

ORDINANZA DELLA CORTE (Ottava Sezione)

11 gennaio 2018

«Rinvio pregiudiziale – Diritto delle società – Direttiva 2004/25/CE – Offerte pubbliche di acquisto – Articolo 5, paragrafo 4, secondo comma – Possibilità di modificare 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 – Nozione di “criterio chiaramente determinato”»

Nelle cause riunite C-654/16, C-657/16 e C-658/16,

avente ad oggetto la domanda di pronuncia pregiudiziale proposta alla Corte, ai sensi dell’articolo 267 TFUE, dal Tribunale amministrativo regionale per il Lazio (Italia), con ordinanze del 19 luglio 2016, pervenute in cancelleria il 19 dicembre 2016, nei procedimenti

**Amber Capital Italia Sgr SpA** (C-654/16),

**Amber Capital Uk Llp** (C-654/16),

**Bluebell Partners Limited** (C-657/16),

**Elliot International LP** (C-658/16),

**The Liverpool Limited Partnership** (C-658/16),

**Elliot Associates LP** (C-658/16)

contro

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

con l’intervento di:

**Hitachi Rail Italy Investments Srl,**

**Hitachi Rail Italy SpA,**

**Ansaldo Sts SpA (C-654/16),**

**Finmeccanica SpA,**

LA CORTE (Ottava Sezione),

composta da J. Malenovský, presidente di sezione, M. Safjan e M. Vilaras (relatore), giudici,

avvocato generale: N. Wahl

cancelliere: A. Calot Escobar

vista la decisione, adottata dopo aver sentito l'avvocato generale, di statuire con ordinanza motivata, conformemente all'articolo 99 del regolamento di procedura della Corte,

ha emesso la seguente

### **Ordinanza**

- 1 Le domande di pronuncia pregiudiziale vertono sull'interpretazione dell'articolo 5, paragrafo 4, primo e 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 Tali domande sono state sollevate nell'ambito di controversie tra, rispettivamente, la Amber Capital Italia Sgr SpA e la Amber Capital Uk Llp (causa C-654/16), la Bluebell Partners Limited (causa C-657/16) nonché la Elliot International LP, la The Liverpool Limited Partnership e la Elliot Associates LP (causa C-658/16), da un lato, e la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob) (Italia), dall'altro, per quanto riguarda una decisione di quest'ultima di aumentare il prezzo di un'offerta pubblica di acquisto (in prosieguo: l'«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 1 di tale direttiva, intitolato «Ambito di applicazione», prevede al paragrafo 1 quanto segue:

«La presente direttiva stabilisce misure di coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari, amministrative, dei codici di condotta e degli altri regimi degli Stati membri, ivi compresi quelli stabiliti da organismi ufficialmente preposti alla regolamentazione dei mercati (...), riguardanti le offerte pubbliche di acquisto di titoli di una società di diritto di uno Stato membro, quando una parte o la totalità di detti titoli sono ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato ai sensi della direttiva 93/22/CEE [del Consiglio, del 10 maggio 1993, relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari (GU 1993, L 141, pag. 27),] in uno o più Stati membri (...)».

- 5 L'articolo 3 della direttiva 2004/25, 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».

6 L'articolo 5 di tale direttiva, intitolato «Tutela degli azionisti di minoranza; offerta obbligatoria e prezzi equi», dispone quanto segue al suo paragrafo 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*

- 7 L'articolo 106 del decreto legislativo del 24 febbraio 1998, n. 58 – Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52 (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:

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

(...)

- 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:

(...)

- 2) vi sia stata collusione tra l'offerente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo e uno o più venditori

(...)).

- 8 Con la delibera n. 11971, del 14 maggio 1999, la Consob ha adottato il regolamento di attuazione del decreto legislativo del 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**

- 9 A seguito di un accordo raggiunto il 24 febbraio 2015, la Hitachi Rail Italy Investments Srl (in prosieguo: la «Hitachi»), operante in quanto «entità ad hoc» controllata dalla Hitachi Ltd e da essa designata per l'operazione, ha acquisito dalla Finmeccanica SpA, in primo luogo, una partecipazione del 40,07% nel capitale dell'Ansaldo Sts SpA (in prosieguo: l'«Ansaldo»), società quotata in borsa in Italia, per un prezzo di EUR 9,50 per azione, in secondo luogo, il ramo d'azienda dell'Ansaldo Breda SpA identificato come «attuale business di Ansaldo Breda SpA, ad esclusione di alcune attività di “revamping” e di determinati contratti residuali», al prezzo di EUR 1, nonché, in terzo luogo, il marchio AnsaldoBreda e alcuni beni immobili.
- 10 Avendo in tal modo acquisito il controllo dell'Ansaldo, la Hitachi ha lanciato un'OPA sulla totalità del capitale di quest'ultima a un prezzo di EUR 9,50 per azione.

- 11 Il 10 e l'11 novembre 2015, la Amber Capital Uk Llp, la Amber Capital Italia Sgr SpA e la Bluebell Partners Limited hanno proposto alla Consob di avviare il procedimento previsto dal regolamento emittenti e di aumentare il prezzo suddetto in applicazione dell'articolo 106, paragrafo 3, lettera d), del TUF, in quanto sussisteva un accordo collusivo tra la Hitachi e la Finmeccanica, in forza del quale la cessione del ramo d'azienda dell'Ansaldo Breda sarebbe stata effettuata ad un prezzo nettamente superiore al suo valore reale, in cambio di una diminuzione del prezzo delle azioni dell'Ansaldo.
- 12 Con la delibera n. 19507, del 3 febbraio 2016, la Consob ha accertato la sussistenza dell'asserita collusione e, di conseguenza, ha corretto il prezzo dell'OPA, limitandosi però a un aumento a EUR 9,899.
- 13 Tale decisione è stata oggetto di vari ricorsi di annullamento dinanzi al Tribunale amministrativo regionale per il Lazio (Italia). Con i loro ricorsi, le ricorrenti nel procedimento principale contestano il prezzo delle azioni dell'Ansaldo stabilito dalla Consob, il quale darebbe luogo ad una significativa sottovalutazione di tali azioni rispetto al prezzo di EUR 15 richiesto dalle società che hanno adito la Consob.
- 14 Successivamente, la Hitachi ha deciso di liquidare il corrispettivo dovuto ai partecipanti a tale OPA sulla base di un prezzo aumentato su base volontaria e fissato in EUR 9,68 per azione.
- 15 Il 23 marzo 2016, la Hitachi ha pubblicato un comunicato stampa con cui ha reso noto di aver acquistato sul mercato azioni dell'Ansaldo al prezzo di EUR 10,50 per azione e di voler adeguare il prezzo di offerta a tale ultimo prezzo attribuendo un conguaglio agli aderenti, ai sensi della «best price rule».
- 16 Nell'ambito del loro ricorso dinanzi al giudice del rinvio, i ricorrenti nel procedimento principale sostengono che la Consob, sebbene abbia riconosciuto la sussistenza di una collusione, ha omesso di prendere in considerazione la portata oggettiva dei fatti, per quanto riguarda in particolare la sottovalutazione della cessione dell'Ansaldo e della sopravvalutazione della cessione del ramo d'azienda dell'Ansaldo Breda.

- 17 Gli stessi ricorrenti fanno valere segnatamente che l'offerta iniziale presentata dalla Hitachi per l'acquisto della partecipazione maggioritaria dell'Ansaldo era situata al di sotto del valore medio attribuito al pacchetto azionario da esperti e analisti di borsa.
- 18 Esse rilevano, inoltre, che la sopravvalutazione del ramo d'azienda dell'Ansaldo Breda poteva essere quantificata, secondo la stima effettuata dalla Hitachi, in EUR 550 milioni circa, mentre la decisione n. 19507 ha aumentato il valore dell'OPA di soli EUR 32 milioni, quantificando quindi erroneamente l'effetto della collusione.
- 19 La Consob ritiene, in primo luogo, che la direttiva 2004/25 non solo autorizzi gli Stati membri a redigere un elenco di circostanze nelle quali il potere di rettifica del prezzo dell'offerta sia esercitato, ma lasci loro la possibilità di definire i criteri da utilizzare in tali casi. Essa rileva altresì che la normativa italiana fa riferimento, in caso di collusione, all'esistenza di un prezzo più elevato di quello dichiarato dall'offerente, e che essa dispone, in tal caso, che il prezzo dell'offerta sia «pari a quello accertato» sulla base degli elementi emersi nell'istruttoria.
- 20 In secondo luogo, la Consob sostiene che l'aumento del prezzo dell'offerta non poteva essere effettuato sulla base di una nuova valutazione del ramo d'azienda dell'Ansaldo Breda, bensì sulla base di ciò che era emerso dalle prove raccolte come il prezzo che l'offerente e il venditore avevano effettivamente attribuito a tale ramo d'azienda nell'ambito delle trattative che hanno condotto alla vendita e che non poteva essere escluso che se avesse presentato un carattere irragionevole.
- 21 Come le parti nel procedimento principale, il giudice del rinvio si interroga sul punto se la direttiva 2004/25, interpretata alla luce dei principi generali, preveda o meno una margine discrezionale nella definizione del «prezzo equo», allorché l'autorità nazionale di vigilanza corregge il prezzo iniziale.
- 22 In particolare, tale giudice si chiede se il riferimento, riportato all'articolo 5, paragrafo 4, secondo comma, di tale direttiva, ai criteri determinati dalla suddetta direttiva e ai relativi esempi sia vincolante e esaustivo e se la normativa nazionale debba comunque necessariamente specificare un elenco apposito di criteri.

- 23 Di conseguenza, il Tribunale amministrativo regionale per il Lazio ha deciso di sospendere il procedimento e di sottoporre alla Corte, in ciascuna delle cause, la seguente questione pregiudiziale:

«Se osti alla corretta applicazione dell'articolo 5, paragrafo 4, commi 1 e 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 tutela del legittimo affidamento, proporzionalità, ragionevolezza, trasparenza e non discriminazione, una normativa nazionale, quale quella dell'articolo 106, comma 3, lettera d), numero 2), del [TUF], e dell'art. 47-octies [del regolamento emittenti], nella parte in cui le citate disposizioni, nell'autorizzare la Consob ad aumentare il prezzo dell'offerta pubblica di acquisto di cui al citato articolo 106 a fronte dell'accertamento della collusione tra l'offerente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo e uno o più venditori, si limitano a far riferimento al criterio del «prezzo accertato» senza specificare i parametri e i criteri di tale accertamento».

### **Sulla questione pregiudiziale**

- 24 Ai sensi dell'articolo 99 del suo regolamento di procedura, quando la risposta a una questione pregiudiziale può essere chiaramente desunta dalla giurisprudenza, la Corte, su proposta del giudice relatore, sentito l'avvocato generale, può statuire in qualsiasi momento con ordinanza motivata.
- 25 Tale norma deve essere applicata nelle cause in esame.
- 26 Infatti, con la sua questione, il giudice del rinvio chiede, sostanzialmente, se l'articolo 5, paragrafo 4, secondo comma, della direttiva 2004/25 debba essere interpretato nel senso che 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 tra l'offerente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo e uno o più venditori, limitandosi a prevedere, per quanto riguarda il prezzo al quale l'offerta può essere modificata, che quest'ultimo può essere portato al prezzo constatato da tale autorità.

- 27 Orbene, la Corte si è recentemente pronunciata, nella sentenza del 20 luglio 2017, Marco Tronchetti Provera e a. (C-206/16, EU:C:2017:572), sulla questione se la nozione di «collusione» risultante dalla normativa nazionale in questione nella causa principale nelle presenti cause costituisca una circostanza chiaramente determinata, ai sensi dell'articolo 5, paragrafo 4, secondo comma, della direttiva 2004/25.
- 28 La Corte ha dichiarato che, come risulta dai considerando da 1 a 3 e 9 della direttiva 2004/25, quest'ultima 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).
- 29 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).
- 30 La Corte ha considerato che l'articolo 3, paragrafo 1, della suddetta direttiva sancisce, definendoli principi generali, i principi direttivi che devono essere rispettati nell'applicazione della direttiva stessa e che, 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 (sentenza del 20 luglio 2017, Marco Tronchetti Provera e a., C-206/16, EU:C:2017:572, punto 26).
- 31 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).

- 32 Inoltre, la Corte ha constatato che, 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 (sentenza del 20 luglio 2017, Marco Tronchetti Provera e a., C-206/16, EU:C:2017:572, punto 30).
- 33 In modo complementare, la Corte ha rilevato che l'articolo 5, paragrafo 4, secondo comma, della direttiva 2004/25 prevede che, fatto salvo il rispetto dei principi di cui all'articolo 3, paragrafo 1, della stessa, gli Stati membri possono autorizzare le rispettive autorità di controllo, di cui all'articolo 4 di tale direttiva, a modificare il prezzo equo in circostanze e secondo determinati criteri, che, a tal fine, gli Stati membri, da un lato, possono redigere un elenco di circostanze nelle quali il prezzo equo può essere modificato, verso l'alto o verso il basso, e, dall'altro, definire i criteri da utilizzare in questi casi, fermo restando che tali circostanze e criteri devono essere chiaramente determinati, e che esempi di tali circostanze e criteri sono indicati all'articolo 5, paragrafo 4, secondo comma, di detta direttiva (sentenza del 20 luglio 2017, Marco Tronchetti Provera e a., C-206/16, EU:C:2017:572, punto 31).
- 34 Come la Corte ha rilevato nella sentenza del 20 luglio 2017, Marco Tronchetti Provera e a. (C-206/16, EU:C:2017:572, punto 37) a proposito delle circostanze in cui le autorità nazionali di vigilanza possono modificare il prezzo di un'offerta pubblica di acquisto, l'articolo 5, paragrafo 4, secondo comma, della direttiva 2004/25 riconosce agli Stati membri un margine di discrezionalità per stabilire i criteri da utilizzare per determinare il prezzo al quale tale offerta deve essere portata.
- 35 Di conseguenza, l'articolo 5, paragrafo 4, secondo comma, di tale direttiva non può essere interpretato nel senso che impone che una normativa nazionale, come quella di cui trattasi nel procedimento principale, riprenda uno degli esempi di criteri da essa menzionati; va sottolineato, per di più, che risulta dal suo tenore letterale che l'elenco di esempi contenuto in tale articolo non è vincolante, né esaustivo.

- 36 Inoltre, se è vero che tale disposizione dispone che i criteri utilizzati devono essere chiaramente determinati, è sufficiente, per soddisfare tale requisito, nonché il principio di certezza del diritto, che i suddetti criteri siano stati previsti e che la loro portata possa essere desunta in modo sufficientemente chiaro, preciso e prevedibile dall'insieme della normativa nazionale di cui trattasi, mediante metodi interpretativi riconosciuti dal diritto interno (v., in tal senso, sentenza del 20 luglio 2017, Marco Tronchetti Provera e a., C-206/16, EU:C:2017:572, punto 46).
- 37 In tale contesto, il ricorso a un criterio come quello del prezzo accertato durante l'esame che ha condotto a constatare la sussistenza di una circostanza che giustifica una modifica del prezzo dell'OPA, per determinare il prezzo al quale dev'essere portata tale offerta, non appare incompatibile, di per sé, con l'articolo 5, paragrafo 4, secondo comma, della direttiva 2004/25.
- 38 Infatti, la circostanza che un criterio siffatto rinvii a constatazioni effettuate dall'autorità nazionale di vigilanza per determinare se il prezzo dell'OPA debba essere modificato non osta a che il prezzo al quale deve essere portata l'OPA possa essere desunto, mediante metodi interpretativi riconosciuti dal diritto interno, dall'insieme della normativa nazionale di cui trattasi nel procedimento principale, e segnatamente dalle disposizioni relative alle circostanze in cui le autorità nazionali possono modificare il prezzo di un'OPA, come interpretata, se del caso, dai giudici nazionali.
- 39 Alla luce di tutte le considerazioni che precedono, occorre rispondere alla questione sollevata che l'articolo 5, paragrafo 4, secondo comma, della direttiva 2004/25 deve essere interpretato nel senso che esso non osta ad una normativa nazionale, come quella di cui al procedimento principale, che consente all'autorità nazionale di controllo 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, limitandosi a disporre, per quanto riguarda il prezzo al quale essa può così essere portata, che esso corrisponda al prezzo accertato da tale autorità, a condizione che tale prezzo possa essere desunto in modo sufficientemente chiaro, preciso e prevedibile

dall'insieme della normativa nazionale, mediante metodi interpretativi riconosciuti dal diritto interno.

### **Sulle spese**

- 40 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 (Ottava 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 tra l'offerente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo e uno o più venditori, limitandosi a disporre, per quanto riguarda il prezzo al quale essa può così essere portata, che esso corrisponda al prezzo accertato da tale autorità, a condizione che tale prezzo possa essere desunto in modo sufficientemente chiaro, preciso e prevedibile dall'insieme della normativa nazionale, mediante metodi interpretativi riconosciuti dal diritto interno.**