



## Kohtulahendite kogumik

KOHTUJURISTI ETTEPANEK  
NILS WAHL  
esitatud 15. märtsil 2017<sup>1</sup>

### Kohtuasi C-206/16

**Marco Tronchetti Provera SpA jt**  
**versus**  
**Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob)**

(eelotsusetaotlus, mille on esitanud Consiglio di Stato (Itaalia kõrgeima halduskohtuna tegutsev riiginõukogu))

„Äriühinguõigus – Direktiiv 2004/25/EÜ – Vähemusaktsionäride huvide kaitsmine ülevõtmispakkumiste puhul – Artikli 5 lõige 4 – Mõiste „selgesti määratletud“ – Siseriiklikud õigusnormid, mis lubavad järelevalveasutusel kohandada ülevõtmispakkumisega pakutavat hinda – Sobingu pakumise tegija või temaga kooskõlastatult tegutsevate isikute ja ühe või mitme müüja vahel”

1. Käesoleva eelotsusetaotluse teema on direktiivi 2004/25/EÜ<sup>2</sup> artikli 5 lõike 4 õige tõlgendamine. See säte annab liikmesriikidele õiguse volitada oma väärtpaberijärelevalvega tegelevat asutust (edaspidi „riiklik väärtpaberijärelevalve“) kohandama selle direktiivi kohaselt tehtavas ülevõtmispakkumises pakutavat hinda. Samas kohustab direktiiv selliseid meetmeid võtma „selgesti määratletud“ viisil.
2. Põhikohtuasjas kahtleb Consiglio di Stato (Itaalia kõrgeima halduskohtuna tegutsev riiginõukogu) selles, kas võimalust kohaldada direktiivi rakendavaid Itaalia õigusakte, mis annavad Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (äriühingute ja väärtpaberiturgude riiklik järelevalveamet, edaspidi „Consob“) ehk Itaalia väärtpaberijärelevalvele õiguse suurendada sobingu korral kohustuslikus ülevõtmispakkumises pakutavat hinda, saab pidada direktiivi 2004/25 artikli 5 lõike 4 tähenduses „selgesti määratletuks“.
3. Põhikohtuasja eripära seisneb selles, et ülevõtmispakkumises pakutava hinna kohandamise tingis muu tehing kui see, mille alusel kohustuslik ülevõtmispakkumine esitati. Lisaks ei ole tõendatud, et kõik selles muus tehingus osalenud pooled sõlmisid teadlikult sobingu või olid selle ohust teadlikud. Seepärast on Euroopa Kohtul käesolevas kohtuasjas võimalus piiritleda liikmesriikide õigust volitada oma väärtpaberijärelevalvet tegema erandit direktiivi 2004/25 artikli 5 lõikes 4 sätestatud kõrgeima hinna reeglist (edaspidi „kõrgeima hinna reegel“).
4. Nagu ma allpool selgitan, annab direktiivi 2004/25 artikli 5 lõige 4 liikmesriikidele põhimõttelise õiguse volitada oma väärtpaberijärelevalvet kohandama eelmises punktis kirjeldatud tüüpi sobingu korral kohustuslikus ülevõtmispakkumises pakutavat hinda. Samas keelab see säte sellist reeglit kohaldada olukorras, mida ilma direktiivi kohaldamiseta muidu siseriikliku õiguse kohaselt sobinguks ei liigitataks.

<sup>1</sup> Algeel: inglise.

<sup>2</sup> Euroopa Parlamendi ja nõukogu 21. aprilli 2004. aasta direktiiv 2004/25/EÜ ülevõtmispakkumiste kohta (ELT 2004, L 142, lk 12), mida on muudetud Euroopa Parlamendi ja nõukogu 11. märtsi 2009. aasta määrusega (EÜ) nr 219/2009, millega kohandatakse teatavaid asutamislepingu artiklis 251 sätestatud menetluse kohaseid õigusakte otsusega 1999/468/EÜ kontrollliga regulatiivmenetluse osas – Kontrolliga regulatiivmenetlusega kohandamine – 2. osa (ELT 2009, L 87, lk 109).

## I. Õiguslik raamistik

### A. Direktiiv 2004/25

5. Direktiiviga 2004/25 loodud menetlust kohaldatakse selle artikli 1 „Reguleerimisala“ kohaselt „selliste ettevõtete väärtpaberite ülevõtmispakkumis[te suhtes], kelle suhtes kohaldatakse liikmesriikide õigust, kusjuures kõigi kõnealuste väärtpaberitega või osaga nendest on lubatud kaubelda reguleeritud turul“. Direktiivi artikli 2 („Mõisted“) lõike 1 punktis a on mõiste „ülevõtmispakkumine“ (või „pakkumine“) määratletud järgmiselt: „ettevõtte väärtpaberite omanikele tehtud avalik pakkumine (v.a pakkumise objektiks oleva ettevõtte enda poolt) sooviga omandada kõik kõnealused väärtpaberid või osa nendest kas kohustuslikult või vabatahtlikult, kusjuures pakkumine tehakse vastavalt siseriiklikule õigusele kas pärast kontrolli omandamist pakkumise objektiks oleva ettevõtte üle või on see pakkumise eesmärgiks“.

6. Direktiivi 2004/25 artikkel 3 („Üldpõhimõtted“) sätestab:

„1. Käesoleva direktiivi rakendamiseks tagavad liikmesriigid, et järgitakse alljärgnevat põhimõtteid:

a) pakkumise objektiks oleva ettevõtte sama liiki väärtpaberite kõiki omanikke tuleb kohelda võrdväärselt; lisaks tuleb kaitsta teisi väärtpaberite omanikke, kui isik omandab kontrolli ettevõtte üle;

b) pakkumise objektiks oleva ettevõtte väärtpaberite omanikel peab olema piisavalt aega ja informatsiooni võtmaks vastu asjakohasel teabel põhinevat otsust pakkumise kohta; [...]

[...]

d) pakkumise objektiks oleva ettevõtte, pakkumist esitava ettevõtte või mõne muu, pakkumise mõjupiirkonnas oleva ettevõtte väärtpaberiturul ei tohi tekkida moonutusi nii, et väärtpaberite kurss tõuseb või langeb kunstlikult ning turu normaalne funktsioneerimine on häiritud;

[...]

2. Lõikes 1 sätestatud põhimõtete järgimiseks liikmesriigid:

a) tagavad, et täidetakse käesolevas direktiivis sätestatud miinimumnõuded;

b) võivad pakkumiste reguleerimisele kehtestada täiendavaid tingimusi ja eeskirju, mis on rangemad kui käesolevas direktiivis sätestatud tingimused ja eeskirjad.“

7. Direktiivi 2004/25 artikli 4 („Järelevalveasutus ja kohaldatav õigus“) lõige 2 määrab kindlaks ülevõtmise suhtes pädeva riikliku järelevalveasutuse. Selle punkt a sätestab, et „[p]akkumise üle järelevalve teostamiseks pädev ametiasutus on selle liikmesriigi ametiasutus, kus on pakkumise objektiks oleva äriühingu registreeritud asukoht, juhul kui äriühingu väärtpaberitega on lubatud kaubelda kõnealuse liikmesriigi reguleeritud turul“.

8. Direktiivi 2004/25 artikli 4 lõige 5 sätestab:

„Järelevalveasutustel on oma kohustuste täitmiseks kõik vajalikud volitused, sealhulgas volitused kontrollida, et pakkumise osapooled järgivad käesoleva direktiivi põhjal välja antud ja kehtestatud eeskirju.

Tingimusel, et järgitakse artikli 3 lõikes 1 sätestatud üldpõhimõtteid, võivad liikmesriigid oma käesoleva direktiivi põhjal välja antavates või kehtestatavates eeskirjades võimaldada erandeid kõnealustest eeskirjadest:

i) lisades sellised erandid oma siseriiklikesse eeskirjadesse, et võtta arvesse siseriiklikul tasandil määratletavad asjaolud

ja/või

ii) andes riigi järelevalveasutustele vastavalt nende pädevusele volituse teha erandeid siseriiklikest eeskirjadest, võtmaks arvesse punktis i nimetatud või muid erilisi asjaolusid; viimasel juhul on vajalik põhjendatud otsus.“

9. Direktiivi 2004/25 artikkel 5 („Vähemusaktsionäride kaitse, kohustuslik pakkumine ja õiglase hind“) sätestab:

„1. Kui füüsiline või juriidiline isik üksi või koos temaga kooskõlas tegutsevate isikutega on omandanud [...] ettevõtte väärtpabereid, mis koos tema ja temaga kooskõlas tegutsevate isikute varasema osalusega annavad talle kõnealuses ettevõttes otseselt või kaudselt kindlaksmääratud hääleõiguste protsendi, mis tagab talle kontrolli kõnealuse ettevõtte üle, tagavad liikmesriigid, et sellisel isikul on kohustus teha pakkumine, mis on kõnealuse ettevõtte vähemusaktsionäre kaitsvaks meetmeks. Pakkumine tuleb võimalikult kiiresti saata kõigile asjaomaste väärtpaberite omanikele ja selles tuleb pakkuda nende kõigi väärtpaberite ostmist lõikes 4 nimetatud õiglase hinnaga.

[...]

4. Õiglaseks hinnaks loetakse kõrgeimat hinda, mida pakkumise tegija või temaga kooskõlas tegutsevad isikud on maksnud samade väärtpaberite eest lõikes 1 sätestatud pakkumisele eelnenud minimaalselt kuue- ja maksimaalselt 12-kuulise ajavahemiku jooksul, mille täpse kestuse määravad kindlaks liikmesriigid. Kui pakkumise tegija või temaga kooskõlas tegutsev isik omandab väärtpabereid pärast pakkumise avalikustamist ja enne pakkumise vastuvõtmise tähtaja möödumist pakkumishinnast kõrgema hinnaga, peab pakkumise tegija suurendama oma pakkumist nii, et pakkumishind ei oleks väiksem kui niiviisi omandatud väärtpaberite eest makstud kõrgeim hind.

Tingimusel, et järgitakse artikli 3 lõikes 1 sätestatud üldpõhimõtteid, võivad liikmesriigid anda järelevalveasutustele volituse kohandada esimeses lõigus osutatud hinda selgesti määratletud asjaolude ja kriteeriumide alusel. Selleks võivad liikmesriigid koostada nimekirja tingimustest, mille korral kõrgeimat hinda võib kas tõsta või alandada, näiteks kui kõrgeima hinna suhtes on kokku lepitud ostja ja müüja vahelise lepinguga või kui asjaomaste väärtpaberite turuhindadega on manipuleeritud või kui erandlikud sündmused on mõjutanud üldisi või teatud turuhindu või kui on tegemist majanduslikes raskustes oleva ettevõtte päästmisega. Liikmesriigid võivad ka määrata sellistel juhtudel kohaldatavad kriteeriumid, milleks võib näiteks olla teatud perioodi keskmine turuhind, ettevõtte likvideerimisväärtus või muud finantsanalüüsil üldiselt kasutatavad objektiivsed kriteeriumid.

Järelevalveasutuse otsusele õiglase hinna kohandamise kohta lisatakse põhjendused ja otsus avalikustatakse.

[...]“

## B. Itaalia õigus

10. 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 (24. veebruari 1998. aasta seadusandliku dekreeidi nr 58 finantsvahenduse valdkonna konsolideeritud normid vastavalt 6. veebruari 1996. aasta seaduse nr 52 artiklitele 8 ja 21)<sup>3</sup> muudetud redaktsioon (edaspidi „seadusandlik dekreet nr 58/1998“) sisaldab direktiivi 2004/25 rakendavaid sätteid. Selle artikkel 106 („Kõiki aktsiaid puudutav ülevõtmispakkumine“) sätestab:

„3. Consob reguleerib määrusega juhtusid, mil:

d) pakkumine toimub pärast Consobi põhjendatud otsust kõrgema hinnaga kui kõrgeim tasutud hind, kui määruse andmine on investorite kaitsmiseks vajalik ja kui esineb vähemalt üks järgmistest asjaoludest:

[...]

2) on sõlmitud sobing ülevõtja või temaga kooskõlastatult tegutsevate isikute ja ühe või mitme müüja vahel.“

11. 14. mail 1999 võttis Consob vastu Regolamentoo di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti (24. veebruari 1998. aasta seadusandliku dekreeidi nr 58 rakendusmäärus emitente puudutava korra kohta),<sup>4</sup> muudetud (edaspidi „rakendusmäärus“). Selle artikkel 47 *octies* („Hinna tõstmise sobingu korral“) sätestab:

„1. Consob tõstab [seadusandliku dekreeidi nr 58/1998] artikli 106 lõike 3 punkti d alapunkti 2 alusel hinda, kui ülevõtja või temaga kooskõlastatult tegutsevate isikute ja ühe või mitme müüja vahel tuvastatud sobingust tulenevalt on alust arvestada suurema summaga kui ülevõtja avaldatud hind. Sel juhul arvestatakse pakkumise hinnaks see tuvastatud hind.“

## II. Asjaolud, menetlus ja eelotsuse küsimus

12. 17. mail 2013 asutas Marco Tronchetti Provera SpA (edaspidi „MTP“) – äriühing, mille peamine aktsionär on Marco Tronchetti Provera – oma kontrolli all olevate äriühingute kaudu ja koostöös teistega äriühingu Lauro Sessantuno SpA (edaspidi „Lauro 61“).

13. 5. juunil 2013 esitas Lauro 61 turule ülevõtmispakkumise kõigi Camfin SpA aktsiate ostmiseks ühikuhinnaga 0,80 eurot aktsia eest, mis oli kindlaks määratud lähtuvalt sama aktsia turuhinnast eelnenud 12 kuul.

14. Kohustusliku ülevõtmispakkumise tegemise ajal kuulus Camfinile otseselt ja kaudselt 26,19% Pirelli & C. SpA (edaspidi „Pirelli“) aktsiatest. Pirelli teatavad aktsionärid, nende hulgas Malacalza Investimenti srl (edaspidi „MCI“), MTP, Camfin, Allianz SpA ja Fondiaria SAI SpA (edaspidi „FonSai“), olid enne seda sõlminud nn lukustamiskokkuleppe (edaspidi „Pirelli kokkulepe“).

15. MCI, kes on samuti Camfini aktsionär, nõustus Lauro 61 pakkumisega ja võõrandas sellele eespool nimetatud hinnaga 12,37% Camfini aktsiakapitalist.

3 GURI üldseeria nr 71, 26.3.1998 – regulaarne lisa nr 52.

4 GURI üldseeria nr 123, 28.5.1999 – regulaarne lisa nr 100.

16. Lisaks anti 5. juunil 2013 turule teada, et i) Lauro 61 on lõpetanud MTP ja MCI vahel Camfini kohta sõlmitud lepingud; ii) MCI on müünud oma Camfini aktsiad; iii) MCI on Allianzilt ja FonSailt ostnud 6,98% Pirelli aktsiatest hinnaga 7,80 eurot aktsia kohta; ja iv) Pirelli kokkuleppe pooled – kellest tähtsaim oli Tronchetti Provera – on Allianzile ja FonSaile andnud loa vabastada kokkuleppest kõik neile selle alusel kuuluvad aktsiad või osa neist (edaspidi „Pirelli aktsiad“).

17. Ülevõtmine lõppes 11. oktoobril 2013 nii, et Lauro 61 oli kõigepealt omandanud 95,95% Camfini aktsiakapitalist ning seejärel kasutanud oma õigust omandada ülejäänud aktsiad, omandades niiviisi kogu Camfini aktsiakapitali, mispeale viimase aktsiate noteerimine lõpetati.

18. Mõningate Camfini vähemusaktsionäride taotluse alusel algatas Consob 12. septembril 2013 kõnealuse ülevõtmispakkumise hinna tõstmise menetluse.

19. Olles jõudnud järeldusele, et kirjeldatud tehingud võimaldasid MCI-l saada Camfini aktsiate müügi eest kokku suurema summa kui 0,80 eurot ühe aktsia eest, leidis Consob, et tegemist on sobinguga ja tõstis 25. septembri 2013. aasta otsusega nr 18662 (edaspidi „vaidlusalune otsus“) ühikuhinda 0,03 euro võrra aktsia kohta, määrares uueks hinnaks 0,83 eurot.<sup>5</sup> Vaidlustatud otsuse õiguspärasust kinnitas Tribunale amministrativo regionale per il Lazio (Lazio maakonna halduskohus, Itaalia) hiljem, 19. märtsil 2014, oma nelja otsusega.

20. Need neli otsust on praegu eelotsusetaotluse esitanud kohtus vaidlustatud ja menetlemisel. Sellega seoses märgib eelotsusetaotluse esitanud kohus, et mõiste „sobing“ on kasutusel mitmes Itaalia õigusaktis. Kuigi selle mõiste täpne tähendus ei ole staatliline, ei eelda „sobingu“ koosseis ebaseaduslikku kokkulepet ja pettust, mis kahjustab kolmandaid isikuid või mille abil hoitakse kõrvale imperatiivsete õigusnormide järgimisest, mis eeldab kõigi kokkuleppe osaliste tahtlust ja kavatsust. Sellega seoses märgib eelotsusetaotluse esitanud kohus, et Allianz ja FonSai ei olnud sellisest kokkuleppest teadlikud. Seega kui kohaldada sobingu mõiste seda tõlgendust, tuleks MTP ja Lauro 61 apellatsioonkaebused rahuldada.

21. Eelotsusetaotluse esitanud kohus lisab aga, et arvestades muu hulgas kõne all olevat spetsiifilist õigusvaldkonda ja Consobile antud reguleerimisvolutuste laadi, võib sobingu mõistet olla vaja tõlgendada teisiti. Sellele vaatamata võivad sellise tõlgendusega kaasned a õiguskindluse probleemid, kuna seetõttu ei ole ettevõtjatel võimalik ette näha, kuidas nad peavad enne ülevõtmispakkumise tegemist toimima. Kuna eelotsusetaotluse esitanud kohtul on tekkinud kahtlused direktiivi 2004/25 artikli 3 lõike 1 ja artikli 5 lõike 4 õiges tõlgendamises, otsustas ta oma menetluse peatada ja esitada Euroopa Kohtule järgmise eelotsuse küsimuse:

„Kas [direktiivi 2004/25/EÜ] ülevõtmispakkumiste kohta artikli 5 lõike 4 teise lõigu õige kohaldamisega seoses sama direktiivi artikli 3 lõikes 1 sätestatud üldpõhimõtetega ning selliste Euroopa õiguse üldpõhimõtete õige kohaldamisega, nagu õiguskindluse põhimõte, õiguspärase ootuse kaitse põhimõte, proportsionaalsuse põhimõte, mõistlikkuse põhimõte, läbipaistvuse põhimõte ja diskrimineerimiskeelu põhimõte, on vastuolus sellised liikmesriigi õigusnormid, nagu on sätestatud [24. veebruari 1998. aasta seadusandliku dekreediga nr 58/1998] artikli 106 lõike 3 punkti d alapunktis 2 ning [rakendusmääruse] artiklis 47 *octies*, osas, kus need sätted lubavad Consobil eelviidatud artiklis 106 ette nähtud ülevõtmispakkumist suurendada juhul, kui on sõlmitud „sobing ülevõtja või temaga kooskõlastatud tegutsevate isikute ja ühe või mitme müüja vahel“, täpsustamata, milline konkreetne tegevus endast sellist sobingut kujutab, ning seega määramata selgelt kindlaks asjaolusid ja kriteeriume, mille puhul on Consobil lubatud ülevõtmispakkumise hinda tõsta?“

<sup>5</sup> Selline kõrgem hind arvatati välja, jagades 6,6 miljonit eurot – mis on Consobi väitel soodustus, mille MCI on saanud Pirelli aktsiate eest makstud madalama hinna näol – Lauro 61 poolt omandatud Camfini aktsiate arvuga. Niiviisi kindlaks määratud uus hind põhjustas Lauro 61-le suurema väljamineku, kokku 8,5 miljonit eurot.



### III. Analüüs

#### A. Sissejuhatavad märkused

22. See on esimene kord, kui Euroopa Kohtul palutakse tõlgendada direktiivi 2004/25 artikli 5 lõiget 4. Selles õigusaktis sisalduvate eeskirjade kohta annab Euroopa Kohus juhiseid üldse alles teist korda.<sup>6</sup> Lisaks on Tribunale amministrativo regionale per il Lazio (Lazio maakonna halduskohus, Itaalia) pärast Consiglio di Stato (Itaalia kõrgeima halduskohtuna tegutsev riiginõukogu) otsust pöörduda käesolevas asjas Euroopa Kohtu poole, samuti esitanud viis eelotsuse küsimust direktiivi 2004/25 artikli 5 lõike 4 tõlgendamise kohta.<sup>7</sup>

23. Eelotsusetaotluse esitanud kohus soovib sisuliselt teada, kas seadusandliku dekreeedi nr 58/1998 artikli 106 lõike 3 punkti d alapunktis 2 ja rakendusmääruse artiklis 47 *octies* (koos edaspidi „vaidlusalused Itaalia õigusnormid“) kasutatava mõiste „sobing“ tõlgendamine nii, et see ei kohusta kindlaks tegema toiminguid, milles selline olukord seisneb, on lubatud vastavalt direktiivi 2004/25 artikli 5 lõikele 4 koostoimes artikli 3 lõikega 1 ja teatavate üldpõhimõtetega, näiteks eriti õiguskindluse põhimõte.

24. Eelotsusetaotlusest nähtub, et selle esitanud kohus peab mõiste „sobing“ puhul võimalikuks kaht tõlgendust: ühelt poolt kitsas tõlgendus, mis eeldab ebaseaduslikku kokkulepet ja pettust, mis kahjustab kolmandaid isikuid või mille abil hoitakse kõrvale imperatiivsete õigusnormide järgimisest, ning kõigi kokkuleppe osaliste tahtlust ja kavatsust (edaspidi „kitsas tõlgendus“), ja teiselt poolt lai tõlgendus, mille kohaselt võib kokkulepe koosneda kohustusliku ülevõtmispakkumise tegelikult tinginud tehingust kaugemale minevaid aspekte ja mis ei eelda tingimata kõigi kokkuleppe osaliste tahtlust ja kavatsust (edaspidi „lai tõlgendus“).

25. Eelotsusetaotluse esitanud kohus märgib, et kuna Allianzil ja Fonsail ei olnud kavatsust osaleda üheski ebaseaduslikus kokkuleppes ega pettuses, ei oleks Consobi-poolne hinna kohandamine sobingu mõiste kitsa tõlgenduse korral lubatud. Seepärast leiab eelotsusetaotluse esitanud kohus, et vastus sellele küsimusele määrab ära hinna, mida Lauro 61 oli kohustatud direktiivi 2004/25 artikli 5 kohaselt Camfini aktsiate eest Camfini üle võttes pakkuma.

26. Tahaksin siinkohal teha täiesti selgeks ühe käesolevas asjas keskse tähtsusega küsimuse.

27. Lühidalt: Euroopa Kohus ei ole pädev selgitama, kuidas tuleks vaidlusalustes Itaalia õigusnormides kasutatavat sobingu mõistet tõlgendada. Eelkõige ei ole ta pädev valima, kumba neist kirjeldatud kahest tõlgendusest ta eelistab. Selleks on pädev ainult eelotsusetaotluse esitanud kohus.<sup>8</sup> See peab ise otsustama, kumba – kitsast või laia – tõlgendust ta õigeks peab.

28. Sellegipoolest: Euroopa Kohus saab ja peabki eelotsusetaotluse esitanud kohtu abistamiseks selle menetluses oleva vaidluse lahendamisel tõlgendama ELi õiguse norme, milleks käesolevas asjas on valdavalt direktiivi 2004/25 artikli 5 lõige 4, ja eelkõige väljendit „selgesti määratletud“. Kuigi seda väljendit kasutatakse liikmesriikide meetmete kohta, ei näe direktiivi artikli 5 lõige 4 ette, et liikmesriigid peavad selle mõiste ise oma õiguses määratlema. Seega on tegemist ELi õiguse sõltumatu mõistega, mida tuleb tõlgendada ühetaoliselt.

<sup>6</sup> Vt kohtuotsus, 15.10.2009, Audiolux jt, C-101/08, EU:C:2009:626, eriti punktid 47–51.

<sup>7</sup> Kohtuasjad, Amber Capital Italia ja Amber Capital Uk, C-654/16; Hitachi Rail Italy Investments, C-655/16; Finmeccanica, C-656/16; Bluebell Partners, C-657/16; ja Elliot International jt, C-658/16 – kõik Euroopa Kohtus menetlemisel.

<sup>8</sup> Samamoodi jääb küsimus, millega liikmesriigi kohus soovib Euroopa Kohtu käest teada, kas ta võib või peab siseriikliku õigust tõlgendama ELi õigusega kõige suuremas kooskõlas oleval moel, ikkagi siseriikliku õiguse tõlgendamise küsimuseks ja on seega vastuvõetamatu: vt kohtuotsus, 27.2.2014, Pohotovost, C-470/12, EU:C:2014:101, punktid 58–61.

29. Kuid enne, kui hakkan direktiivi 2004/25 artikli 5 lõikele 4 pakkuma tõlgendust, millest võiks eelotsusetaotluse esitanud kohtule kasu olla, tasub meelde tuletada, et seesama kohus on juba välistanud mõtte, et sobingu mõiste kitsas tõlgendus on piisav selleks, et põhjendada vaidlustatud kohtuotsuseid ja sellest tulenevalt vaidlustatud otsust. Seega jääb Euroopa Kohtule üle vaid kaaluda, kas sobingu mõiste laia tõlgendust saab direktiivi 2004/25 artikli 5 lõike 4 tähenduses pidada „selgesti määratletuks“, ja sellisena on see tõlgendus, millele Euroopa Kohus peab oma vastuse andmisel keskendumata.

## B. Eelotsuse küsimuse analüüs

### 1. *Direktiivi 2004/25 artikli 5 lõige 4: sissejuhatavad märkused*

30. Kui direktiivi 2004/25 artikli 5 lõige 1 määrab kindlaks tingimused, mil füüsiline või juriidiline isik on siseriiklikus õiguses määratletud künniseni jõudes kohustatud tegema asjaomase äriühingu ülejäänud väärtpaberite kohta pakkumise, siis artikli 5 lõige 4 reguleerib hinda, mida seejuures tuleb pakkuda.

31. Direktiivi 2004/25 artikli 5 lõike 4 esimene lõik määratleb väga selgesti, milline see hind üldreeglina peab olema. Selleks loetakse lihtsalt kõrgeim hind, mida pakkumise tegija (või temaga kooskõlas tegutsevad isikud) on maksnud minimaalselt kuue- ja maksimaalselt 12-kuulise ajavahemiku jooksul, mille täpse kestuse määravad kindlaks liikmesriigid (kõrgeima hinna reegel). Lisaks on see hind direktiivi kohaselt õiglane hind. Selle põhjus peaks olema ilmne: kõrgeima hinna reeglist tuleneb üsna konkreetselt hind, mida tuleb pakkuda nii läbipaistvalt kui ka prognoositavalt.

32. Direktiivi 2004/25 artikli 5 lõike 4 teine lõik aga annab liikmesriikidele õiguse volitada oma väärtpaberijärelevat seda hinda teatavatel tingimustel kohandama. Selles sättes kasutatakse sõnu, nagu i) ülevõtmispakkumise *asjaolud* ja ii) *kriteeriumid*, millest tuleb hinna kohandamisel lähtuda. Lisaks peavad liikmesriigid seejuures järgima artikli 3 lõikes 1 sätestatud üldpõhimõtteid ning need asjaolud ja kriteeriumid peavad olema „selgesti määratletud“.

33. Minu arvates nähtub eespool kirjeldatust üpris selgesti, et direktiivi 2004/25 artikli 5 lõike 4 teine lõik reguleerib seda, *millal, miks ja kuidas* võib liikmesriik oma ametiasutusi volitada sekkuma ülevõtmispakkumisse, kui kõrgeima hinna reegel ei kajasta tegelikult õiglast hinda.<sup>9</sup> Nagu allpool selgitan, tohib seejuures arvesse võtta ainult neid asjaolusid, millel on kohustusliku ülevõtmispakkumise tinginud tehinguga *selge ja otsene seos*.

34. Järgmiseks analüüsin põhjalikumalt direktiivi 2004/25 artikli 5 lõike 4 teist lõiku, mis on põhikohtuasjas vaidluse all. Milleks see kohustab ja mida tegelikult tähendab väljend „selgesti määratletud“?

### 2. *Paradigma: liikmesriikide kaalutusõigus*

35. Esimesena on kohe selge, et direktiivi 2004/25 artikli 5 lõike 4 teine lõik sisaldab midagi sellist, mida mina saan pidada ainult mitteammendavaks näitlikuks loeteluks, millest liikmesriigid võivad ammutada inspiratsiooni, kui nad soovivad oma väärtpaberijärelevat hinda kohandama volitada.

36. Teiseks näib selge, et direktiivi 2004/25 artikli 5 lõike 4 teises lõigus osutatud „asjaolud“, mil hinda võib kohandada, on analüütiliselt võttes ülemad „kriteeriumidest“, millest tuleb kohandamisel lähtuda.

<sup>9</sup> Selle kohta vt äriühinguõiguse ülevõtmispakkumistega seotud aspektide kõrgetasemelise eksperdirühma aruanne, Brüssel, 10.1.2002, lk 50.

37. Peale selle direktiivi 2004/25 artikli 5 lõike 4 teine lõik iseenesest palju rohkem ei ütle.

38. Sellegipoolest paistab üpris kindel, et direktiivi 2004/25 artikli 5 lõike 4 teine lõik annab liikmesriikidele õiguse volitada oma väärtpaberijärelevalvet hinda kohandama.<sup>10</sup> Seda seisukohta toetavad selle sätte ettevalmistavad materjalid,<sup>11</sup> nagu ka kontekst, milles see esineb. Nagu direktiivi artikli 3 lõikes 2 osutatud, määrab direktiiv kindlaks ainult miinimumnõuded<sup>12</sup>, mis tähendab, et liikmesriigid võivad pakkumiste reguleerimiseks vastu võtta täiendavaid, rangemaid tingimusi ja sätteid. Samamoodi paistab, et direktiivi artikli 4 lõige 5 annab liikmesriikidele laiaulatuslikud volitused direktiivist üldiselt kõrvale kalduda.

39. Tegelikult tasub meenutada, et direktiiv 2004/25 oli väga suures osas Euroopa Parlamendi ja nõukogu vahelise kompromissi tulemus.<sup>13</sup> Kui see kompromiss saavutati, tegi komisjon, kes oli juba 1985. aastast peale arvanud, et vastu tuleks võtta aktsiaomanduse muutusi reguleerivad ühised menetlusnormid<sup>14</sup> ja oli selleks ELi seadusandjale – edutult – esitanud mitu asjakohast seadusandlikku ettepanekut,<sup>15</sup> avalduse, mis lisati nõukogu protokollile ja kus ta väljendas kahetsust, et tekst, mis lõpuks vastu võeti, ei ole tema arvates piisavalt ambitsioonikas ja et selle olulised osad on muutunud vabatahtlikuks.<sup>16</sup> See ajalooline nüanss mõjutab ka direktiivi 2004/25 tõlgendamist.

40. Sellegipoolest ei ole direktiivi 2004/25 artikli 5 lõikega 4 liikmesriikidele jäetud kaalutusõigus piiramatult.<sup>17</sup>

### 3. Liikmesriikide kaalutusõiguse piirid

#### a) Aluspõhimõtted

41. Alustuseks: kõrgeima hinna reegel jääb endiselt põhireeglilik. Ja selle reegli taga on loogika: liidu kapitaliturgude tõhusaks toimimiseks on vaja, et kohustuslikus pakkumises pakutav hind oleks piisavalt prognoositav. Sellega seoses on kõrgeima hinna reeglil kaks eelist: esiteks annab see vähemusaktsionäridele võimaluse saada osa vaatlusaluse perioodi jooksul kogu ülevõtja makstud tasust ja teiseks annab samal ajal pakkumise tegijale kindluse, et ta ei pea kohustuslikus pakkumises pakkuma rohkem, kui ta on sellele eelneval perioodil olnud valmis maksma, mistõttu ta saab enda jaoks ära otsustada, milline on see kõrgeim hind, millega ta on valmis kõiki äriühingu väärtabereid ära

10 Sama väidab Enriques, L., „The Mandatory Bid Rule in the Takeover Directive: Harmonization Without Foundation?“ – *European Company and Financial Law Review*, nr 4, 2004, lk 440, lk 446, kes märgib, et „konkreetselt õiglast hinda silmas pidades on liikmesriikidel ja nende järelevalveasutustel laiaulatuslik kaalutusõigus hinna alandamist põhjendavate asjaolude ja kriteeriumide kindlaksmääramisel“.

11 Erinevalt komisjoni ettepanekust, mis käsitleb Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi ülevõtmispakkumiste kohta, KOM(2002) 534 lõplik (EÜT 2003, C 45 E, lk 1), ei ole direktiivi 2004/25 artikli 5 lõike 4 teises lõigus sätestatud, et liikmesriigid „koostavad“, vaid nad „võivad koostada“ nimekirja tingimustest, mille korral kõrgeimat hinda võib kohandada.

12 Direktiivi 2004/25 põhjenduse 25 kohaselt on direktiivi eesmärk „miinimumnõuete kehtestamine ülevõtmispakkumiste menetlusele ja väärtpaberiomaniikele piisava kaitse tagamine kogu [liidus]“.

13 Vt nt 8. detsembri 2003. aasta aruanne ülevõtmispakkumisi käsitleva Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi ettepaneku kohta, Euroopa Parlamendi õigusasjade ja siseturu komisjon, A5-0469/2003 lõplik, lk 18, vrd lk 6, ja nõukogu 16. detsembri 2003. aasta dokument nr 16116/03 ülevõtmispakkumisi käsitleva Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi ettepaneku kohta, II punkt (institutsioonidevaheline dokument nr 2002/0240 (COD)).

14 14. juuni 1985. aasta valge raamat komisjonilt Euroopa Ülemkogule: siseturu loomine (KOM(85) 310 lõplik), punkt 139 jj.

15 Vt komisjoni 19. jaanuari 1989. aasta ettepanek: kolmeteistkümmes nõukogu direktiiv äriühinguõiguse kohta, mis käsitleb ülevõtmis- ja muid üldisi pakkumisi (KOM(88) 823 lõplik; EÜT 1989, C 64, lk 8), ja komisjoni 7. veebruari 1996. aasta ettepanek: Euroopa Parlamendi ja nõukogu 13. direktiiv äriühinguõiguse kohta, mis käsitleb ülevõtmispakkumisi (KOM(95) 655 lõplik; EÜT 1996, C 162, lk 5).

16 Vt komisjoni avaldus nõukogu 12. märtsi 2004. aasta dokumendis nr 7088/04, mis käsitleb ülevõtmispakkumisi käsitleva Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi vastuvõtmist, punkt 2 (institutsioonidevaheline dokument nr 2002/0240 (COD)).

17 Direktiivi 2004/25 põhjenduses 6 on märgitud, et „[t]õhususe tagamiseks peaksid ettevõtete ülevõtmise eeskirjad olema paindlikud ja nende abil peaks olema võimalik käsitleda uudseid olukordi, kui sellised ilmnevad, ja need peaksid seega võimaldama ka erandite tegemist. Järelevalveasutused peaksid siiski eeskirjade kohaldamisel või nendest kõrvalekallete võimaldamisel järgima teatavaid üldisi põhimõtteid“ (kohtujuristi kursiiv).



ostma.<sup>18</sup> Seega tuleb seda reeglit struktuurilisest seisukohast vaadates tõlgendada laialt. Järelikult peaksid liikmesriigid sellest kõrvale kalduda saama ainult olulise piires.<sup>19</sup> Lisaks peaks kõrgeima hinna reegli ja sellest tuleneva kahe garantii kohaldamata jätmise katse põhinema usutavatel põhjustel ning lisaks olema põhjendatav direktiivi artikli 5 lõike 4 kolmanda lõigu alusel.

42. Teiseks peavad liikmesriigid oma kaalutusõiguse kasutamisel järgima direktiivi artikli 3 lõikes 1 sätestatud põhimõtteid. Nad peavad neist põhimõtetest juhinduma direktiivi rakendamisel.<sup>20</sup>

43. Põhikohtuasjas olulises osas aga seda ohtu nendele põhimõtetele ei teki. Eelkõige ei näe ma, et oleks rikutud Camfini aktsionäride menetlusõigusi või nende õigust võrdväärsele kohtlemisele: vaidlusaluste Itaalia õigusnormide kohaselt on põhjendatud tegelikult ainult hinna *tõstmine* sobingu korral.<sup>21</sup>

44. Enamgi veel, mitte ükski neist üldpõhimõtetest ei viita sõnaselgelt eesmärgile tagada prognoositavust pakkumise tegija või laiema üldsuse jaoks – see nähtub hoopis direktiivi 2004/25 põhjendustest, mida ma käsitlen allpool punktis 59.

45. Direktiivi 2004/25 artikli 3 lõike 1 punkt d sätestab hoopis üldpõhimõtte, et pakkumise objektiks oleva ettevõtte, pakkumist esitava ettevõtte või mõne muu, pakkumise mõjupiirkonnas oleva ettevõtte väärtpaberiturul ei tohi tekkida moonutusi nii, et asjaomaste väärtpaberite kurss tõuseb või langeb kunstlikult ning turu normaalne funktsioneerimine on häiritud. Seega toetab see üldpõhimõtte selgesti seisukohta, et liikmesriik võib oma väärtpaberijärelevalvet volitada ülevõtmispakkumises pakutavat hinda kohandama kitsas mõttes. Seda kinnitab direktiivi 2004/25 artikli 5 lõige 4, mis näeb konkreetselt ette olukordi, kus „kõrgeima hinna suhtes on kokku lepitud ostja ja müüja vahelise lepinguga“ või „kui asjaomaste väärtpaberite turuhindadega on manipuleeritud“.

46. Kui aga kõne all on eelotsusetaotluse esitanud kohtu nimetatud mõiste „sobing“ lai tõlgendamine, ei ole need üldpõhimõtted sugugi nii selged. Sellegipoolest ei saa see tõlgendamine minna nendega vastuollu.

47. Vastupidi, äriühinguõiguse ülevõtmispakkumistega seotud aspektide kõrgetasemeline eksperdirühm nimetas sobingu mõistet oma soovitustes, mis kuuluvad direktiivi 2004/25 artikli 5 lõike 4 ettevalmistavate materjalide hulka, „selliseks kokkuleppeks müüjaga, mille eesmärk on kõrvale hoida kõrgeima hinna reeglist“.<sup>22</sup> Tundub, et see määratlus, mis keskendub ühepoolselt müüjale, on piisavalt lai, et hõlmata sobingu mõistet nii kitsas kui ka laias tähenduses. Lisaks ei ole artikli 5 lõikes 4 otseselt ega kaudselt mainitud teadlikkuse või kavatsuse nõuet.

48. Kolmandaks on liikmesriikidel õigus volitada oma väärtpaberijärelevalvet ülevõtmispakkumises pakutavat hinda kohandama piiratud üldisematel põhjustel: ehkki liikmesriigi väärtpaberijärelevalve peab pakkumishinna kohandamise üle otsustades toimima talle direktiivi 2004/25 artikliga 4 antud pädevuse piires, nähtub kohtupraktikast, et direktiiv ei ole kohaldatav olukordades, mis jäävad direktiivi kohaldamisalast välja.<sup>23</sup> Teisisõnu on direktiiv *ratione materiae* kohaldatav

18 Vt äriühinguõiguse ülevõtmispakkumistega seotud aspektide kõrgetasemelise eksperdirühma aruanne, 10.1.2002, lk 49 ja 50.

19 Seisukohta, et liikmesriikide väärtpaberijärelevalvete õigus kõrgeima hinna reeglist kõrvale kalduda on piiratud, esindab Papadopoulos, T., „The European Union Directive on Takeover Bids: Directive 2004/25/EC“ – *International and Comparative Law Journal*, 6. kd, 3. nr, lk 13, lk 30 ja 31, kes väidab, et ulatuslik kaalutusõigus ülevõtmispakkumises pakutava hinna kohandamisel oleks vastuolus direktiivi 2004/25 artikli 3 lõike 1 punktis a sätestatud üldpõhimõttega (hinna alandamine seda piisavalt põhjendamata võib olla vastuolus aktsionäride võrdväärse kohtlemise põhimõttega) ning ETLT artikliga 49 (hinna tõstmine seda piisavalt põhjendamata võib heidutada pakkumiste tegijaid).

20 Vt kohtuotsus, 15.10.2009, Audiolux jt, C-101/08, EU:C:2009:626, punkt 51.

21 Euroopa Kohus on aga ka selgitanud, et direktiivi 2004/25 artikli 3 lõike 1 punktis a sätestatud põhimõtte, et aktsionäre tuleb kohelda võrdväärselt, ei tähenda, et siseriiklike õigusnorme tuleb tõlgendada alati äriühingu vähemusaktsionäridele kõige soodsamalt: selle kohta vt kohtuotsus, 15.10.2009, Audiolux jt, C-101/08, EU:C:2009:626, punktid 47–52.

22 Vt äriühinguõiguse ülevõtmispakkumistega seotud aspektide kõrgetasemelise eksperdirühma aruanne 10.1.2002, lk 50.

23 Selle kohta vt kohtuotsus, 15.10.2009, Audiolux jt, C-101/08, EU:C:2009:626, punkt 49.

ülevõtmispakkumiste suhtes ehk pakkumise tegija ning ülevõetava äriühingu aktsiate omanike vahelise suhte suhtes. Seepärast ei saa eeldada, et direktiiv on kohaldatav tehingute suhtes, millel ei ole kohustusliku ülevõtmispakkumise tegemisega mingit pistmist – vastupidine järeldus oleks sama mõttekas kui riigi toidutalongid.

49. Seega kuuluvad direktiivi 2004/25 artikli 5 lõike 4 teises lõigus viidatud „asjaolude“ hulka ainult sellised õiguslikud ja faktilised asjaolud, millel on kohustusliku ülevõtmispakkumise tinginud tehinguga selge ja otsene seos. Nagu Itaalia valitsus kohtuistungil samuti arvas, peab tehing, mis pealtnäha erineb kohustusliku ülevõtmispakkumise tinginud tehingust, tegelikkuses olema ülevõtmistehingu jaoks möödapääsmatu (*sine qua non*), kui seda tuleb hinna kohandamisel arvesse võtta.

50. Seda ei muuda ka tõsiasi, et direktiiv 2004/25 ühtlustab artikli 3 lõike 2 kohaselt ülevõtmispakkumisi käsitlevaid liikmesriikide õigusnorme ainult osaliselt. Liikmesriik ei saa oma väärtpaberijärelevalvet volitada direktiivi 2004/25 artikli 5 lõikest 4 kõrvale kalduma kohustuslikus ülevõtmispakkumises nimetatud hinna kohandamisega viisil, mis küll tõhustab vähemusaktsionäride kaitset, kuid mille tagajärjel kaotab kõrgeima hinna reegel oma tõhususe, kuna väärtpaberijärelevalvel on õigus võtta arvesse tehinguid, mis jäävad väärtpaberijärelevalve pädevusest ja/või direktiivi kohaldamisalast välja.<sup>24</sup>

#### b) Väljendi „selgesti määratletud“ tähendus ja toime

51. Mis puudutab väljendi „selgesti määratletud“ tähendust, siis viitavad põhikohtuasja mõlemad pooled oma seisukohtade kinnitamiseks kohtuotsusele Periscopus<sup>25</sup>. Seal tuvastas EFTA Kohus, et direktiivi 2004/25 artikli 5 lõike 4 teise lõiguga on vastuolus anda siseriiklikule väärtpaberijärelevalvele volitus kalduda kõrgeima hinna reeglist kõrvale olukorras, kus on selge, et kõrgeim hind ei vasta turuhinnale, selgitamata lähemalt, mida mõiste „turuhind“ täpselt tähendab. Sellest kohtuotsusest ei ole aga käesoleva asja lahendamisel abi. Esiteks ei seisne vaidlus põhikohtuasjas selles, et pakkumises pakuti turuhinnast selgelt madalamat hinda, vaid hoopis selles, et see hind oli sündinud sobingu tulemusel, mis väidetavalt on hoopis teine asjaolu. Teiseks ei ole käesolevas asjas vaidluse all olevad Itaalia õigusnormid nii lakoonilised kui tolles kohtuasjas vaidluse all olnud Norra õigusnormid. Viimaseks ei ole EFTA Kohtu otsus Euroopa Kohtule siduv.

52. Minu arvates tähendab väljend „selgesti määratletud“ seda, et liikmesriikide väärtpaberijärelevalvele antud hinna kohandamise volitus peab olema kirjalike eeskirjade vormis, mis on varem avaldatud ja laiemale üldsusele hõlpsasti kättesaadavad (edaspidi „siseriiklikud kohandamiseeskirjad“). Kas need eeskirjad võtab vastu mõni ministereium või väärtpaberijärelevalve ise, ei ole oluline, nagu ei ole oluline ka see, kas need võetakse vastu esmaste või teiste õigusaktide kujul, peasi, et need on siduvad.

53. Samas ei saa aga minu arvates väljendist „selgesti määratletud“ välja lugeda nõuet, et kõnealustes siseriiklikes kohandamiseeskirjades peab iga üksik olukord olema ammendavalt ja üksikasjalikult eelnevalt ära kirjeldatud.<sup>26</sup> Selles küsimuses nõustun Itaalia valitsuse seisukohaga, et selle asemel, et loetleda üksikhaaval ja ammendavalt kõik eriolukorrad, kus riiklik väärtpaberijärelevalve on volitatud kohandama kohustuslikus ülevõtmispakkumises pakutavat hinda, otsustas ELi seadusandja kasutada üldisemat mõistet „asjaolud“. Samamoodi kaldun nõustuma komisjoniga seisukohas, et direktiivi 2004/24 artikli 5 lõige 4 ei keela liikmesriikidel tugineda abstraktsetele õigusmõistetele.

24 Vt analoogia alusel kohtuotsus, 21.12.2016, AGET Iraklis, C-201/15, EU:C:2016:972, punktid 36 ja 37.

25 EFTA Kohtu otsus, 10.12.2010, Periscopus vs. Oslo Børs ja Erik Must, E-1/10, EFTA Kohtu lahendid, 2009–10, lk 200.

26 Selle kohta vt EFTA Kohtu otsus, 10.12.2010, Periscopus vs. Oslo Børs ja Erik Must, E-1/10, EFTA Kohtu lahendid 2009–10, lk 200, punkt 47.

54. Neil kaalutlustel ei ole mul raske nõustuda seisukohaga, et väljend „selgesti määratletud“ lubab liikmesriikidel vastu võtta kohandamiseeskirju, mis annavad nende väärtpaperijärelevalvele volituse kohandada kohustuslikus ülevõtmispakkumises nimetatud hinda sobingu korral *nii kitsas kui ka laias mõttes*.

55. Sellegipoolest leiab eelotsusetaotluse esitanud kohus – s.o liikmesriigi kõrgeim halduskohus –, et Itaalia õiguses on üldiselt kohaldatav mõiste „sobing“ kitsas tõlgendus. Nagu mainitud, ei saa Euroopa Kohus võtta seisukohta küsimuses, kumb neist kahest Itaalia õigusnormide tõlgendusest on õige. Euroopa Kohus saab vastata ainult küsimusele, kas direktiivi 2004/25 artikli 5 lõikes 4 kasutatav väljend „selgesti määratletud“ muudab või – selleks, et kajastada tõepärasemalt reaalsest olukorda, mille kohta Euroopa Kohtu abi tegelikult palutakse – nõuab sellist laia tõlgendust.

56. Minu arvates mitte.

57. Esiteks, kui seda teha, siis oleks see sama kui tõlgendada direktiivi 2004/25 artikli 5 lõike 4 teist lõiku laialt, mis on vastuolus selle sätte kui kõrgeima hinna reegli erandi olemusega.

58. Teiseks on liikmesriikidel vabadus otsustada, kas nad kasutavad neile direktiivi 2004/25 artikli 5 lõike 4 teise lõiguga antud kaalutusõigust või mitte ja kui, siis määrata menetlusautonoomia põhimõttel kindlaks kohandamiseeskirjad. Põhikohtuasjas on vaidlusaluste Itaalia õigusnormide kehtestamisel otsustatud kasutada mõistet, mis minu arusaamist mööda ei ole Itaalia õiguses uus: „sobing“. Seda arvestades tundub, et mõiste „sobing“ lai tõlgendamine pelgalt põhjusel, et sellel on seos direktiiviga, kuid see ei ole asjakohane ainult siseriikliku õigusega seotud küsimustes, on pisut õhust võetud. Võrdväärse kohtlemise põhimõte nõuab vaid seda, et ELi õigusel põhinevaid nõudeid tuleb kohelda samamoodi kui siseriiklikul õigusel põhinevaid, mitte soodsamalt.

59. Kolmandaks, mis puudutab õiguskindluse üldpõhimõtet, mida eelotsusetaotluse esitanud kohus oma eelotsuse küsimuses nimetab, on direktiivi 2004/25 üks üldeesmärkidest „luua kogu liidus selgus ja avatus seoses õiguslike küsimustega, mis kerkivad esile ülevõtmispakkumiste korral“.<sup>27</sup> Lisaks nõuab nii õiguskindluse põhimõte kui ka ELTL artiklist 288 tulenev vajadus tagada direktiivide täielik kohaldamine mitte ainult faktiliselt, vaid ka õiguslikult, et kõik liikmesriigid võtavad asjaomase direktiivi sätted üle selges, täpses ja läbipaistvas õiguslikus raamistikus, nähes direktiiviga hõlmatud valdkonnas ette siduvad sätted.<sup>28</sup> See kohustus peab seda enam kehtima kohandamiseeskirjadele, mille liikmesriigid on vastu võtnud või mida nad jõustavad vastavalt direktiivi artikli 5 lõikele 4.

60. Õiguskindluse põhimõte nõuab eelkõige selle analüüsimist, kas asjaomane õigusakt on nii ebaselge, et see takistab asjaosalistel jõuda piisava kindlusega selgusele õigusakti ulatuse või mõtte osas tekkinud kahtlustes.<sup>29</sup> Seega, isegi kui ei ole kahtlust, et direktiiv 2004/25 ei ole kriminaalõiguse akt, mis iseenesest kohustaks kohaldama kriminaalõiguses ja -menetluses tavaliselt kasutatavaid mõisteid, ei ole pelk tõsiasi, et müüjal ei ole võimalust täpselt ette näha, kui suur või mis laadi karistus iga konkreetse käitumisega kaasneb, vastuolus karistuste seaduslikkuse põhimõttega.<sup>30</sup>

27 Vt direktiivi 2004/25 põhjendus 3.

28 Vt nt kohtuotsused, 15.3.1990, komisjon vs. Madalmaad, C-339/87, EU:C:1990:119, punktid 6, 22 ja 25, ning 14.1.2010, komisjon vs. Tšehhi Vabariik, C-343/08, EU:C:2010:14, punkt 40.

29 Selle kohta vt kohtuotsus, 14.4.2005, Belgia vs. komisjon, C-110/03, EU:C:2005:223, punkt 31.

30 Selle kohta vt kohtuotsus, 18.7.2013, Schindler Holding jt vs. komisjon, C-501/11 P, EU:C:2013:522, punkt 58 ja seal viidatud kohtupraktika.

61. Kuigi aga eelmises punktis viidatud kohtupraktika on reeglina seotud mõne füüsilise isiku etteheitega, et õigus ei ole piisavalt selge, et selle põhjal ette näha mõne kindla käitumisviisiga kaasnevaid õiguslikke tagajärgi – mis tavaliselt ei ole vabandus (*ignorantia iuris non excusat*) –, ei aita see rahuldavalt lahendada küsimust olukorras, kus liikmesriigi kohus ise ei ole kindel, kuidas oma riigi õigusnorme tõlgendada (*iura non novit curia*). Kui Itaalia õiguses oleks valdav mõiste „sobing“ lai tõlgendamine, oleksid hinna kohandamise asjaolud „selgesti määratletud“. Eelotsusetaotluses aga on märgitud, et see nii ei ole.

62. Just seal näitabki direktiivi 2004/25 artikli 5 lõikes 4 kasutatav väljend „selgesti määratletud“, mis on kõigest õiguskindluse põhimõtte väljendus, oma tõelist sisu. Siseriiklikes kohandamiseskirjades võib muidugi kasutada mõisteid, mis ei ole täpselt määratletud, vaid arenevad liikmesriigi kohtute poolse tõlgendamise käigus aja jooksul välja. Selliste mõistete sisu aga ei saa muuta meelevaldselt pelgalt põhjusel, et liikmesriigi väärtpaberijärelevalve tahab kohaldada neid olukorras, mida need oma eelmise tõlgenduse kohaselt ei hõlmanud, ja samal ajal väita, et need on „selgesti määratletud“.<sup>31</sup> Sellise meelevaldsuse lubamine ohustaks direktiivi eesmärki tagada kogu liidus selgus ja avatus, ja mitte ainult ettevõtjate jaoks.

63. Seda illustreerib eelotsusetaotluse esitanud kohtu märkus oma taotluses, et kui direktiivi 2004/25 ei oleks, oleks ta MTP ja Lauro 61 apellatsioonkaebused rahuldanud. Tegelikult näitavad ainuüksi eelotsusetaotluse esitanud kohtu kahtlused küsimuses, kuidas on õige tõlgendada tema enda riigi õigusnorme, et vaidlusalused Itaalia õigusnormid ei ole direktiivi artikli 5 lõike 4 tähenduses niivõrd „selgesti määratletud“, et nende kohaselt oleks kõrgeima hinna reeglist kõrvalekaldumiseks võimalik mõiste „sobing“ lai tõlgendamine.

64. Eespool kirjeldatud arvesse võttes asun seisukohale, et direktiivi 2004/25 artikli 5 lõikega 4 on keelatud kohaldada sellist siseriiklikku õigusnormi, mis volitab liikmesriigi väärtpaberijärelevalvet ülevõtmispakkumises nimetatud hinda sobingu korral tõstma, olukorras, mida siis, kui direktiiv ei oleks kohaldatav, ei liigitataks siseriikliku õiguse kohaselt sobinguks.

65. Seepärast ei pea ma vajalikuks võtta seisukohta küsimuses, kas Pirelli aktsiate müügil – ja eelkõige aktsionäride kokkuleppe mõjul – on selge ja otsene seos tehinguga, mis tingis Lauro 61 kohustuse esitada ülevõtmispakkumine. See ülesanne, mis nõuab faktide ja tõendite kogumist, jääb lõpliku analüüsi tegemiseks igal juhul eelotsusetaotluse esitanud kohtule.

**IV. Ettepanek** Esitatud põhjendustest lähtudes teen Euroopa Kohtule ettepaneku vastata Consiglio di Stato (Itaalia kõrgeima halduskohtuna tegutsev riiginõukogu) eelotsuse küsimusele nii, et Euroopa Parlamendi ja nõukogu 21. aprilli 2004. aasta direktiivi 2004/25/EÜ ülevõtmispakkumiste kohta, mida on muudetud Euroopa Parlamendi ja nõukogu 11. märtsi 2009. aasta määrusega (EÜ) nr 219/2009, millega kohandatakse teatavaid asutamislepingu artiklis 251 sätestatud menetluse kohaseid õigusakte otsusega 1999/468/EÜ kontrollliga regulatiivmenetluse osas – Kontrolliga regulatiivmenetlusega kohandamine – 2. osa, artikli 5 lõiget 4 on õige tõlgendada nii, et selle sättega on vastuolus sellise siseriikliku õigusnormi kohaldamine, mis volitab siseriiklikku väärtpaberijärelevalvet kohandama ülevõtmispakkumises nimetatud hinda sobingu korral, mida siis, kui direktiiv ei oleks kohaldatav, ei liigitataks siseriikliku õiguse kohaselt sobinguks.

<sup>31</sup> Selle kohta vt kohtuotsus, 28.6.2005, Dansk Rørindustri jt vs. komisjon, C-189/02 P, C-202/02 P, C-205/02 P–C-208/02 P ja C-213/02 P, EU:C:2005:408, punktid 217 ja 218.