Raccolta della giurisprudenza

SENTENZA DELLA CORTE (Quinta Sezione)

27 novembre 2025 *

«Rinvio pregiudiziale – Diritto delle società – Direttiva 2004/25/CE – Offerta pubblica di acquisto obbligatoria – Diritto di acquisto dai possessori di titoli – Tutela degli azionisti di minoranza – Articolo 15, paragrafo 5, terzo comma – Corrispettivo proposto nell'offerta presunto giusto – Presunzione relativa»

Nella causa C-567/24,

avente ad oggetto la domanda di pronuncia pregiudiziale proposta alla Corte, ai sensi dell'articolo 267 TFUE, dallo Okrožno sodišče v Ljubljani (Tribunale regionale di Lubiana, Slovenia), con decisione del 6 giugno 2024, pervenuta in cancelleria il 21 agosto 2024, nel procedimento

YO

contro

SVEMA TRADE d.o.o.,

con l'intervento di:

Azionisti di minoranza della società HRAM Holding d.d.,

LA CORTE (Quinta Sezione),

composta da M. L. Arastey Sahún, presidente di sezione, J. Passer, E. Regan, D. Gratsias (relatore) e B. Smulders, giudici,

avvocato generale: M. Campos Sánchez-Bordona

cancelliere: A. Calot Escobar

vista la fase scritta del procedimento,

considerate le osservazioni presentate:

– per il governo italiano, da S. Fiorentino, in qualità di agente, assistito da I. Fresu, procuratore dello Stato;

* Lingua processuale: lo sloveno.

– per il governo finlandese, da A. Laine, in qualità di agente;

– per la Commissione europea, da G. Goddin, G. Meeßen e B. Rous Demiri, in qualità di agenti,

sentite le conclusioni dell'avvocato generale, presentate all'udienza del 3 luglio 2025,

ha pronunciato la seguente

Sentenza

1 La domanda di pronuncia pregiudiziale verte sull'interpretazione dell'articolo 15, paragrafo 5, terzo 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 presentata nell'ambito di una controversia tra YO e la SVEMA TRADE d.o.o. (in prosieguo: la «SVEMA») in merito alla fissazione della compensazione finanziaria da versare agli azionisti di minoranza della società HRAM Holding d.d. per la vendita dei loro titoli, nell'ambito di un'offerta pubblica di acquisto obbligatoria.

Contesto normativo

Diritto dell'Unione

3 I considerando da 1 a 3 e 9 della direttiva 2004/25 così recitano:

«(1) Conformemente all'articolo 44, paragrafo 2, lettera g), [CE] è necessario coordinare, al fine di renderle equivalenti in tutta la Comunità, 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 comunitario 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 comunitario 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 Ai termini del suo articolo 1, paragrafo 1, tale 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 2 della direttiva 2004/25, intitolato «Definizioni», al paragrafo 1 enuncia:

«Ai fini della presente direttiva, si intende per:

a) "offerta pubblica di acquisto" o "offerta": un'offerta pubblica (esclusa l'offerta della società stessa sui propri titoli) rivolta ai possessori dei titoli di una società per acquisire la totalità o una parte di tali titoli, a prescindere dal fatto che l'offerta sia obbligatoria o volontaria, a condizione che sia successiva o strumentale all'acquisizione del controllo secondo il diritto nazionale della società emittente;

b) "società emittente": la società i cui titoli costituiscono oggetto dell'offerta;

c) "offerente": qualsiasi persona fisica o giuridica, di diritto pubblico o privato, che promuove un'offerta;

d) "persone che agiscono di concerto": persone fisiche o giuridiche che cooperano con l'offerente o la società emittente sulla base di un accordo, sia esso espresso o tacito, verbale o scritto, e volto ad ottenere il controllo della società emittente o a contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta;

e) "titoli": valori mobiliari trasferibili che conferiscono diritto di voto in una società;

(…)».

6 L'articolo 3 di tale direttiva, intitolato «Principi generali», al paragrafo 1 prevede quanto segue:

«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;

(…)

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;

(…)».

7 L'articolo 4 di detta direttiva, intitolato «Autorità di vigilanza e diritto applicabile», al paragrafo 1 prevede quanto segue:

«Gli Stati membri designano la o le autorità cui compete la vigilanza sull'offerta ai fini delle norme adottate o introdotte in base alla presente direttiva. Le autorità così designate sono pubbliche amministrazioni o associazioni o organismi privati riconosciuti dal diritto nazionale ovvero da pubbliche amministrazioni a ciò espressamente preposte dal diritto nazionale. Gli Stati membri informano la Commissione [europea] di tali designazioni e precisano ogni eventuale ripartizione delle funzioni. Gli Stati membri provvedono affinché tali autorità esercitino le loro funzioni in modo imparziale ed indipendente da tutte le parti dell'offerta».

8 L'articolo 5 della medesima direttiva, intitolato «Tutela degli azionisti di minoranza; offerta obbligatoria e prezzi equi», ai paragrafi 1, 3 e 4 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.

(…)

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».

9 L'articolo 15 della direttiva 2004/25, intitolato «Diritto di acquisto», è così formulato:

«1. Gli Stati membri provvedono a che, a seguito di un'offerta indirizzata a tutti i possessori di titoli della società emittente e riguardante la totalità dei loro titoli, si applichino le disposizioni dei paragrafi da 2 a 5.

2. Gli Stati membri provvedono a che un offerente possa esigere da tutti i possessori dei restanti titoli di vendergli tali titoli ad un giusto prezzo. Gli Stati membri introducono questo diritto in uno dei seguenti casi:

a) quando l'offerente detiene titoli che rappresentano non meno del 90% del capitale con diritto di voto e del 90% dei diritti di voto della società emittente,

oppure

b) quando l'offerente ha acquistato o si è impegnato contrattualmente ad acquistare, dopo aver accettato l'offerta, titoli che rappresentano non meno del 90% del capitale con diritto di voto della società emittente e del 90% dei diritti di voto compresi nell'offerta.

Nel caso di cui alla lettera a), gli Stati membri possono fissare una soglia più elevata che comunque non deve superare il 95% del capitale con diritto di voto e il 95% dei diritti di voto.

3. Gli Stati membri provvedono a che vigano norme che permettono di calcolare quando è raggiunta la soglia.

Se la società emittente ha emesso più di una classe di titoli, gli Stati membri possono stabilire che il diritto di acquisto può essere esercitato soltanto nella classe in cui si sia raggiunta la soglia fissata al paragrafo 2.

4. Se l'offerente intende esercitare il diritto di acquisto, deve farlo entro tre mesi dallo scadere del termine di cui all'articolo 7 entro il quale deve essere accettata l'offerta.

5. Gli Stati membri provvedono a che sia garantito un giusto prezzo. Tale prezzo assume la stessa forma del corrispettivo proposto nell'offerta o è costituito da contanti. Gli Stati membri possono prevedere che la forma in contanti sia proposta almeno come opzione.

A seguito di un'offerta volontaria, nei due casi di cui alle lettere a) e b) del paragrafo 2, il corrispettivo proposto nell'offerta è da considerare giusto se l'offerente ha acquistato, attraverso

l'accettazione dell'offerta, titoli che rappresentano non meno del 90% del capitale con diritto di voto compreso nell'offerta.

A seguito di un'offerta obbligatoria, il corrispettivo proposto nell'offerta è da considerare giusto».

10 L'articolo 16 di tale direttiva, intitolato «Obbligo di acquisto», prevede quanto segue:

«1. Gli Stati membri provvedono a che, a seguito di un'offerta indirizzata a tutti i possessori di titoli della società emittente e riguardante la totalità dei loro titoli, si applichino le disposizioni dei paragrafi 2 e 3.

2. Gli Stati membri provvedono a che il detentore dei restanti titoli possa esigere che l'offerente acquisti i suoi titoli da lui a un giusto prezzo e alle stesse condizioni definite all'articolo 15, paragrafo 2.

3. *Mutatis mutandis*, si applicano le disposizioni dell'articolo 15, paragrafi da 2 a 5».

Diritto sloveno

11 L'articolo 68 dello Zakon o prevzemih (legge sulle acquisizioni), del 14 luglio 2006 (Uradni list RS, n. 79/06), nella versione applicabile al procedimento principale (in prosieguo: la «legge sulle acquisizioni»), prevede quanto segue:

«1. Per l'esclusione degli azionisti di minoranza di una società allorché l'acquirente ha acquisito almeno il 90% del totale delle azioni con diritto di voto di tale società e ha acquisito tale partecipazione a seguito di un'offerta pubblica di acquisto obbligatoria o volontaria, accettata dai titolari di almeno il 90% delle azioni con diritto di voto della società a cui si riferiva l'offerta, si applicano le disposizioni della legge sulle società commerciali relative all'esclusione degli azionisti di minoranza dalla società, a meno che non sia previsto diversamente nel paragrafo 2 del presente articolo.

2. Se l'assemblea generale della società emittente, su proposta dell'acquirente in qualità di azionista principale, entro tre mesi dall'annuncio del risultato dell'offerta pubblica di acquisto di cui al paragrafo precedente, delibera il trasferimento delle azioni degli azionisti di minoranza all'azionista principale, l'acquirente, come corrispettivo, in luogo dell'importo in denaro determinato ai sensi della legge sulle società commerciali, propone un corrispettivo del tipo e dell'importo specificato nell'offerta pubblica di acquisto».

Procedimento principale e questioni pregiudiziali

12 YO è un azionista di minoranza della HRAM Holding, le cui azioni sono quotate nella Borsa di Slovenia.

13 La SVEMA, inizialmente detentrice del 19,77% delle azioni della HRAM Holding, ne è divenuta l'azionista di maggioranza, a seguito dell'acquisizione, il 30 settembre 2021, di una partecipazione aggiuntiva, a concorrenza del 67,56% delle azioni di quest'ultima. Poiché la sua partecipazione nel capitale della HRAM Holding ha in tal modo superato la soglia di controllo prevista dalla normativa slovena, la SVEMA è stata autorizzata dall'autorità slovena di vigilanza sui valori

mobiliari a lanciare un'offerta pubblica di acquisto obbligatoria, cosa che essa ha fatto il 27 ottobre 2021. A seguito di tale offerta, la SVEMA deteneva il 90,51% delle azioni della HRAM Holding.

14 Dato, così, l'esito positivo dell'offerta, ai sensi dell'articolo 68 della legge sulle acquisizioni l'assemblea generale della HRAM Holding ha adottato, nei tre mesi successivi a tale acquisizione, su proposta della SVEMA, una risoluzione diretta a che gli azionisti di minoranza della HRAM Holding vendessero le loro azioni alla SVEMA a fronte di una compensazione finanziaria dello stesso importo fissato, per ciascuna azione, nell'offerta pubblica di acquisto lanciata dalla SVEMA.

15 Lo Okrožno sodišče v Ljubljani (Tribunale regionale di Lubiana, Slovenia), che è il giudice del rinvio, è investito di un ricorso di YO diretto alla fissazione, in via giudiziaria, del corrispettivo adeguato che la SVEMA deve versare agli azionisti di minoranza della HRAM Holding per l'acquisto obbligatorio delle loro azioni.

16 Con decisione del 27 gennaio 2023, è stato nominato un rappresentante comune degli azionisti di minoranza della HRAM Holding ai fini del procedimento avviato dinanzi al giudice del rinvio. Tale rappresentante concorda con gli argomenti dedotti da YO nel suo ricorso.

17 Il giudice del rinvio si interroga sull'interpretazione dell'articolo 15, paragrafo 5, terzo comma, della direttiva 2004/25, ai fini di un'interpretazione dell'articolo 68 della legge sulle acquisizioni, che ha trasposto tale direttiva nell'ordinamento giuridico sloveno. In particolare, esso si domanda se la presunzione stabilita dall'articolo 15, paragrafo 5, terzo comma, di detta direttiva debba essere considerata relativa o assoluta. Secondo il giudice del rinvio, la sola formulazione di tale disposizione non consente di rispondere alla questione, tenuto conto delle divergenze esistenti tra le sue versioni linguistiche.

18 In tali circostanze, lo Okrožno sodišče v Ljubljani (Tribunale regionale di Lubiana) ha deciso di sospendere il procedimento e di sottoporre alla Corte le seguenti questioni pregiudiziali:

«1) Se l'articolo 15, paragrafo 5, terzo comma, della direttiva [2004/25] debba essere interpretato nel senso che la presunzione prevista in tale disposizione della direttiva deve essere considerata assoluta oppure relativa.

2) Qualora la suddetta presunzione di giusto corrispettivo debba essere considerata relativa, se tale carattere relativo sia illimitato o eventualmente limitato a circostanze specifiche».

Sulle questioni pregiudiziali

19 Con le sue questioni, che occorre esaminare congiuntamente, il giudice del rinvio domanda, in sostanza, se l'articolo 15, paragrafo 5, terzo comma, della direttiva 2004/25 debba essere interpretato nel senso che la presunzione stabilita da tale disposizione, secondo la quale il corrispettivo di un'offerta pubblica di acquisto obbligatoria dei titoli di una società è giusto, deve essere considerata una presunzione relativa e, in caso affermativo, a quali condizioni tale presunzione debba essere considerata superata.

20 Conformemente all'articolo 15, paragrafi 1 e 2, della direttiva 2004/25, a seguito di un'offerta di acquisto indirizzata a tutti i possessori di titoli della società emittente e riguardante la totalità dei loro titoli, gli Stati membri devono provvedere affinché l'offerente possa, a determinate condizioni, esigere da tutti i possessori dei restanti titoli di vendergli tali titoli ad un giusto

prezzo. A tal riguardo, l'articolo 15, paragrafo 5, terzo comma, di tale direttiva enuncia che, a seguito di un'offerta pubblica di acquisto obbligatoria, ai sensi dell'articolo 5, paragrafo 1, di detta direttiva, «il corrispettivo proposto nell'offerta è da considerare giusto».

21 Sebbene faccia esplicitamente riferimento all'esistenza di una presunzione, l'articolo 15, paragrafo 5, della direttiva 2004/25 non precisa, per contro, se quest'ultima sia relativa o assoluta.

22 Alcune versioni linguistiche di tale paragrafo, per esempio quelle in lingua greca, inglese, francese o portoghese, fanno riferimento ad una presunzione senza determinarne la natura. Per contro, altre versioni linguistiche del medesimo paragrafo, in particolare quelle in lingua spagnola, tedesca e italiana o, come indicato dal giudice del rinvio, in lingua slovena, utilizzano un verbo che suggerisce che la presunzione da esso prevista è assoluta.

23 Secondo costante giurisprudenza, la formulazione utilizzata in una delle versioni linguistiche di una disposizione del diritto dell'Unione non può essere l'unico elemento a sostegno dell'interpretazione di questa disposizione, né si può attribuire ad essa un carattere prioritario rispetto alle altre versioni linguistiche. Le disposizioni del diritto dell'Unione devono infatti essere interpretate e applicate in modo uniforme, alla luce delle versioni vigenti in tutte le lingue dell'Unione europea. In caso di divergenza tra le diverse versioni linguistiche di un testo del diritto dell'Unione, la disposizione di cui trattasi deve essere interpretata in funzione dell'economia generale e della finalità della normativa di cui essa fa parte (sentenze del 27 ottobre 1977, Bouchereau, 30/77, EU:C:1977:172, punto 14, e del 30 aprile 2025, Celní jednatelství Zelinka, C-330/24, EU:C:2025:296, punto 19 e giurisprudenza citata).

24 Pertanto, per rispondere alle questioni sollevate, occorre procedere all'interpretazione dell'articolo 15, paragrafo 5, terzo comma, della direttiva 2004/25 alla luce dell'economia generale e della finalità di tale direttiva.

25 Per quanto riguarda l'economia generale della direttiva 2004/25, occorre rilevare che, nel caso in cui una persona fisica o giuridica acquisisca il controllo di una società rientrante nel campo di applicazione di tale direttiva, quest'ultima prevede una procedura in due fasi che può sfociare nell'acquisizione, da parte di tale persona, della totalità delle azioni di tale società.

26 In primo luogo, l'articolo 5, paragrafo 1, della direttiva 2004/25 fissa il principio dell'offerta di acquisto obbligatoria dei titoli di partecipazione di una determinata società. Esso dispone, infatti, che, qualora una persona fisica o giuridica detenga titoli che le conferiscono il controllo di una società rientrante nel campo di applicazione di tale direttiva, gli Stati membri provvedano a che tale 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 detti azionisti al «prezzo equo» definito all'articolo 5, paragrafo 4, di detta direttiva [v., in tal senso, sentenze del 20 luglio 2017, Marco Tronchetti Provera e a., C-206/16, EU:C:2017:572, punto 29, e del 10 dicembre 2020, Euromin Holdings (Cyprus), C-735/19, EU:C:2020:1014, punto 43].

27 In secondo luogo, per quanto riguarda i possessori di titoli della società interessata da un'offerta pubblica di acquisto che non hanno accettato tale offerta, l'articolo 15, paragrafo 2, della direttiva 2004/25 prevede, a determinate condizioni, la possibilità, per l'offerente, di esercitare il suo «diritto di acquisto» presso tali possessori, esigendo che gli vendano i loro titoli. L'articolo 16, paragrafo 2, di tale direttiva prevede, peraltro, il corrispondente diritto di ciascun detentore dei restanti titoli della società interessata a che l'offerente acquisti i suoi titoli.

28 Come già rilevato al punto 26 della presente sentenza, l'articolo 5, paragrafo 1, della direttiva 2004/25 stabilisce che il prezzo proposto agli azionisti di minoranza, nell'ambito di un'offerta pubblica obbligatoria di acquisto delle loro azioni, sia «equo». Dal canto loro, l'articolo 15, paragrafo 2, e l'articolo 16, paragrafo 2, di tale direttiva prevedono, rispettivamente, che il diritto di acquisto dei titoli degli azionisti di minoranza di una società rientrante nel campo di applicazione di detta direttiva e l'acquisto obbligatorio di tali titoli debbano essere esercitati a fronte del versamento di un «giusto prezzo».

29 A tal riguardo, come rilevato, in sostanza, dall'avvocato generale al paragrafo 51 delle sue conclusioni, è irrilevante che, in talune versioni linguistiche della direttiva 2004/25, l'aggettivo utilizzato per qualificare il «prezzo» all'articolo 5, paragrafi 1 e 4, di tale direttiva sia diverso da quello utilizzato per qualificare il prezzo all'articolo 15, paragrafi 2 e 5, e all'articolo 16, paragrafo 2, di detta direttiva.

30 Infatti, in altre versioni linguistiche della direttiva 2004/25, tali disposizioni utilizzano un solo e unico aggettivo per qualificare tale «prezzo» e, in ogni caso, i due aggettivi qualificativi utilizzati sono sinonimi: la versione in lingua francese di dette disposizioni, ad esempio, impiega gli aggettivi «équitable» (equo) e «juste» (giusto).

31 Per quanto riguarda la determinazione del prezzo «giusto» o «equo», che è versato come corrispettivo dell'acquisto dei titoli appartenenti agli azionisti di minoranza di una società, la direttiva 2004/25 opta, in via principale, per un metodo oggettivo.

32 Infatti, l'articolo 5, paragrafo 4, primo comma, della direttiva 2004/25 considera, in via 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 [v., in tal senso, sentenze del 20 luglio 2017, Marco Tronchetti Provera e a., C-206/16, EU:C:2017:572, punto 30, e del 10 dicembre 2020, Euromin Holdings (Cyprus), C-735/19, EU:C:2020:1014, punto 44).

33 Il prezzo equo così calcolato è altresì considerato un prezzo giusto ai sensi dell'articolo 15, paragrafo 5, terzo comma, della direttiva 2004/25, che riguarda il diritto di acquisto dai possessori di azioni, al quale rinvia anche l'articolo 16, paragrafo 3, di tale direttiva, che riguarda l'obbligo di acquisto delle azioni.

34 Tuttavia, l'articolo 5, paragrafo 4, secondo comma, della direttiva 2004/25 stabilisce 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 di cui all'articolo 5, paragrafo 4, primo comma, della medesima direttiva 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 può essere modificato, verso l'alto o verso il basso, e, dall'altro, definire i criteri da utilizzare nei casi indicati a titolo di esempio al suddetto secondo comma [v., in tal senso, sentenze del 20 luglio 2017, Marco Tronchetti Provera e a., C-206/16, EU:C:2017:572, punto 31, e del 10 dicembre 2020, Euromin Holdings (Cyprus), C-735/19, EU:C:2020:1014, punto 45].

35 La direttiva 2004/25 riconosce quindi che, in talune circostanze, un prezzo di acquisto dei titoli degli azionisti di minoranza di una società rientrante nel campo di applicazione di tale direttiva, proposto nell'ambito di un'offerta pubblica di acquisto obbligatoria e calcolato sulla base del metodo oggettivo stabilito all'articolo 5, paragrafo 4, primo comma, di quest'ultima, può rivelarsi non «equo» o «giusto» e richiedere una modifica.

36 Ne consegue che la presa in considerazione del contesto in cui si inserisce l'articolo 15, paragrafo 5, della direttiva 2004/25 depone a favore di un'interpretazione di tale disposizione nel senso che la presunzione da essa stabilita può, in determinate circostanze, essere superata.

37 Infatti, è possibile che circostanze che avrebbero potuto giustificare, conformemente alla facoltà riconosciuta agli Stati membri dall'articolo 5, paragrafo 4, secondo comma, di detta direttiva, la modifica da parte delle loro autorità di vigilanza, verso l'alto o verso il basso, del prezzo di un'offerta pubblica di acquisto obbligatoria non siano state portate all'attenzione di dette autorità ai fini della realizzazione di una tale modifica o che esse emergano solo dopo la chiusura di tale offerta, quando una tale modifica non è più possibile.

38 Inoltre, se uno Stato membro non esercita tale facoltà, non sarà possibile modificare il prezzo proposto nell'ambito di un'offerta pubblica di acquisto obbligatoria, quand'anche esistessero circostanze, come quelle previste da detta disposizione, che potrebbero giustificare una modifica di tale prezzo. In tal caso, solo l'inversione della presunzione stabilita all'articolo 15, paragrafo 5, terzo comma, della direttiva 2004/25 è idonea a garantire che il prezzo dell'offerta, in sede di esercizio del diritto di acquisto dai possessori di titoli o di acquisto obbligatorio di titoli, sia «giusto», come richiesto dagli articoli 15 e 16 di tale direttiva.

39 Sarebbe inoltre paradossale che, mentre la direttiva 2004/25 riconosce la possibilità di una modifica del prezzo proposto nell'ambito di un'offerta pubblica di acquisto obbligatoria, offerta che ciascun azionista può, in definitiva, decidere di non accettare, qualora l'azionista sia tenuto a vendere le sue azioni, perché è stato esercitato un diritto di acquisto dei suoi titoli, o qualora l'azionista di maggioranza sia tenuto ad acquistare azioni, perché sussiste un obbligo di acquisto in suo capo, non esista alcuna possibilità di modificare il prezzo di acquisto superando la presunzione stabilita all'articolo 15, paragrafo 5, terzo comma, di tale direttiva.

40 Anche la presa in considerazione della finalità perseguita dalla direttiva 2004/25 depone a favore del carattere relativo di tale presunzione.

41 Come risulta infatti dai suoi considerando da 1 a 3 e 9, la direttiva 2004/25 è diretta a tutelare gli interessi dei possessori di titoli di società il cui controllo è stato acquisito da una persona fisica o giuridica e mira, in tale prospettiva, a garantire la chiarezza e la trasparenza delle regole in materia di offerta pubblica di acquisto (sentenza del 20 luglio 2017, Marco Tronchetti Provera e a., C-206/16, EU:C:2017:572, punto 24).

42 Inoltre, tra i principi che devono essere rispettati nell'applicazione della direttiva 2004/25, enunciati all'articolo 3, paragrafo 1, di quest'ultima e qualificati come «principi generali» da tale disposizione, rientra quello secondo il quale, se una persona acquisisce il controllo di una società, i possessori di titoli devono essere tutelati (v., in tal senso, sentenza del 20 luglio 2017, Marco Tronchetti Provera e a., C-206/16, EU:C:2017:572, punto 26).

43 Orbene, sarebbe contrario a tale obiettivo di tutela dei possessori di titoli ammettere che questi ultimi possano, nel caso in cui sia stato esercitato un diritto di acquisto, essere obbligati a vendere i loro titoli alla persona che ha acquisito il controllo della società emittente al prezzo proposto in un'offerta pubblica di acquisto obbligatoria, senza possibilità di mettere in discussione la correttezza di tale prezzo, e ciò sebbene la direttiva 2004/25 ammetta, all'articolo 5, paragrafo 4, secondo comma, che, in talune circostanze, può essere necessario modificare un tale prezzo per garantirne il carattere giusto o equo.

44 Per quanto riguarda le circostanze in cui la presunzione stabilita all'articolo 15, paragrafo 5, terzo comma, della direttiva 2004/25 può essere considerata superata, occorre tener conto, come rilevato, in sostanza, dall'avvocato generale al paragrafo 82 delle sue conclusioni, dell'associazione che tale direttiva opera tra il prezzo previsto nell'offerta pubblica di acquisto obbligatoria e quello al quale i restanti titoli, oggetto di un diritto di acquisto presso i loro possessori o di un obbligo di acquisto, devono essere acquistati.

45 Come rilevato al punto 34 della presente sentenza, l'articolo 5, paragrafo 4, secondo comma, della direttiva 2004/25 riconosce agli Stati membri la facoltà, nel rispetto dei principi contenuti all'articolo 3, paragrafo 1, di tale direttiva, di autorizzare le loro autorità di vigilanza a modificare il prezzo di un'offerta pubblica di acquisto obbligatoria in circostanze e secondo criteri chiaramente determinati, di cui tale articolo 5, paragrafo 4, secondo comma, enuncia alcuni esempi. Tuttavia, tale facoltà non impedisce agli Stati membri di ricorrere, nella normativa che essi adottano al fine di trasporre quest'ultima disposizione, a nozioni giuridiche astratte (v., in tal senso, sentenza del 20 luglio 2017, Marco Tronchetti Provera e a., C-206/16, EU:C:2017:572, punti da 37 a 42).

46 Qualora uno Stato membro abbia esercitato detta facoltà e abbia definito le circostanze in cui può essere effettuata una modifica del prezzo di un'offerta di acquisto pubblico obbligatoria, occorre considerare che tali circostanze, se dimostrate, possono giustificare il superamento della presunzione prevista all'articolo 15, paragrafo 5, terzo comma, della direttiva 2004/25, a condizione che esse non siano state portate all'attenzione dell'autorità di vigilanza di tale Stato membro o che emergano solo dopo la chiusura di tale offerta, quando una tale modifica non è più possibile.

47 Peraltro, nel caso in cui lo Stato membro interessato non si sia avvalso della facoltà riconosciutagli dall'articolo 5, paragrafo 4, secondo comma, della direttiva 2004/25, occorre constatare che gli esempi di circostanze che possono giustificare la modifica del prezzo di un'offerta pubblica di acquisto obbligatoria nonché i criteri da utilizzare in siffatte circostanze, che tale disposizione fornisce, possono parimenti giustificare il superamento della presunzione prevista all'articolo 15, paragrafo 5, terzo comma, di tale direttiva.

48 Tutto ciò considerato, occorre rispondere alle questioni sollevate dichiarando che l'articolo 15, paragrafo 5, terzo comma, della direttiva 2004/25 deve essere interpretato nel senso che la presunzione stabilita da tale disposizione, secondo la quale il corrispettivo proposto in un'offerta pubblica di acquisto obbligatoria dei titoli di una società è giusto, deve essere considerata una presunzione relativa che può essere superata in circostanze come quelle previste all'articolo 5, paragrafo 4, secondo comma, di detta direttiva o definite dallo Stato membro interessato in applicazione di quest'ultima disposizione, a condizione che tali circostanze non siano state portate all'attenzione dell'autorità di vigilanza di tale Stato membro, ai fini della modifica del prezzo dell'offerta pubblica di acquisto obbligatoria preliminare, o che esse emergano solo dopo la chiusura di tale offerta, quando una tale modifica non è più possibile.

Sulle spese

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

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

L'articolo 15, paragrafo 5, terzo 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:

la presunzione che tale disposizione stabilisce, secondo cui il corrispettivo proposto in un'offerta pubblica di acquisto obbligatoria dei titoli di una società è giusto, deve essere considerata una presunzione relativa che può essere superata in circostanze quali quelle previste dall'articolo 5, paragrafo 4, secondo comma, di detta direttiva o definite dallo Stato membro interessato in applicazione di quest'ultima disposizione, a condizione che tali circostanze non siano state portate all'attenzione dell'autorità di vigilanza di tale Stato membro, ai fini della modifica del prezzo dell'offerta pubblica di acquisto obbligatoria preliminare, o che esse emergano solo dopo la chiusura di tale offerta, quando una tale modifica non è più possibile.

Firme