

Alla Corte di giustizia le disposizioni nazionali che autorizzano la Consob ad aumentare l'offerta pubblica di acquisto qualora "vi sia stata collusione tra l'offerente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo e uno o più venditori"

[Cons. St., sez. VI, ord., 6 aprile 2016, n.1380 – Pres. Baccarini. Est. Lageder](#)

Va rimessa alla Corte di giustizia UE la seguente questione pregiudiziale: «*Se osti alla corretta applicazione dell'articolo 5, paragrafo 4, comma 2, della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004, concernente le offerte pubbliche di acquisto, in relazione ai principi generali stabiliti dall'art. 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, quale quella dell'articolo 106, comma 3, lettera d), numero 2), del decreto legislativo 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), e successive modificazioni, e dell'art. 47-octies della deliberazione della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa - Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 (Regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti), e successive modificazioni, nella parte in cui le citate disposizioni autorizzano la Consob ad aumentare l'offerta pubblica di acquisto 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'offerta pubblica di acquisto*».

Con l'ordinanza in commento, la Sesta sezione ha disposto il rinvio pregiudiziale alla Corte di Giustizia dell'Unione Europea con riferimento alla questione del possibile contrasto della disciplina nazionale, contenuta negli artt. 106, comma 3, lett. d), n. 2), d.lgs. n. 58 del 1998, e 47-octies del Regolamento Emittenti, con il diritto euro-unitario. In particolare, con l'art. 5, paragrafo 4, comma 2, Direttiva n. 2004/25/CE, in relazione alla specifica interpretazione da dare alla nozione di "accordo collusivo" che comporta la possibilità per la Consob di rettificare in aumento il prezzo dell'offerta pubblica di acquisto, in assenza della individuazione da parte del legislatore nazionale di specifiche condotte che integrano tale fattispecie.

Occorre al riguardo premettere che sia la disciplina comunitaria (art. 5, paragrafo 1, Direttiva n. 2004/25/CE) sia la disciplina nazionale (artt. 105, 106 e 109 d.lgs. n. 58 del 1998) prevedono che, qualora una persona fisica o giuridica, per effetto di propri

acquisti a titolo oneroso o dell'acquisto da parte di persone che agiscono di concerto con essa, detenga titoli di una società di diritto di uno Stato membro ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato degli Stati membri, i quali, sommati ad una partecipazione già in suo possesso e ad una partecipazione di persone che agiscono di concerto con essa, le conferiscono, direttamente o indirettamente, diritti di voto in detta società in una percentuale tale da esercitare il controllo della stessa (percentuale, fissata dall'art. 106, comma 1, d.lgs. n. 58 del 1998 nella misura superiore al 30 per cento), detta persona sia tenuta a promuovere un'offerta pubblica di acquisto a tutti i possessori di titoli per la titoli ammessi alla negoziazione sul mercato regolamentata.

L'offerta deve essere promossa al prezzo equo, definito dall'art. 5, paragrafo 4, della Direttiva come *«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»*, e fissato, dall'art. 106, comma 2, d.lgs. n. 58 del 1998, *«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'art. 102, comma 1, per acquisti di titoli della medesima categoria»*, oppure, in mancanza di acquisti a titolo oneroso di titoli della medesima categoria nel periodo indicato, *«ad un prezzo non inferiore a quello medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi o del minor periodo disponibile»*.

Il legislatore nazionale ha individuato quale soglia di rilevanza della partecipazione quella del trenta per cento del capitale sociale, calcolata avendo come parametro le sole azioni che attribuiscono il diritto di voto nelle deliberazioni che riguardano la nomina e revoca dei soggetti preposti alla gestione (amministratori o componenti del consiglio di sorveglianza; art. 105, comma 2, d.lgs. n. 58 del 1998).

La *ratio* della citata disciplina dell'OPA obbligatoria nelle società quotate, che si finanziano attraverso il mercato dei capitali, deve rinvenirsi – secondo l'ordinanza di rimessione - nella circostanza che, con l'accrescersi della misura del possesso azionario, o anche di strumenti finanziari diversi dalle azioni ma che attribuiscono la disponibilità del diritto di voto, si attualizza sempre più la possibilità per il soggetto che ne è detentore di influenzare i meccanismi di formazione delle determinazioni sociali, sicché la partecipazione sociale può diventare il mezzo per esercitare un autentico potere di indirizzo gestorio anche quando la stessa non integra gli estremi di una partecipazione di controllo in senso tecnico.

Secondo la previsione dell'art. 5, paragrafo 4, comma 2, della Direttiva 2004/25/CE, gli Stati membri possono attribuire alle autorità nazionali di vigilanza, a determinate condizioni, il potere di rettifica, in aumento o in ribasso, del prezzo dell'OPA, come sopra determinato in via autoritativa secondo criteri predeterminati in via generale ed astratta.

Il legislatore italiano, nell'avvalersi di tale possibilità, ha previsto, nell'art. 106, comma 3, lett. d), n. 2), d.lgs. n. 58 del 1998, che: «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;[...]».

In attuazione della citata previsione legislativa l'art. 47-octies del Regolamento Emittenti, per quanto qui rileva, statuisce: «Art. 47-octies (Aumento del prezzo in caso di collusione). 1. Il prezzo dell'offerta è rettificato in aumento dalla Consob, ai sensi dell'articolo 106, comma 3, lettera d), numero 2), del Testo unico, 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».

Ora, nel caso di specie, il prezzo dell'OPA è stato rettificato in aumento dalla Consob ritenendo integrata un'ipotesi di collusione tra l'Offerente e i soggetti operanti di concerto con esso e il Venditore.

Quanto alla nozione di accordo collusivo, ha rilevato l'ordinanza in esame che la specificità del settore e la natura del potere in esame della Consob (poteri regolatori e non sanzionatori) sembrano ostativi ad una interpretazione che richieda la prova dell'elemento volitivo e intenzionale in capo a tutti i partecipi dell'accordo. Infatti, nel diritto della concorrenza e di connessa regolazione dei mercati, 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.

In sostanza, ai fini dell'accertamento della collusione, non sarebbe necessario che l'Autorità dimostri che il comportamento delle parti sia diretto ad eludere la normativa in materia di OPA, ma solo che questo sia obiettivamente idoneo a conseguire tale effetto, in virtù del riconoscimento al venditore di un corrispettivo maggiore di quello formalmente dichiarato ai fini dell'OPA, e ciò persino nel caso (quale quello in esame), in cui l'effetto sia il frutto del comportamento di soggetti terzi ignari di tale effetto.

Il Consiglio di Stato ha quindi ritenuto rilevante la questione di illegittimità comunitaria, sollevata dalle parti appellanti, sotto il profilo che il concetto di «collusione», quale adottato dalla normativa nazionale di recepimento della Direttiva 2004/25/CE, per la sua indeterminatezza, si porrebbe in contrasto con il principio di certezza dei presupposti del potere di rettifica del prezzo OPA da parte delle Autorità nazionali, statuito dalla citata Direttiva.

Un concetto indeterminato di “*collusione*” impedirebbe agli operatori del mercato delle società quotate una preventiva valutazione dei comportamenti da assumere prima (e ai fini della) promozione dell’OPA, con la conseguenza che condotte di per sé neutre e lecite sulla base di una valutazione *ex ante*, potrebbero essere qualificate *ex post*, sulla base di una ricostruzione incentrata esclusivamente sui relativi effetti oggettivi nel quadro di una situazione più complessa ignota (in tutto o in parte) agli stessi operatori e soggetti coinvolti, come comportamenti collusivi giustificativi dell’esercizio del potere di rettifica in aumento del prezzo.

E’ pertanto sotto questo profilo che la Sesta sezione ha rimesso la questione, con rinvio pregiudiziale, alla Corte di giustizia dell’UE.

Non si ravvisano precedenti in termini.

Si segnalano, tuttavia, per completezza: Cass. civ., sez. I, 13 ottobre 2015, n. 20560, 26 settembre 2013, n. 22099, 10 agosto 2012, n. 14392, 10 agosto 2012, n. 14400, secondo le quali: “*La violazione dell’obbligo, rilevante ex art. 1173 c.c., di offerta pubblica di acquisto della totalità delle azioni di una società quotata in un mercato regolamentato da parte di chi, in conseguenza di acquisti azionari, sia venuto a detenere un partecipazione superiore al trenta per cento del capitale sociale, fa sorgere, il diritto al risarcimento del danno patrimoniale, ex art. 1218 c.c., ove essi dimostrino di aver perso una possibilità di guadagno a causa della mancata promozione dell’offerta.*”