«I bilanci consolidati annuali sono il risultato dell'aggregazione dei bilanci annuali della società controllante di un gruppo con quelli delle sue controllate per quanto riguarda gli importi delle attività e delle passività, del patrimonio netto, nonché dei ricavi e dei costi rilevati in detti bilanci. Le attività e le passività provenienti dai bilanci delle società consolidate sono quindi riflesse integralmente nel bilancio consolidato. Gli utili o le perdite di tali società sono inclusi integralmente nel calcolo degli utili e delle perdite consolidati».

- 15 Ai sensi dell'articolo 21 di tale legge, intitolato «Presentazione delle partecipazioni degli azionisti di minoranza»:

«1. La quota di patrimonio netto delle società controllate consolidate corrispondente alle azioni e alle quote detenute dagli azionisti di minoranza deve essere indicata in una voce separata del loro patrimonio netto sotto la dicitura "partecipazioni degli azionisti di minoranza".

2. Gli utili e le perdite dell'anno inclusi nella contabilità delle controllate consolidate e corrispondenti alle azioni e alle quote detenute da azionisti di minoranza sono indicati in una posizione consolidata distinta per il calcolo degli utili e delle perdite, intitolato "Quota degli azionisti di minoranza negli utili e nelle perdite"».

Procedimento principale e questioni pregiudiziali

- 16 Avendo acquistato il 93,24% delle azioni con diritto di voto della Ventspils nafta, la ricorrente nel procedimento principale si è trovata obbligata, in forza della FITL, a presentare un'offerta obbligatoria di acquisto delle azioni di tale società. A tal fine, essa ha depositato presso la commissione dei mercati finanziari un «prospetto» in cui indicava che il prezzo di acquisto era di EUR 3,12 per azione di detta società.
- 17 Basandosi sull'articolo 74, paragrafo 1, punto 3, della FITL, la commissione dei mercati finanziari ha respinto, il 6 ottobre 2015, i calcoli della ricorrente nel procedimento principale. Con la decisione controversa, essa ha poi autorizzato quest'ultima a presentare un'offerta obbligatoria di acquisto al prezzo di EUR 4,56 per azione della stessa società.
- 18 La ricorrente nel procedimento principale ha proposto dinanzi all'Administratīvā apgabaltiesa (Corte amministrativa regionale, Lettonia) un ricorso diretto a far dichiarare l'illegittimità di tale decisione e ad ottenere il risarcimento del danno che essa avrebbe sofferto a causa di quest'ultima.
- 19 La ricorrente nel procedimento principale ha sostenuto che l'articolo 74 della FITL aveva lo scopo di fissare il metodo di calcolo del prezzo di acquisto di un'azione, di modo che quest'ultima fosse corretta e conforme alla situazione del mercato interessato. A tal fine, occorrerebbe prendere in considerazione gli attivi totali effettivi della Ventspils nafta e non l'importo degli attivi indicati nella relazione annuale consolidata relativa a tale società, che include gli elementi attivi e passivi di tutte le sue controllate, ivi comprese le partecipazioni detenute in tali controllate da azionisti di minoranza, che non costituiscono né attivi né impegni di detta società. Essa ha concluso che, nella decisione controversa, la commissione dei mercati finanziari aveva aumentato in modo ingiustificato il prezzo dell'azione della Ventspils nafta, prendendo in considerazione attivi che non appartengono a quest'ultima.
- 20 La commissione dei mercati finanziari ha affermato di essersi basata sull'IFRS 10, ripreso nel regolamento n. 1254/2012, che stabilisce i principi relativi alla preparazione di bilanci annuali consolidati nel caso in cui una società che controlla una o più altre società e il cui punto 22 prevede che una partecipazione di minoranza debba essere indicata, nei bilanci consolidati, come un elemento del «patrimonio netto». Essa ha precisato che l'importo degli attivi indicato in tali bilanci non consentiva di determinare quale parte degli attivi fosse detenuta da azionisti di maggioranza e quale parte fosse detenuta da azionisti di minoranza. Essa ne ha dedotto che sarebbe stato contrario all'obiettivo dell'articolo 74 della FITL dedurre dagli attivi della Ventspils nafta le partecipazioni di minoranza, in quanto la determinazione del prezzo per azione mediante il valore totale degli attivi di tale società consentiva di avvicinare maggiormente tale prezzo al valore effettivo di tale azione.
- 21 Con sentenza del 10 marzo 2017, l'Administratīvā apgabaltiesa (Corte amministrativa regionale) ha parzialmente accolto il ricorso della ricorrente nel procedimento principale, dichiarando l'illegittimità

della decisione controversa e condannando la commissione dei mercati finanziari al risarcimento di quest'ultima con un importo pari al 50% del danno sofferto a seguito di tale decisione.

- 22 L'Administratīvā apgabaltiesa (Corte amministrativa regionale) ha rilevato che l'articolo 74, paragrafo 1, punto 3, della FITL non forniva alcuna precisazione quanto alle nozioni di «attivi totali» e di «attivi netti» che esso utilizzava. Essa ha sottolineato che ciò non era stato discusso, quando, nel 2006, il legislatore lettone aveva previsto, per quanto riguarda tale disposizione, l'obbligo di utilizzare dati provenienti dai bilanci annuali consolidati per determinare il prezzo di un'azione. Essa ha osservato che, sebbene l'articolo 74, paragrafo 1, della FITL non sia redatto nel senso che i metodi di cui ai punti 2 e 3 di tale paragrafo possano essere utilizzati solo in circostanze eccezionali, un siffatto utilizzo potrebbe risultare dal fatto che il mercato delle azioni lettone è estremamente ristretto.
- 23 Essa ha ritenuto che occorresse basarsi su criteri oggettivi di valutazione per calcolare il prezzo di un'azione e che occorresse interpretare l'articolo 74, paragrafo 1, punto 3, della FITL nel senso che la nozione di «attivi netti» non comprende le partecipazioni di minoranza.
- 24 Peraltro, l'Administratīvā apgabaltiesa (Corte amministrativa regionale) ha considerato che, conformemente all'articolo 13, paragrafo 3, della legge sul risarcimento danni, esistevano circostanze che giustificavano una riduzione dell'indennità calcolata, ma senza che tale riduzione potesse eccedere il 50% dell'importo richiesto.
- 25 La commissione dei mercati finanziari e la ricorrente nel procedimento principale hanno entrambe proposto ricorso per cassazione avverso la sentenza dell'Administratīvā apgabaltiesa (Corte amministrativa regionale), del 10 marzo 2017, dinanzi all'Augstākā tiesa (Senāts) (Corte suprema, Lettonia).
- 26 La commissione dei mercati finanziari ritiene che l'Administratīvā apgabaltiesa (Corte amministrativa regionale) non abbia tenuto conto di diverse circostanze che avrebbero escluso l'interpretazione da essa adottata dell'articolo 74, paragrafo 1, punto 3, della FITL. Infatti, l'obbligo di includere, per il calcolo del prezzo di acquisto per azione, dati provenienti dai conti annuali consolidati farebbe parte delle modifiche della FITL adottate ai fini del recepimento della direttiva 2004/25 nel diritto lettone.
- 27 La commissione dei mercati finanziari sostiene che l'Administratīvā apgabaltiesa (Corte amministrativa regionale) ha interpretato l'articolo 74, paragrafo 1, punto 3, della FITL in modo contrario all'obiettivo primario della direttiva 2004/25, che è quello di tutelare gli interessi degli azionisti di minoranza nel processo di fissazione del prezzo delle azioni acquistate. Tale commissione precisa che, includendo nel calcolo del prezzo di acquisto delle azioni della Ventspils nafta la quota degli azionisti di minoranza di quest'ultima nel capitale delle controllate di quest'ultima, essa si è conformata all'obiettivo della direttiva 2004/25, calcolando tale prezzo conformemente all'articolo 5, paragrafo 4, secondo comma, di tale direttiva, vale a dire in funzione di «criteri oggettivi di valutazione generalmente utilizzati nell'analisi finanziaria».
- 28 La ricorrente nel procedimento principale chiede l'annullamento della sentenza dell'Administratīvā apgabaltiesa (Corte amministrativa regionale) nella parte in cui quest'ultima ha parzialmente respinto la sua domanda di risarcimento del danno sofferto a causa della decisione controversa. Essa fa valere che l'articolo 13, paragrafo 3, punto 3, della legge sul risarcimento del danno consente di risarcire integralmente il danno sofferto e che ammettere, in assenza di circostanze particolari, una riduzione del risarcimento fino al 50% di tale danno può portare a situazioni in cui l'autorità pubblica tratta con minor rigore questioni difficili di interpretazione della legge.
- 29 Il giudice del rinvio sottolinea che, per interpretare correttamente l'articolo 74, paragrafo 1, punto 3, della FITL, è necessario determinare se il metodo previsto da tale disposizione per calcolare il

prezzo per azione costituisca un metodo equo di fissazione del prezzo, ai sensi della direttiva 2004/25.

30. Esso si chiede se l'inclusione di una partecipazione minoritaria negli attivi netti, che serve come base per il calcolo del prezzo di acquisto per azione, conduca a determinare un prezzo equo, ai sensi di tale direttiva, e se essa sia, di conseguenza, conforme agli obiettivi di quest'ultima.
31. Esso ricorda che la Corte ha dichiarato che gli Stati membri dispongono di un margine discrezionale per definire le circostanze in cui le loro autorità di vigilanza possono modificare il prezzo di acquisto per azione, a condizione però che tali circostanze siano chiaramente determinate. Orbene, esso si chiede se il metodo di calcolo degli attivi netti di cui all'articolo 74, paragrafo 1, punto 3, della FITL soddisfi tale condizione, rilevando che le nozioni di «attivi totali» e di «attivi netti» non sono esplicitate né in tale disposizione né in nessun'altra disposizione di tale legge.
32. Il giudice del rinvio nutre dubbi sulla questione se l'articolo 74, paragrafo 1, punto 3, e l'articolo 74, paragrafo 2, della FITL, i quali non indicano chiaramente se, ai fini del calcolo del prezzo di acquisto per azione, gli attivi netti debbano includere anche una partecipazione di minoranza, siano conformi all'articolo 5, paragrafo 4, secondo comma, della direttiva 2004/25.
33. Infine, il giudice del rinvio si interroga sulla compatibilità dell'articolo 13, paragrafo 3, della legge sul risarcimento danni con i principi fondamentali del diritto dell'Unione, più in particolare con il principio di effettività, tenuto conto del fatto che, in applicazione di tale disposizione, l'importo del risarcimento può essere ridotto senza limiti qualora il danno subito sia superiore a EUR 1 422 872. Esso si chiede altresì se siano soddisfatte tutte le condizioni per il sorgere della responsabilità dello Stato, in particolare se le norme applicabili della direttiva 2004/25 conferiscano diritti ai singoli.
34. È in tale contesto che l'Augstākā tiesa (Senāts) (Corte suprema) ha deciso di sospendere il procedimento e di sottoporre alla Corte le seguenti questioni pregiudiziali:
- «1. Se sia in contrasto con la corretta applicazione dell'articolo 5 della direttiva 2004/25 (...) una normativa nazionale secondo la quale il prezzo delle azioni nell'ambito di un'offerta di acquisto obbligatoria viene calcolato dividendo le attività nette della società emittente (comprese le partecipazioni di minoranza) per il numero di azioni emesse.
 2. In caso di risposta negativa alla prima questione, vale a dire nel senso che le attività nette della società emittente non devono comprendere le partecipazioni di minoranza, se un metodo di fissazione del prezzo delle azioni possa considerarsi chiaramente determinato, ai sensi dell'articolo 5, paragrafo 4, secondo comma, della direttiva 2004/25 (...), qualora per la sua comprensione occorra applicare uno dei metodi di evoluzione giurisprudenziale del diritto – la riduzione teleologica.
 3. Se sia conforme all'articolo 5, paragrafo 4, della direttiva 2004/25 (...) una normativa che prevede che si debba scegliere il prezzo più elevato fra queste tre possibili varianti:
 - a) il prezzo al quale l'offerente o persone che agiscono di concerto con lui hanno acquistato le azioni della società emittente nei 12 mesi anteriori. In caso di acquisto di azioni a prezzi diversi, il prezzo di acquisto è costituito da quello più elevato tra i prezzi di acquisto delle azioni nei 12 mesi precedenti il momento in cui sorge l'obbligo legale di promuovere un'offerta di acquisto;
 - b) il prezzo medio ponderato delle azioni sul mercato regolamentato o sul sistema multilaterale di negoziazione con il maggior volume di scambi delle azioni in questione nei 12 mesi anteriori. Il prezzo medio ponderato delle azioni è calcolato sulla base dei 12 mesi precedenti il momento in cui sorge l'obbligo legale di promuovere un'offerta di acquisto;

- c) il valore dell'azione che si calcola dividendo gli attivi netti della società emittente per il numero di azioni emesse. Nel caso in cui la società emittente abbia azioni con valori nominali diversi, se per il calcolo del valore dell'azione le attività nette debbano essere divise in proporzione alla percentuale di capitale sociale rappresentata da ogni valore nominale delle azioni».
4. Qualora il metodo di calcolo previsto dal diritto nazionale, avvalendosi del margine discrezionale conferito [agli Stati membri] dall'articolo 5, paragrafo 4, secondo comma, della direttiva 2004/25/CE, dia come risultato un prezzo superiore a quello di cui all'articolo 5, paragrafo 4, primo comma, se ciò sia compatibile con l'obiettivo della direttiva di scegliere sempre il prezzo massimo.
5. In caso di danno arrecato a un singolo a causa dell'errata applicazione del diritto dell'Unione europea, se il diritto nazionale possa prevedere una limitazione del risarcimento di tale danno qualora tale limitazione si applichi parimenti sia ai danni subiti a causa dell'errata applicazione del diritto nazionale che a quelli subiti a causa dell'errata applicazione del diritto dell'Unione.
6. Se le disposizioni della direttiva 2004/25 (...) conferiscano diritti ai singoli, vale a dire se sia soddisfatto il presupposto per la sussistenza della responsabilità dello Stato».

Sulle questioni pregiudiziali

- 35 Secondo il giudice del rinvio, la soluzione della controversia principale dipende, in sostanza, dalla questione se, da un lato, l'articolo 5, paragrafo 4, della direttiva 2004/25 osti al metodo di fissazione del prezzo equo previsto da una normativa nazionale che prevede che, ai fini di un'OPA, il valore dell'azione sia ottenuto dividendo gli attivi netti della società emittente, compresa la partecipazione di un azionista di minoranza che, di conseguenza, non dà il controllo, per il numero di azioni emesse. Dall'altro, esso ritiene necessario ottenere una risposta sulla questione se tale direttiva conferisca diritti ai singoli e se il diritto dell'Unione osti a una normativa nazionale che limita il risarcimento del danno sofferto a causa dell'erronea applicazione di tale diritto.
- 36 Poiché le diverse questioni pregiudiziali si sovrappongono su diversi piani, esse devono essere raggruppate, al fine di fornire al giudice del rinvio le risposte più precise possibili.

Sulle questioni terza e quarta

- 37 Con la terza e la quarta questione, che occorre esaminare congiuntamente, il giudice del rinvio chiede se l'articolo 5, paragrafo 4, della direttiva 2004/25 osti a una normativa nazionale che prevede tre metodi per determinare il prezzo equo al quale l'offerente deve acquistare le azioni di una società, tra i quali il metodo risultante dall'applicazione dell'articolo 5, paragrafo 4, primo comma, di tale direttiva, il quale impone di prendere in considerazione quello che conduce al prezzo più elevato.
- 38 Come risulta dal suo considerando 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 (sentenza del 20 luglio 2017, Marco Tronchetti Provera e a., C-206/16, EU:C:2017:572, punto 24).
- 39 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 (sentenza del 20 luglio 2017, Marco Tronchetti Provera e a., C-206/16, EU:C:2017:572, punto 25).

- 40 L'articolo 3, paragrafo 1, della suddetta direttiva sancisce, definendoli principi generali, i principi direttivi che devono essere rispettati nell'applicazione della direttiva stessa, tra i quali rientra quello secondo cui, se una persona acquisisce il controllo di una società, gli altri possessori di titoli devono essere tutelati (sentenza del 20 luglio 2017, Marco Tronchetti Provera e a., C-206/16, EU:C:2017:572, punto 26).
- 41 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 (sentenza del 20 luglio 2017, Marco Tronchetti Provera e a., C-206/16, EU:C:2017:572, punto 27).
- 42 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 (sentenza del 20 luglio 2017, Marco Tronchetti Provera e a., C-206/16, EU:C:2017:572, punto 28).
- 43 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 (sentenza del 20 luglio 2017, Marco Tronchetti Provera e a., C-206/16, EU:C:2017:572, punto 29).
- 44 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 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 (sentenza del 20 luglio 2017, Marco Tronchetti Provera e a., C-206/16, EU:C:2017:572, punto 30).
- 45 Infine, l'articolo 5, paragrafo 4, secondo comma, della direttiva 2004/25 prevede che, nel rispetto dei principi contenuti nell'articolo 3, paragrafo 1, di tale direttiva, gli Stati membri possono autorizzare le loro autorità di vigilanza, previste all'articolo 4 della suddetta direttiva, a modificare il prezzo equo in circostanze e secondo criteri chiaramente 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 (sentenza del 20 luglio 2017, Marco Tronchetti Provera e a., C-206/16, EU:C:2017:572, punto 31).
- 46 Così, per fissare il prezzo equo dei titoli oggetto di un'OPA, l'articolo 5, paragrafo 4, primo comma, della direttiva 2004/25 stabilisce un metodo che, secondo il considerando 9 di quest'ultima, corrisponde ad una definizione comune all'interno dell'Unione europea.
- 47 A tal riguardo, la ratio dell'articolo 5, paragrafo 4, di tale direttiva impone che tale metodo di fissazione del prezzo equo sia l'unico metodo consentito al riguardo. Infatti, l'articolo 5, paragrafo 4, secondo comma, di detta direttiva prevede che, qualora gli Stati membri abbiano optato per una

siffatta facoltà, sia possibile modificare il prezzo equo, come previsto all'articolo 5, paragrafo 4, primo comma, della medesima direttiva.

- 48 Di conseguenza, è solo nell'ambito di tale potere di modifica del prezzo equo dei titoli oggetto di un'OPA che gli Stati membri possono autorizzare le loro autorità di vigilanza a determinare il prezzo al quale tali titoli devono essere venduti, secondo metodi che differiscono da quello previsto all'articolo 5, paragrafo 4, primo comma, della direttiva 2004/25.
- 49 Tuttavia, quando una normativa nazionale dispone che il prezzo equo deve essere determinato secondo più metodi, uno dei quali riprende quello previsto all'articolo 5, paragrafo 4, primo comma, di tale direttiva, si può ritenere, a determinate condizioni, che gli altri metodi previsti corrispondano al potere di modifica del prezzo equo di cui all'articolo 5, paragrafo 4, secondo comma, di detta direttiva.
- 50 Le condizioni che devono essere rispettate al riguardo sono quelle che derivano dal testo stesso di quest'ultima disposizione.
- 51 Da un lato, i metodi di fissazione del prezzo equo, diversi da quello previsto all'articolo 5, paragrafo 4, primo comma, della direttiva 2004/25, devono essere applicati dalle autorità di vigilanza istituite dagli Stati membri e nel rispetto dei principi generali enunciati all'articolo 3, paragrafo 1, di tale direttiva. Dall'altro, tali metodi devono essere applicati «in circostanze e secondo criteri chiaramente determinati».
- 52 A tal riguardo, occorre ricordare la giurisprudenza secondo la quale, al fine di rispettare tanto il principio della certezza del diritto quanto la necessità di assicurare la piena applicazione delle direttive, in diritto e non solamente in fatto, le prescrizioni della direttiva 2004/25 devono essere riprodotte in un quadro normativo chiaro, preciso e trasparente, che preveda disposizioni vincolanti nel settore che essa ha ad oggetto (v., in tal senso, sentenza del 20 luglio 2017, Marco Tronchetti Provera e a., C-206/16, EU:C:2017:572, punto 41).
- 53 Pertanto, gli Stati membri sono tenuti a garantire, mediante lo strumento giuridico di loro scelta, che le circostanze e i criteri in base ai quali viene data attuazione alla modifica del prezzo equo siano «chiaramente determinati» ai sensi dell'articolo 5, paragrafo 4, secondo comma, della direttiva 2004/25.
- 54 Spetta al giudice del rinvio verificare se la FITL, eventualmente letta alla luce della motivazione di tale legge, soddisfi tali requisiti.
- 55 Infine, non si può escludere che, in una circostanza particolare, la modifica del prezzo equo conduca sempre alla fissazione di un prezzo più elevato di quello risultante dall'applicazione dell'articolo 5, paragrafo 4, primo comma, della direttiva 2004/25.
- 56 Del resto, l'articolo 5, paragrafo 4, secondo comma, di tale direttiva conferma tale ipotesi, poiché prevede che, alla luce dell'elenco delle circostanze determinate, eventualmente redatto dallo Stato membro interessato, il prezzo più elevato può essere modificato verso l'alto o verso il basso. Pertanto, una determinata circostanza, ai sensi di tale disposizione, può sempre condurre alla fissazione di un prezzo più elevato del prezzo equo, come attestano gli esempi citati in tale disposizione, in particolare quando il prezzo equo, come previsto all'articolo 5, paragrafo 4, primo comma, di detta direttiva, è stato fissato da un accordo concluso tra l'acquirente e un venditore.
- 57 Di conseguenza, occorre rispondere alla terza e alla quarta questione proposte dichiarando che l'articolo 5, paragrafo 4, della direttiva 2004/25 deve essere interpretato nel senso che esso non osta a una normativa nazionale che prevede tre metodi per determinare il prezzo equo al quale l'offerente deve acquistare le azioni di una società, tra i quali il metodo risultante dall'applicazione

dell'articolo 5, paragrafo 4, primo comma, di tale direttiva, e che impone di utilizzare sempre quello che dà luogo al prezzo più elevato, a condizione che i metodi di determinazione del prezzo equo diversi da quello risultante dall'applicazione di tale articolo 5, paragrafo 4, primo comma, siano attuati dall'autorità di vigilanza, nel rispetto dei principi generali fissati all'articolo 3, paragrafo 1, di tale direttiva nonché in circostanze e secondo criteri determinati da un quadro normativo chiaro, preciso e trasparente.

Sulle questioni prima e seconda

- 58 Con la prima e la seconda questione, che occorre esaminare congiuntamente, il giudice del rinvio chiede se l'articolo 5, paragrafo 4, secondo comma, della direttiva 2004/25 osti a una normativa nazionale conformemente alla quale, ai fini di un'OPA, il valore dell'azione sia ottenuto dividendo gli attivi netti della società emittente, compresa la partecipazione di un azionista di minoranza, la quale, di conseguenza, non dà il controllo, per il numero di azioni emesse, in quanto non si tratterebbe di un metodo di fissazione del prezzo dell'azione che possa essere considerato conforme a criteri «chiaramente determinati» ai sensi di tale disposizione.
- 59 In primo luogo, occorre rilevare che, con la decisione controversa, la commissione dei mercati finanziari ha autorizzato la ricorrente nel procedimento principale a presentare un'offerta obbligatoria di acquisto delle azioni della società emittente sulla base del metodo di fissazione del prezzo delle azioni, previsto all'articolo 74, paragrafo 1, punto 3, della FITL, il quale prevede che il valore dell'azione sia calcolato dividendo gli attivi netti di tale società per il numero di azioni emesse. Conformemente all'articolo 74, paragrafo 2, della FITL, i dati utilizzati al riguardo, qualora la società emittente predisponga una relazione annuale consolidata, sono quelli che risultano da tale relazione.
- 60 Si deve altresì rilevare, da un lato, che l'articolo 14, paragrafo 1, della legge sul bilancio consolidato annuale prevede che il bilancio consolidato sia il risultato della combinazione del bilancio annuale della società controllante del gruppo e di quelli delle controllate interessate e, dall'altro, che l'articolo 21 di tale legge precisa che la quota di patrimonio netto delle controllate consolidate corrispondente alle azioni e alle quote detenute da azionisti di minoranza è indicata in una voce distinta dal patrimonio netto, intitolata «Partecipazioni degli azionisti di minoranza».
- 61 Pertanto, al fine di determinare il prezzo delle azioni della società emittente, la commissione dei mercati finanziari ha incluso, nella decisione controversa, tra gli attivi netti di tale società le quote detenute da azionisti di minoranza nelle sue controllate, vale a dire partecipazioni di cui detta società non è proprietaria.
- 62 In secondo luogo, come risulta dalle considerazioni svolte al punto 45 della presente sentenza, occorre ricordare che 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 chiaramente determinati (sentenza del 20 luglio 2017, Marco Tronchetti Provera e a., C-206/16, EU:C:2017:572, punto 31).
- 63 L'articolo 5, paragrafo 4, secondo comma, della direttiva 2004/25 enuncia, inoltre, che gli Stati membri, qualora prevedano che le loro autorità di vigilanza possano modificare il prezzo equo, possono definire i criteri da utilizzare al riguardo, citando a titolo esemplificativo il valore medio di mercato su un determinato periodo, il valore di liquidazione della società o altri criteri oggettivi di valutazione generalmente utilizzati nell'analisi finanziaria.
- 64 In terzo luogo, occorre ricordare che, al fine di rispettare tanto il principio della certezza del diritto quanto la necessità di garantire la piena efficacia delle direttive, le prescrizioni della direttiva 2004/25 devono essere riprodotte, come ricordato al punto 52 della presente sentenza, in un quadro normativo chiaro, preciso e trasparente che preveda disposizioni vincolanti nel settore che

essa ha ad oggetto (v., in tal senso, sentenza del 20 luglio 2017, Marco Tronchetti Provera e a., C-206/16, EU:C:2017:572, punto 41).

- 65 È alla luce di tali principi che occorre determinare se il metodo di fissazione del prezzo, che include, tra gli attivi netti della società oggetto dell'OPA, le quote detenute da azionisti di minoranza nelle sue controllate, contenga criteri «chiaramente determinati», ai sensi dell'articolo 5, paragrafo 4, secondo comma, della direttiva 2004/25.
- 66 Da un lato, come sottolineato dall'avvocato generale al paragrafo 69 delle sue conclusioni, occorre rilevare che il margine di discrezionalità che tale disposizione accorda agli Stati membri per fissare, in caso di modifica del prezzo equo, i criteri di determinazione del prezzo dei titoli oggetto di un'offerta obbligatoria d'acquisto è limitato dalla finalità dell'insieme dell'articolo 5, paragrafo 4, della direttiva 2004/25, consistente nel ricercare il prezzo equo di tali titoli.
- 67 A tal fine, come rilevato dall'avvocato generale al paragrafo 71 delle sue conclusioni, gli Stati membri possono prevedere qualsiasi criterio di valutazione riconosciuto in analisi finanziaria che consenta di stabilire il valore economico reale di una partecipazione nella società emittente.
- 68 Su quest'ultimo aspetto, l'IFRS 10, ripreso nel diritto dell'Unione nel regolamento n. 1254/2012, prende in considerazione l'intero patrimonio della società controllante di un gruppo e i patrimoni delle sue controllate, indipendentemente dal livello della partecipazione di tale società in queste ultime. Ne consegue che gli attivi netti di tale società controllante sono determinati tenendo conto delle quote detenute da azionisti di minoranza nelle sue controllate, che sono definite, all'allegato A della parte dell'allegato del regolamento n. 1254/2012, relativa all'IFRS 10, con la denominazione «Partecipazione di minoranza», come riferita alle «patrimonio netto di una controllata non attribuibile, direttamente o indirettamente, a una controllante».
- 69 Orbene, i principi internazionali di informazione finanziaria di cui al regolamento n. 1254/2012 hanno un valore informativo, in quanto l'obiettivo dell'IFRS 10, secondo il punto 1 della parte dell'allegato a tale regolamento che lo riguarda, consiste nello «stabilire dei principi per la preparazione e la presentazione del bilancio consolidato nel caso in cui un'entità controll[] una o più entità». A tal riguardo, la presentazione delle partecipazioni di minoranza consente di garantire un'informazione completa dei terzi per quanto riguarda il perimetro del gruppo di società e l'estensione del controllo esercitato dalla società controllante sulle sue controllate.
- 70 Pertanto, l'individuazione e il livello delle quote detenute da azionisti di minoranza nel capitale delle società controllate di una società controllante di un gruppo di società possono costituire utili elementi di informazione in materia di analisi finanziaria.
- 71 Nell'ambito della determinazione del valore delle quote della società controllante, spetta al giudice del rinvio, al fine di determinare se tale metodo di valutazione costituisca un criterio oggettivo di valutazione generalmente utilizzato in analisi finanziaria, prestare particolare attenzione al fatto che un siffatto metodo obbliga a prendere in considerazione, come risulta dai punti 68 e 69 della presente sentenza, le partecipazioni nelle controllate di una società controllante che non sono di proprietà di quest'ultima.
- 72 Dall'altro lato, qualsiasi metodo di determinazione del prezzo equo, risultante dal potere di modifica previsto all'articolo 5, paragrafo 4, secondo comma, della direttiva 2004/25, deve essere dedotto in modo sufficientemente chiaro, preciso e prevedibile dal quadro normativo che lo prevede, dovendo essere altresì chiaro, preciso e trasparente (v., in tal senso, sentenza del 20 luglio 2017, Marco Tronchetti Provera e a., C-206/16, EU:C:2017:572, punto 41).
- 73 A tal riguardo, occorre rilevare che dai documenti del fascicolo di cui dispone la Corte risulta che, da un lato, l'articolo 74, paragrafo 1, punto 3, della FITL non fornisce alcuna definizione della nozione di «attivi netti», che esso utilizza come parametro del metodo di fissazione del prezzo equo previsto

da tale disposizione, e, dall'altro, se è vero che l'articolo 21 della legge sul bilancio consolidato annuale dispone che la quota di patrimonio netto delle controllate consolidate corrispondente alle azioni e alle quote di minoranza è indicata in una voce distinta dal patrimonio netto, intitolata «Partecipazione di minoranza», tale articolo non contiene riferimenti agli attivi netti della società controllante di un gruppo societario.

- 74 Alla luce di tali elementi, spetta al giudice del rinvio verificare se l'articolo 74, paragrafo 1, punto 3), della FITL debba essere interpretato nel senso che la nozione di «attivi netti» può essere compresa in modo sufficientemente chiaro, preciso e prevedibile nel senso che include, nel caso di una società controllante di un gruppo societario, la quale redige un rapporto annuale consolidato, le partecipazioni detenute da azionisti di minoranza nelle controllate di tale società controllante.
- 75 A tal proposito, va rammentato che il principio di interpretazione conforme al diritto dell'Unione impone al giudice del rinvio non solo di prendere in considerazione l'insieme delle norme di diritto interno, ma anche di applicare i criteri ermeneutici riconosciuti dallo stesso al fine di interpretarlo per quanto più possibile alla luce della lettera e dello scopo della direttiva di cui trattasi, onde conseguire il risultato fissato da quest'ultima e conformarsi pertanto all'articolo 288, terzo comma, TFUE (v., in tal senso, sentenza del 19 gennaio 2010, Küçükdeveci, C-555/07, EU:C:2010:21, punto 48).
- 76 È alla luce di tali principi che spetta al giudice del rinvio stabilire se esso sia in grado di accogliere l'interpretazione dell'articolo 74, paragrafo 1, punto 3), della FITL, menzionata al punto 74 della presente sentenza, o se, come risulta dalla domanda di pronuncia pregiudiziale, esso debba adottare un'interpretazione restrittiva di tale disposizione sul piano teleologico, escludendo di prendere in considerazione le partecipazioni detenute dagli azionisti di minoranza come attivi netti della società oggetto dell'OPA al fine di determinare il prezzo dell'azione di tale società.
- 77 Di conseguenza, occorre rispondere alla prima e alla seconda questione sollevate dichiarando che l'articolo 5, paragrafo 4, secondo comma, della direttiva 2004/25 deve essere interpretato nel senso che esso osta a una normativa nazionale la quale prevede che, ai fini di un'OPA, il valore dell'azione sia ottenuto dividendo gli attivi netti della società emittente, compresa la partecipazione di un azionista di minoranza, la quale, di conseguenza, non dà il controllo, per il numero di azioni emesse, a meno che non si tratti di un metodo di fissazione del prezzo dell'azione fondato su un criterio oggettivo di valutazione generalmente utilizzato nell'analisi finanziaria che possa essere considerato «chiaramente determinato» ai sensi di tale disposizione, circostanza che deve essere verificata dal giudice del rinvio.

Sulla sesta questione

- 78 Con la sesta questione, il giudice del rinvio chiede se la direttiva 2004/25 conferisca all'offerente, nell'ambito del procedimento dell'OPA, diritti che possono essere fatti valere nell'ambito di un'azione di responsabilità dello Stato.
- 79 Occorre ricordare, riguardo ai presupposti per la sussistenza della responsabilità dello Stato per danni arrecati ai singoli da violazioni del diritto dell'Unione ad esso imputabili, che la Corte ha ripetutamente dichiarato che ai singoli lesi è riconosciuto un diritto al risarcimento purché siano soddisfatte tre condizioni, vale a dire che la norma di diritto dell'Unione violata abbia lo scopo di conferire loro diritti, che la violazione di tale norma sia sufficientemente qualificata e che sussista un nesso causale diretto tra questa violazione e il danno subito da tali singoli (sentenza del 28 luglio 2016, Tomášová, C-168/15, EU:C:2016:602, punto 22 e giurisprudenza ivi citata).
- 80 Discende altresì da una giurisprudenza costante che l'applicazione dei criteri che consentono di stabilire la responsabilità degli Stati membri per i danni causati ai singoli da violazioni del diritto dell'Unione deve, in linea di principio, essere operata dai giudici nazionali, in conformità agli

orientamenti forniti dalla Corte per procedere a tale applicazione (sentenza del 4 ottobre 2018, *Kantarev*, C-571/16, EU:C:2018:807, punto 95 e giurisprudenza ivi citata).

- 81 In primo luogo, per quanto riguarda la questione dell'effetto diretto dell'articolo 5, paragrafo 4, della direttiva 2004/25, occorre sottolineare che una siffatta condizione non è richiesta dalla giurisprudenza ai fini della sussistenza della responsabilità di uno Stato membro per violazione del diritto dell'Unione, in quanto la condizione richiesta dalla giurisprudenza riguarda il fatto che tale disposizione conferisce diritti ai singoli (v., in tal senso, sentenza del 4 ottobre 2018, *Kantarev*, C-571/16, EU:C:2018:807, punti 97 e 104 nonché giurisprudenza ivi citata).
- 82 In secondo luogo, è vero che l'articolo 4, paragrafo 6, della direttiva 2004/25 dispone, segnatamente, che quest'ultima lascia impregiudicato, da un lato, il potere degli Stati membri di stabilire se e in quali circostanze le parti dell'offerta hanno il diritto di avviare procedimenti amministrativi o giudiziari, in particolare, il potere eventualmente conferito all'autorità giudiziaria di uno Stato membro di rifiutare di conoscere di una controversia e di decidere se tale controversia possa incidere sull'esito dell'offerta, dall'altro, di determinare il diritto in materia di responsabilità delle autorità di vigilanza o regolamento delle controversie tra le parti di un'offerta.
- 83 Tuttavia, la terza frase dell'articolo 4, paragrafo 6, della direttiva 2004/25, vertente sul diritto in materia di responsabilità delle autorità di vigilanza, non può significare che gli Stati membri possono stabilire disposizioni che vietino alle parti di un'OPA di proporre un'azione di responsabilità dello Stato per violazione qualificata del diritto dell'Unione in occasione di una siffatta offerta, e ciò per due ragioni.
- 84 Da un lato, tale terza frase si limita a indicare che la direttiva 2004/25 non pregiudica il potere degli Stati membri di determinare il diritto in materia di responsabilità delle autorità di vigilanza, ma non consente in alcun caso agli Stati membri, come nel primo periodo dell'articolo 4, paragrafo 6, di tale direttiva, di non riconoscere alle parti dell'OPA il diritto di avviare un procedimento amministrativo o giudiziario.
- 85 Dall'altro, occorre ricordare che la piena efficacia del diritto dell'Unione e l'effettiva tutela dei diritti che i singoli ne derivano possono, se del caso, essere garantiti dal principio della responsabilità extracontrattuale dello Stato per danni causati ai singoli da violazioni del diritto dell'Unione ad esso imputabili, principio che inerisce al sistema dei Trattati su cui si basa quest'ultima ed è valido per qualsiasi caso di violazione del diritto dell'Unione da parte di uno Stato membro, indipendentemente dall'autorità pubblica responsabile di tale violazione (sentenza del 19 dicembre 2019, *Deutsche Umwelthilfe*, C-752/18, EU:C:2019:1114, punti 54 e 55 nonché giurisprudenza ivi citata).
- 86 In terzo luogo, è vero che l'obiettivo principale della direttiva 2004/25 è quello di tutelare gli azionisti di minoranza della società oggetto dell'OPA.
- 87 A tal fine, da un lato, l'articolo 5, paragrafo 1, della direttiva 2004/25 dispone che una persona la quale 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. Dall'altro lato, l'articolo 5, paragrafo 4, primo comma, di tale direttiva indica che la persona che è così obbligata a presentare un'offerta di acquisto dei titoli degli azionisti di minoranza deve proporre un prezzo equo, corrispondente al prezzo più elevato pagato per gli stessi titoli da essa stessa o da persone che agiscono di concerto con essa, in un periodo che precede l'offerta, determinata dagli Stati membri, da un minimo di sei mesi ad un massimo di dodici mesi.

- 88 Tuttavia, la regola di fissazione di un prezzo equo, di cui all'articolo 5, paragrafo 4, della direttiva 2004/25, mira tanto a tutelare l'offerente nella misura in cui consente di determinare il prezzo massimo che quest'ultimo dovrà versare agli azionisti di minoranza nell'ambito di un'OPA, che corrisponde, come rilevato dall'avvocato generale al paragrafo 38 delle sue conclusioni, a che tale offerente sia stato disposto a pagare durante il periodo che ha preceduto tale offerta.
- 89 Inoltre, il potere di modifica del prezzo equo, previsto all'articolo 5, paragrafo 4, secondo comma, di tale direttiva, può anche essere idoneo a tutelare gli interessi dell'offerente, poiché tale disposizione prevede l'ipotesi che tale prezzo equo possa essere modificato verso il basso in talune circostanze determinate dagli Stati membri.
- 90 Pertanto, avendo un'incidenza diretta sulla situazione giuridica della persona obbligata a fare un'OPA dei titoli degli azionisti di minoranza della società emittente, l'articolo 5, paragrafo 4, primo e secondo comma, della direttiva 2004/25 costituisce una norma di diritto dell'Unione preordinata a conferire diritti ai singoli, nel caso di specie l'offerente.
- 91 Di conseguenza, occorre rispondere alla sesta questione sollevata dichiarando che la direttiva 2004/25 deve essere interpretata nel senso che essa conferisce, nell'ambito del procedimento di OPA, diritti all'offerente, idonei ad essere attuati nell'ambito di un'azione di responsabilità dello Stato.

Sulla quinta questione

- 92 Con la sua quinta questione, il giudice del rinvio chiede se il diritto dell'Unione debba essere interpretato nel senso che osta a una normativa nazionale la quale prevede che, qualora la responsabilità di uno Stato membro sia sorta per danni causati da una violazione di una norma di diritto dell'Unione a seguito di una decisione di un'autorità amministrativa di tale Stato, il risarcimento del danno materiale che ne deriva possa essere limitato al 50% dell'importo di tale danno.
- 93 L'articolo 13 della legge sul risarcimento danni prevede che, qualora l'importo della somma calcolata conformemente all'articolo 12 di tale legge non superi EUR 142 288, il risarcimento adeguato di un danno materiale causato da un'autorità pubblica sia pari al 100% di quest'ultima, che, qualora tale importo sia compreso tra EUR 142 289 e EUR 1 422 872, tale risarcimento possa essere fissato nella misura compresa tra il 50 e il 100% e che, qualora detto importo sia superiore a EUR 1 422 872, detto risarcimento possa essere inferiore al 50% di quest'ultimo.
- 94 In applicazione di tale disposizione, l'Administratīvā apgabaltiesa (Corte amministrativa regionale) ha limitato il risarcimento del danno subito dalla ricorrente nel procedimento principale, che ammontava ad un importo superiore a EUR 1 422 872, al 50% di quest'ultimo.
- 95 Sebbene, come risulta dal punto 82 della presente sentenza, l'articolo 4, paragrafo 6, della direttiva 2004/25 menzioni che quest'ultima non pregiudica il potere degli Stati membri di determinare il diritto in materia di responsabilità delle autorità di vigilanza o regolamento delle controversie tra le parti di un'offerta, occorre sottolineare che le condizioni stabilite dalle legislazioni nazionali in materia di risarcimento dei danni non possono essere meno favorevoli di quelle che riguardano reclami analoghi di natura interna (principio di equivalenza) e non possono essere congegnate in modo da rendere praticamente impossibile o eccessivamente difficile ottenere il risarcimento (principio di effettività) (sentenza del 29 luglio 2019, Hochtief Solutions Magyarországi Fióktelepe, C-620/17, EU:C:2019:630, punto 45 e giurisprudenza ivi citata).
- 96 Per quanto riguarda il principio di equivalenza, dalla domanda di pronuncia pregiudiziale risulta che la possibilità di limitare l'importo del risarcimento del danno materiale vale tanto in caso di violazione del diritto lettone quanto in caso di violazione del diritto dell'Unione.

- 97 Per quanto riguarda il principio di effettività, si evince dalla giurisprudenza della Corte che il risarcimento dei danni cagionati ai singoli da violazioni del diritto dell'Unione deve essere adeguato al danno subito da questi ultimi, in modo da garantire una tutela effettiva dei loro diritti (v., in tal senso, sentenza del 29 luglio 2019, Hochtief Solutions Magyarországi Fióktelepe, C-620/17, EU:C:2019:630, punto 46 e giurisprudenza ivi citata).
- 98 Orbene, come sottolineato, in sostanza, dall'avvocato generale al paragrafo 104 delle sue conclusioni, una norma di diritto nazionale in forza della quale, nel caso in cui sussista la responsabilità di uno Stato membro per danni causati dalla violazione di una norma di diritto dell'Unione da parte di una decisione di un'autorità amministrativa di tale Stato, il risarcimento del danno materiale che ne deriva, che può essere esattamente quantificato, può essere limitato al 50% dell'importo di tale danno non è idoneo a soddisfare il requisito di un risarcimento adeguato.
- 99 Ne consegue che una siffatta norma di diritto nazionale non rispetta il principio di effettività.
- 100 Pertanto, occorre rispondere alla quinta questione proposta dichiarando che il diritto dell'Unione deve essere interpretato nel senso che osta a una normativa nazionale la quale prevede che, qualora la responsabilità di uno Stato membro sia sorta per danni causati da una violazione di una norma di diritto dell'Unione mediante una decisione di un'autorità amministrativa di tale Stato, il risarcimento del danno materiale che ne deriva possa essere limitato al 50% dell'importo di tale danno.

Sulle spese

- 101 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 (Quarta Sezione) dichiara:

- 1) **L'articolo 5, paragrafo 4, 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 che prevede tre metodi per determinare il prezzo equo al quale l'offerente deve acquistare le azioni di una società, tra i quali il metodo risultante dall'applicazione dell'articolo 5, paragrafo 4, primo comma, di tale direttiva, e che impone di utilizzare sempre quello che dà luogo al prezzo più elevato, a condizione che i metodi di determinazione del prezzo equo diversi da quello risultante dall'applicazione di tale articolo 5, paragrafo 4, primo comma, siano attuati dall'autorità di vigilanza, nel rispetto dei principi generali fissati all'articolo 3, paragrafo 1, di tale direttiva nonché in circostanze e secondo criteri determinati da un quadro normativo chiaro, preciso e trasparente.**
- 2) **L'articolo 5, paragrafo 4, secondo comma, della direttiva 2004/25 deve essere interpretato nel senso che esso osta a una normativa nazionale la quale prevede che, ai fini di un'offerta pubblica di acquisto, il valore dell'azione sia ottenuto dividendo gli attivi netti della società emittente, compresa la partecipazione di un azionista di minoranza, la quale, di conseguenza, non dà il controllo, per il numero di azioni emesse, a meno che non si tratti di un metodo di fissazione del prezzo dell'azione fondato su un criterio oggettivo di valutazione generalmente utilizzato nell'analisi finanziaria che possa essere considerato «chiaramente determinato» ai sensi di tale disposizione, circostanza che deve essere verificata dal giudice del rinvio.**

- 3) **La direttiva 2004/25 deve essere interpretata nel senso che essa conferisce, nell'ambito del procedimento di offerta pubblica di acquisto, diritti all'offerente, idonei ad essere attuati nell'ambito di un'azione di responsabilità dello Stato.**

- 4) **Il diritto dell'Unione deve essere interpretato nel senso che osta a una normativa nazionale la quale prevede che, qualora la responsabilità di uno Stato membro sia sorta per danni causati da una violazione di una norma di diritto dell'Unione mediante una decisione di un'autorità amministrativa di tale Stato, il risarcimento del danno materiale che ne deriva possa essere limitato al 50% dell'importo di tale danno.**