

ORDINANZA DELLA CORTE (Ottava Sezione)

24 ottobre 2017

«Rinvio pregiudiziale – Articolo 99 del regolamento di procedura della Corte – Diritto delle società – Direttiva 2004/25/CE – Offerte pubbliche d’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 l’offerta pubblica di acquisto in caso di collusione tra l’offerente e il venditore»

Nelle cause riunite C-655/16 e C-656/16,

aventi ad oggetto alcune domande di pronuncia pregiudiziale proposte, 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

**Hitachi Rail Italy Investments Srl (C-655/16),**

**Finmeccanica SpA (C-656/16)**

contro

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

nei confronti di:

**Amber Capital Italia Sgr SpA,**

**Amber Capital Uk Llp,**

**Bluebell Partners Limited**

**Elliot International Lp,**

**The Liverpool Limited Partnership,**

**Elliot Associates L.P.,**

LA CORTE (Ottava Sezione),

composta da M. Safjan, facente funzione di presidente di sezione, D. Šváby 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, secondo comma, della direttiva 2004/25/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 aprile 2004, concernente le offerte pubbliche di acquisto (GU 2004, L 142, pag. 12).
- 2 Tale domanda è stata sollevata nell'ambito di controversie pendenti tra, rispettivamente, la Hitachi Rail Italy Investments Srl (in prosieguo: la «Hitachi») e la Finmeccanica SpA e la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob, Italia), per quanto riguarda la legittimità di una decisione di quest'ultima di aumentare il prezzo di un'offerta pubblica di acquisto (OPA).

### **Contesto normativo**

#### *Diritto dell'Unione*

- 3 L'articolo 5 della direttiva 2004/25, intitolato «Tutela degli azionisti di minoranza; offerta obbligatoria e prezzi equi», dispone quanto segue ai suoi paragrafi da 1 a 4:

«1. Gli Stati membri provvedono a che, qualora una persona fisica o giuridica, per effetto di propri acquisti o dell'acquisto da parte di persone

che agiscono di concerto con essa, detenga titoli di una società 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.

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

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

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

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

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

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

#### *Diritto italiano*

- 4 L'articolo 106 del decreto legislativo n. 58 – Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52, del 24 febbraio 1998 (supplemento ordinario alla GURI n. 71, del 26 marzo 1998), nella sua versione applicabile ai fatti di causa (in prosieguo: il «TUF»), intitolato «Offerta pubblica di acquisto totalitaria», recita:

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

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

(...)

3. La Consob disciplina con regolamento le ipotesi in cui

(...)

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

(...)).

5 Con la delibera n. 11971 del 14 maggio 1999, la Consob ha adottato il regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti, successivamente modificato a più riprese. 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».

### **Procedimenti principali e questione pregiudiziale**

6 A seguito di un accordo intervenuto il 24 febbraio 2015, la Hitachi ha acquistato dalla Finmeccanica una partecipazione del 40,07% del capitale della Ansaldo STS SpA (in prosieguo: l'«Ansaldo») al prezzo di EUR 9,50 per azione, il ramo d'azienda dell'Ansaldo Breda SpA, identificato come «attuale business di AnsaldoBreda SpA, ad esclusione di alcune attività di “revamping” e di determinati contratti residuali» al prezzo di EUR 1, nonché il marchio «AnsaldoBreda» ed alcuni immobili.

7 Avendo in tal modo acquisito il controllo dell'Ansaldo, società quotata in borsa, la Hitachi ha lanciato un'OPA sulla totalità del capitale di quest'ultima.

- 8 Diverse società hanno quindi chiesto alla Consob di aumentare il prezzo dell'OPA in applicazione dell'articolo 106, paragrafo 3, lettera d), del TUF, in quanto esisteva un accordo collusivo tra la Hitachi e la Finmeccanica fondato sul nesso tra la cessione della partecipazione di quest'ultima nel capitale dell'Ansaldo e la cessione del ramo d'azienda dell'Ansaldo Breda, dal quale sarebbe risultata una sopravvalutazione di tale ramo d'azienda e una corrispondente diminuzione del prezzo delle azioni dell'Ansaldo.
- 9 Con la delibera n. 19507 del 3 febbraio 2016 (in prosieguo: la «decisione controversa»), la Consob ha accertato la sussistenza della collusione fatta valere e ha corretto il prezzo dell'OPA portandolo a EUR 9,899 per azione.
- 10 La Hitachi e la Finmeccanica hanno proposto due ricorsi dinanzi al Tribunale amministrativo regionale per il Lazio, diretti principalmente ad ottenere l'annullamento della decisione controversa.
- 11 La Hitachi ha deciso di pagare il prezzo dell'OPA come aumentato da tale decisione. Tuttavia, il giudice del rinvio ritiene che persista l'interesse della Hitachi a proseguire il procedimento che essa aveva avviato, per quanto riguarda la sua domanda di risarcimento del danno arrecato alla sua reputazione e alla sua immagine.
- 12 La Hitachi e la Finmeccanica hanno dedotto diversi motivi contro la decisione controversa. A titolo principale, esse contestano, sotto il profilo del diritto nazionale e del diritto dell'Unione, la qualificazione dei fatti in termini di «collusione» nonché l'interpretazione dei fatti e dei loro dati economici.
- 13 In particolare, esse fanno valere che l'ipotesi di collusione prevista dal diritto italiano e la sua interpretazione da parte della Consob sono contrarie ai principi di tassatività, di certezza e di determinatezza previsti all'articolo 5, paragrafo 4, della direttiva 2004/25. Di conseguenza, esse hanno chiesto al giudice del rinvio di investire la Corte della questione della compatibilità della normativa nazionale con tale disposizione.
- 14 La Consob ritiene che la normativa italiana non sia contraria al diritto dell'Unione, atteso che la direttiva 2004/25 è una direttiva di

armonizzazione minima; che le ipotesi, determinate da tale normativa, nelle quali il prezzo di un'OPA può essere aumentato sono tratte da esempi indicati nella suddetta direttiva; e che la stessa normativa fa riferimento alla presenza di un accordo tra l'offerente e uno o più venditori volto a riconoscere, in modo non palese, un corrispettivo ulteriore per l'acquisizione della partecipazione. Essa considera che la nozione di «collusione» è sufficientemente determinata.

15 Il giudice del rinvio sottolinea che il ricorso alla nozione di «collusione» impiegata in altri settori dell'ordinamento non aiuta l'interpretazione di tale nozione nel settore dei mercati finanziari. Esso ricorda, a tal proposito, la posizione del Consiglio di Stato (Italia), secondo la quale «il concetto di accordo (anche collusivo) vietato per ragioni di tutela del mercato non necessariamente assume il significato di accordo espresso avente ad oggetto immediato e diretto il contenuto vietato dalla legge, ma la sussistenza di un accordo vietato può essere desunto anche da condotte apparentemente autonome degli operatori, da cui su un piano oggettivo scaturisca l'effetto vietato dalla legge».

16 Esso si chiede se il diritto dell'Unione, in particolare le disposizioni della direttiva 2004/25 e i principi generali del diritto dell'Unione, possa essere interpretato nel senso che esso consente la modificazione autoritativa del prezzo dell'offerta da parte dell'autorità di vigilanza anche sulla base della nozione di «collusione» come interpretata nella decisione controversa.

17 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, redatta in termini identici:

«Se osti alla corretta applicazione dell'articolo 5, paragrafo 4), comma 2, della [direttiva 2004/25] in relazione ai principi generali stabiliti dall'articolo 3, paragrafo 1, della stessa direttiva, nonché alla corretta applicazione dei principi generali di diritto europeo della certezza del diritto, di tutela del legittimo affidamento, di proporzionalità, di ragionevolezza, di trasparenza e di non discriminazione, una normativa nazionale, come quella dell'articolo 106, comma 3, lettera d), numero 2), del [TUF] e dell'articolo 47 octies del regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti, come modificato, nella parte in cui le citate disposizioni

autorizzano la Consob ad aumentare l'[OPA] di cui al citato articolo 106 qualora ricorra la circostanza che “vi sia stata collusione tra l’offerente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo e uno o più venditori”, senza individuare le specifiche condotte che integrano tale fattispecie, e dunque senza determinare chiaramente le circostanze e i criteri, in presenza dei quali la Consob è autorizzata a rettificare in aumento il prezzo dell'[OPA]».

### **Sulla questione pregiudiziale**

- 18 Ai sensi dell’articolo 99 del suo regolamento di procedura, quando una questione pregiudiziale è identica a una questione sulla quale la Corte ha già statuito, quando la risposta a tale questione può essere chiaramente desunta dalla giurisprudenza o quando la risposta alla questione pregiudiziale non dà adito a nessun ragionevole dubbio, la Corte, su proposta del giudice relatore, sentito l’avvocato generale, può statuire in qualsiasi momento con ordinanza motivata.
- 19 Tale norma deve essere applicata nelle cause in esame.
- 20 Con la sua questione pregiudiziale, il giudice del rinvio chiede, in sostanza, se l’articolo 5, paragrafo 4, secondo comma, della direttiva 2004/25 debba essere interpretato nel senso che esso osta a una normativa nazionale, come quella di cui trattasi nel procedimento principale, che consente all’autorità nazionale di vigilanza di aumentare il prezzo di un’OPA in caso di collusione, senza precisare le condotte specifiche che caratterizzano tale nozione.
- 21 Occorre constatare che, nella sentenza del 20 luglio 2017, Marco Tronchetti Provera e a. (C-206/16, EU:C:2017:572), la Corte si è pronunciata su una questione identica in un contesto fattuale simile.
- 22 Ne consegue che la risposta fornita dalla Corte nella sua sentenza del 20 luglio 2017, Marco Tronchetti Provera e a. (C-206/16, EU:C:2017:572), è pienamente applicabile alla questione proposta dal giudice del rinvio nei procedimenti principali.

- 23 Discende dalle considerazioni precedenti che l'articolo 5, paragrafo 4, secondo comma, della direttiva 2004/25 deve essere interpretato nel senso che esso non osta a una normativa nazionale, come quella di cui trattasi nel procedimento principale, che consente all'autorità nazionale di vigilanza di aumentare il prezzo di un'OPA in caso di «collusione» senza precisare le condotte specifiche che caratterizzano tale nozione, a condizione che l'interpretazione di suddetta nozione possa essere desunta da tale normativa in modo sufficientemente chiaro, preciso e prevedibile, mediante metodi interpretativi riconosciuti dal diritto interno.

### **Sulle spese**

- 24 Nei confronti delle parti nel procedimento principale la presente causa costituisce un incidente sollevato dinanzi al giudice nazionale, cui spetta quindi statuire sulle spese.

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» senza precisare le condotte specifiche che caratterizzano tale nozione, a condizione che l'interpretazione di suddetta nozione possa essere desunta da tale normativa in modo sufficientemente chiaro, preciso e prevedibile, mediante metodi interpretativi riconosciuti dal diritto interno.**

Lussemburgo, 24 ottobre 2017