



## Zbierka súdnych rozhodnutí

ROZSUDOK SÚDNEHO DVORA (tretia komora)

z 20. júla 2017\*

„Návrh na začatie prejudiciálneho konania – Právo obchodných spoločností – Smernica 2004/25/ES – Ponuky na prevzatie – Článok 5 ods. 4 druhý pododsek – Možnosť upraviť cenu ponuky za podmienok a podľa kritérií, ktoré sú jasne určené – Vnútroštátna právna úprava stanovujúca možnosť orgánu dohľadu zvýšiť cenu ponuky na prevzatie v prípade kolúzie medzi navrhovateľom alebo osobami, ktoré s ním konajú v zhode, a jedným alebo viacerými predávajúcimi“

Vo veci C-206/16,

ktorej predmetom je návrh na začatie prejudiciálneho konania podľa článku 267 ZFEÚ, podaný rozhodnutím Consiglio di Stato (Štátna rada, Taliansko) z 10. novembra 2015 a doručený Súdnemu dvoru 13. apríla 2016, ktorý súvisí s konaním:

**Marco Tronchetti Provera SpA,**

**Antares European Fund Limited,**

**Antares European Fund II Limited,**

**Antares European Fund LP,**

**Luca Orsini Baroni,**

**UniCredit SpA,**

**Camfin SpA**

proti

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

za účasti:

**Camfin SpA,**

**Generali Assicurazioni Generali SpA,**

**Antares European Fund Limited,**

**Antares European Fund II Limited,**

**Antares European Fund LP,**

\* Jazyk konania: taliančina.

**Luca Orsini Baroni,**

**Marco Tronchetti Provera & C. SpA,**

**UniCredit SpA,**

SÚDNY DVOR (tretia komora),

v zložení: predseda tretej komory L. Bay Larsen, sudcovia M. Vilaras (spravodajca), J. Malenovský, M. Safjan a D. Šváby,

generálny advokát: N. Wahl,

tajomník: R. Schiano, referent,

so zreteľom na písomnú časť konania a po pojednávaní z 1. februára 2017,

so zreteľom na pripomienky, ktoré predložili:

- Camfin SpA, v zastúpení: A. Zoppini, G. M. Roberti a I. Perego, avvocati,
- Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob), v zastúpení: G. Randisi, S. Lopatriello, S. Providenti a A. Atripaldi, avvocati,
- talianska vláda, v zastúpení: G. Palmieri, splnomocnená zástupkyňa, za právnej pomoci P. Gentili a S. Fiorentino, avvocati dello Stato,
- Európska komisia, v zastúpení: V. Di Bucci a H. Støvlbæk, splnomocnení zástupcovia,

po vypočutí návrhov generálneho advokáta na pojednávaní 15. marca 2017,

vyhlásil tento

### **Rozsudok**

- 1 Návrh na začatie prejudiciálneho konania sa týka výkladu článku 5 ods. 4 druhého pododseku smernice Európskeho parlamentu a Rady 2004/25/ES z 21. apríla 2004 o ponukách na prevzatie (Ú. v. EÚ L 142, 2004, s. 12; Mim. vyd. 17/002, s. 20).
- 2 Tento návrh bol podaný v rámci štyroch sporov medzi viacerými talianskymi obchodnými spoločnosťami a Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob) (Národná komisia pre dohľad nad obchodnými spoločnosťami a burzou, Taliansko), ktorých predmetom je zákonnosť rozhodnutia Consob upraviť smerom nahor ponuku na prevzatie.

## Právny rámec

### Právo Únie

3 Podľa odôvodnení 1 až 3 a 9 smernice 2004/25:

„(1) V súlade s článkom [50] ods. 2 [písm.] g) [Zmluvy o FEÚ], je potrebné koordinovať určité ochranné opatrenia, ktoré členské štáty vyžadujú na ochranu záujmov spoločníkov a tretích osôb od obchodných spoločností, ktoré sa spravujú právom členského štátu a ktorých cenné papiere sú prijaté na obchodovanie na regulovanom trhu v členskom štáte, s cieľom zabezpečiť rovnocennosť týchto ochranných opatrení v cel[ej] [Európskej únii].

(2) Je potrebné chrániť záujmy majiteľov cenných papierov spoločností, ktoré sa spravujú právom členského štátu, keď sú tieto spoločnosti predmetom ponuky na prevzatie alebo zmien kontroly a aspoň pre niektoré z ich cenných papierov sú prijaté na obchodovanie na regulovanom trhu v členskom štáte.

(3) Je potrebné zabezpečiť jednoznačnosť a priehľadnosť v cel[ej] [Únii], pokiaľ ide o právne otázky, ktoré majú byť riešené v prípade ponuky na prevzatie, a zabrániť narušeniu modelov reštrukturalizácie spoločností v rámci [Únie] svojvoľnými rozdielmi v spôsobe správy a riadenia.

...

(9) Členské štáty by mali preto prijať potrebné opatrenia na ochranu majiteľov cenných papierov, najmä tých s menšinovým podielom po nadobudnutí kontroly nad ich spoločnosťou. Členské štáty by mali zabezpečiť takúto ochranu tak, že osobe, ktorá nadobudla kontrolu nad spoločnosťou, uložia povinnosť predložiť všetkým majiteľom cenných papierov tejto spoločnosti ponuku na odkúpenie všetkých ich podielov za primeranú cenu v súlade so všeobecnou definíciou. Členské štáty by mali mať možnosť ustanoviť ďalšie nástroje na ochranu záujmov majiteľov cenných papierov, napr. povinnosť vykonať čiastočnú ponuku, ak navrhovateľ nenadobúda kontrolu nad spoločnosťou, alebo povinnosť oznamovať ponuku v rovnakom čase ako je nadobudnutá kontrola spoločnosti.“

4 Článok 3 tejto smernice, nazvaný „Všeobecné zásady“, stanovuje:

„1. Na účely vykonávania tejto smernice, členské štáty zabezpečia, aby sa dodržiavali nasledovné zásady:

a) všetkým majiteľom cenných papierov cieľovej spoločnosti tej istej triedy sa musí poskytovať rovnocenné zaobchádzanie; navyše, ak osoba nadobudne kontrolu nad spoločnosťou, musia byť chránení ostatní majitelia cenných papierov;

b) majitelia cenných papierov cieľovej spoločnosti musia mať dostatočný čas a informácie, aby sa im umožnilo dospieť k rozhodnutiu o ponuke na základe dobrej informovanosti; ak sa majiteľom cenných papierov poskytuje poradenstvo, správny alebo riadiaci orgán cieľovej spoločnosti musí poskytnúť svoje názory na účinky realizácie ponuky na zamestnanosť, podmienky zamestnania a miesta podnikania spoločnosti;

c) správny alebo riadiaci orgán cieľovej spoločnosti musí konať v záujme spoločnosti ako celku a nesmie odoprieť majiteľom cenných papierov možnosť rozhodnúť podľa obsahu ponuky;

- d) nesmú sa vytvárať falošné trhy s cennými papiermi cieľovej spoločnosti, spoločnosti navrhovateľa alebo akejkoľvek inej spoločnosti dotknutej ponukou takým spôsobom, aby dochádzalo k umelému zvyšovaniu alebo poklesu ceny cenných papierov a aby sa narušilo obvyklé fungovanie trhov;
- e) navrhovateľ musí oznámiť ponuku iba po zabezpečení, že môže splniť akúkoľvek hotovostnú protihodnotu, ak je takáto ponúknutá, a po prijatí všetkých primeraných opatrení na zaistenie vykonania protihodnoty akéhokoľvek iného druhu;
- f) cieľovej spoločnosti sa nesmie brániť vo výkone jej činnosti dlhšie, ako je primerané ponukou na jej cenné papiere.

2. S cieľom zabezpečiť súlad so zásadami stanovenými v odseku 1 členské štáty:

- a) zabezpečia, aby sa dodržiavali minimálne požiadavky stanovené v tejto smernici;
- b) môžu stanoviť ďalšie prísnejšie podmienky a ustanovenia, ako sú ustanovenia tejto smernice na reguláciu ponúk.“

5 Článok 5 uvedenej smernice, nazvaný „Ochrana menšinových akcionárov, povinná ponuka a primeraná cena“, vo svojich odsekoch 1 až 4 stanovuje:

„1. Ak fyzická alebo právnická osoba v dôsledku svojho nadobudnutia alebo nadobudnutia osôb konajúcich v zhode s ňou, drží cenné papiere spoločnosti podľa článku 1 ods. 1, ktoré jej pripočítané k jej akýmkoľvek existujúcim držbám takýchto cenných papierov a držbám takýchto cenných papierov osôb konajúcich v zhode s ňou priamo alebo nepriamo poskytujú stanovené percento hlasovacích práv v tejto spoločnosti, ktoré má za následok jej kontrolu tejto spoločnosti, členské štáty zabezpečia, aby sa od takejto osoby požadovalo vykonanie ponuky ako prostriedok ochrany menšinových akcionárov tejto spoločnosti. Takáto ponuka je adresovaná čo najskôr majiteľom týchto cenných papierov pre všetky ich držby za primeranú cenu v zmysle odseku 4.

2. Ak bola získaná kontrola na základe vykonania dobrovoľnej ponuky všetkým majiteľom cenných papierov pre všetky ich držby v súlade s touto smernicou, povinnosť uviesť ponuku ustanovená v odseku 1 sa neuplatňuje.

3. Percento hlasovacích práv, ktoré poskytuje kontrolu na účely odseku 1, a metóda jeho výpočtu sa stanovujú v predpisoch členského štátu, v ktorom má spoločnosť svoje sídlo.

4. Najvyššia cena zaplatená za tie isté cenné papiere navrhovateľom alebo osobami konajúcimi v zhode s ním počas určitého obdobia, ktoré určujú členské štáty, a to aspoň šesť mesiacov a nie viac ako 12 pred ponukou uvedenou v odseku 1, sa považuje za primeranú cenu. Ak po zverejnení ponuky a pred uplynutím lehoty na prijatie ponuky navrhovateľ alebo iná osoba konajúca v zhode s ním nakúpi cenné papiere za cenu vyššiu ako za cenu ponuky, navrhovateľ zvýši svoju ponuku tak, aby nebola nižšia ako najvyššia cena zaplatená za takto nadobudnuté cenné papiere.

Ak sú dodržané všeobecné zásady uvedené v článku 3 ods. 1, členské štáty môžu povoliť svojim orgánom dohľadu upraviť cenu uvedenú v prvom pododseku za okolností a v súlade s kritériami, ktoré sú jasne určené. Na tento účel môžu zostaviť zoznam okolností, za ktorých môže byť upravená najvyššia cena smerom nahor alebo nadol, napríklad ak najvyššia cena bola stanovená dohodou medzi kupujúcim a predávajúcim, ak sa manipulovalo s trhovými cenami príslušných cenných papierov, ak trhové ceny všeobecne alebo určité trhové ceny boli ovplyvnené výnimočnými udalosťami alebo s cieľom umožniť záchranu spoločnosti v ťažkostiach. Môžu tiež určiť kritériá, ktoré sa uplatnia v takýchto prípadoch, napríklad priemernú trhovú cenu počas určitého obdobia, likvidačnú hodnotu spoločnosti alebo iné objektívne kritériá hodnotenia pravidla používané pri finančných analýzach.

Každé rozhodnutie orgánu dohľadu o úprave na primeranú cenu musí byť odôvodnené a zverejnené.“

### *Talianske právo*

- 6 Ustanovenie § 106 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 (legislatívny dekrét č. 58 – konsolidované znenie právnych predpisov o finančnom sprostredkovaní v zmysle článkov 8 a 21 zákona č. 52 zo 6. februára 1996), z 24. februára 1998 (riadna príloha ku GURI č. 71, z 26. marca 1998), v znení uplatniteľnom na skutkové okolnosti vo veci samej (ďalej len „TUF“), nazvaný „Ponuka na prevzatie všetkých akcií“, stanovuje:

„1. Každá osoba, ktorá v dôsledku prevzatí drží vyšší podiel než tridsať percent, predloží všetkým majiteľom cenných papierov ponuku na prevzatie pre všetky ich cenné papiere prijaté na obchodovanie na regulovanom trhu.

2. Pre každú triedu cenných papierov sa ponuka predloží v lehote dvadsiatich dní za cenu, ktorá nie je nižšia, než bola najvyššia cena zaplatená navrhovateľom alebo osobami konajúcimi v zhode s ním počas dvanástich mesiacov pred oznámením upraveným v § 102 [prvom pododseku] na účely nákupov cenných papierov rovnakej triedy. Ak nedošlo k odplatnému nákupu cenných papierov rovnakej triedy počas uvedenej doby, predloží sa ponuka pre túto triedu cenných papierov za cenu, ktorá nie je nižšia, než je vážená priemerná hodnota na trhu za posledných dvanásť mesiacov alebo za príslušné kratšie obdobie.

...

3. Consob upravuje nariadením prípady, v ktorých:

- a) držba upravená [v prvom pododseku] sa získa nákupom podielov v týchto spoločnostiach, ktorých kapitál prevažne tvoria cenné papiere vydané inou spoločnosťou v súlade s § 105 ods. 1;
- b) povinnosť predložiť ponuku vyplýva z nákupov vyšších než 5 % osobami, ktoré už držia podiel upravený v odseku 1, pričom nemajú väčšinu hlasovacích práv na riadnom valnom zhromaždení;
- c) sa ponuka, po prijatí odôvodneného rozhodnutia Consob, uvádza v nižšej cene, než je najvyššie zaplatená cena, pričom sa stanovujú kritéria pre určenie uvedenej ceny a za predpokladu, že je splnená aspoň jedna z týchto podmienok:
  - 1) trhové ceny ovplyvnili mimoriadne udalosti, alebo ak existujú dôvodné podozrenia, že sa s nimi manipulovalo;
  - 2) najvyššie zaplatená cena navrhovateľom alebo osobami konajúcimi v zhode s ním v období stanovenom v odseku 2 zodpovedá cene nákupných/predajných operácií s cennými papiermi, ktoré boli predmetom ponuky, operácií uskutočnených v trhových podmienkach a v rámci bežného riadenia svojej hlavnej činnosti, alebo zodpovedá cene nákupných/predajných operácií, na ktoré sa vzťahuje jedno z oslobodení upravených v odseku 5;
- d) sa ponuka, po prijatí odôvodneného rozhodnutia Consob, uvádza vo vyššej cene, než je najvyššia zaplatená cena, ak je to nevyhnutné na ochranu investorov a je splnená aspoň jedna z nasledujúcich podmienok:
  - 1) navrhovateľ alebo osoby, ktoré s ním konajú v zhode, stanovili cenu za prevzatie cenných papierov vyššiu, než bola cena zaplatená za prevzatie cenných papierov rovnakej triedy;
  - 2) došlo ku kolúzii medzi navrhovateľom alebo osobami, ktoré s ním konajú v zhode, a jedným alebo viacerými predávajúcimi;
  - 3) ...
  - 4) ak existuje dôvodné podozrenie, že s trhovými cenami sa manipulovalo.

3a. Consob môže s prihliadnutím na vlastnosti vydaných finančných nástrojov stanoviť nariadením prípady, v ktorých povinnosť vykonať ponuku vyplýva z prevzatí, ktoré vedú k spoločnej držbe cenných papierov a iných finančných nástrojov, ktorá zakladá hlasovacie právo v záležitostiach uvedených v § 105 v rozsahu, v akom môže priznať celkový počet hlasov rovnajúci sa hlasovaciemu právu akejkoľvek osoby, ktorá drží podiel uvedený v odseku 1.

3b. Opatrenia upravené [v písm.] c) a d) odseku 3 sa uverejnia spôsobmi upravenými v nariadení uvedenom v § 103 pododseku 4 [písm.] f).

...“

- 7 Rozhodnutím č. 11971 zo 14. mája 1999 Consob prijala regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti (vykonávacia vyhláška k legislatívnemu dekrétu č. 58 z 24. februára 1998 o regulácii emitentov), ktorá bola následne viackrát zmenená (ďalej len „vyhláška o emitentoch“). Článok 47g tejto vyhlášky, nazvaný „Zvýšenie ceny v prípade kolúzie“, vo svojom odseku 1 stanovuje:

„Consob upraví cenu ponuky smerom nahor podľa § 106 ods. 3 [písm.] d) bodu 2 [TUF], ak je na základe preukázanej kolúzie medzi navrhovateľom a osobami, ktoré s ním konajú v zhode, a jedným alebo viacerými predávajúcimi zrejme, že došlo k dohode o vyššej cene, než akú uvádza navrhovateľ. V tomto prípade sa cena ponuky zvyšuje na úroveň preukázanej ceny.“

### **Spor vo veci samej a prejudiciálna otázka**

- 8 Marco Tronchetti Provera & C. SpA (ďalej len „MTP“) založila prostredníctvom sprostredkujúcich spoločností Lauro Sessantuno SpA (ďalej len „Lauro 61“) s cieľom nadobudnutia väčšiny akcií spoločnosti Camfin SpA, holdingová spoločnosť, ktorá priamo nevykonáva priemyselnú činnosť, ale dosahuje svoje zisky prostredníctvom podnikov, v ktorých vlastní základné imanie. Medzi tieto podniky patrí Pirelli & C. SpA (ďalej len „Pirelli“), v ktorej Camfin vlastní 26,19 % hlasovacích práv.
- 9 Dňa 5. júna 2013 Lauro 61 zverejnila na trhu ponuku na prevzatie všetkých kmeňových akcií spoločnosti Camfin za jednotkovú cenu 0,80 eura za akciu, pričom išlo o najvyššie zaplatenú cenu v predchádzajúcich dvanástich mesiacoch v súlade s § 106 ods. 2 TUF. Ponuka na prevzatie bola povinná z dôvodu držby 60,99 % podielu na základnom imaní spoločnosti Camfin spoločnosťou Lauro 61 po tom, ako získala viaceré priame podiely od iných akcionárov spoločnosti Camfin, medzi ktoré patrí Malacalza Investimenti Srl (ďalej len „MCI“).
- 10 Súčasne s ponukou na prevzatie Lauro 61 informovala trh o zrušení existujúcich dohôd medzi spoločnosťami MTP a MCI týkajúcich sa predovšetkým spoločnosti Camfin. MCI oznámila trhu, že svoje akcie, ktoré držala v tejto spoločnosti, predala a vykonala odlišnú operáciu, a to, že získala 6,98 % podiel na základnom imaní spoločnosti Pirelli od dvoch spoločností, ktoré boli spoločne s Camfin a jej ďalšími dôležitými akcionármi signatármi dohody o blokácii (ďalej len „dohoda Pirelli“), pričom táto dohoda poverila postupcov, aby z nej vyňali všetky alebo niektoré svoje blokované akcie.
- 11 K úspešnému prevzatiu došlo 11. októbra 2013, keď sa Lauro 61 stala jediným vlastníkom základného imania spoločnosti Camfin.
- 12 Consob medzitým na podnet niektorých menšinových akcionárov spoločnosti Camfin začala 12. septembra 2013 konanie o zvýšení ceny predovšetkým na základe § 106 ods. 3 písm. d) bodu 2 TUF a § 47g vyhlášky o emitentoch.



- 13 Consob v rozhodnutí č. 18662 z 25. septembra 2013 konštatovala, že došlo ku kolúzii medzi Lauro 61 a ostatnými osobami, ktoré s ňou konajú v zhode, na jednej strane a MCI na druhej strane, ktorá umožnila spoločnosti MCI predat spoločnosti Lauro 61 akcie spoločnosti Camfin za cenu 0,80 eura za akciu, a ako protihodnotu získať od signatárov dohody Pirelli akcie Pirelli za cenu 7,80 eura za akciu, čo bola nižšia cena, než cena, ktorá vyplývala z trhovej hodnoty 8 eur za akciu. V súvislosti s výhodou, ktorú tak MCI získala, Consob rozhodla, že cenu za akciu Camfin treba zvýšiť na 0,83 eura (ďalej len „rozhodnutie č. 18662“).
- 14 Na Tribunale amministrativo regionale per il Lazio (Krajský správny súd Lazio, Taliansko) bolo podaných niekoľko žalôb na zrušenie rozhodnutia č. 18662. V rámci niektorých žalôb sa tvrdilo, že § 106 ods. 3 písm. d) bod 2 TUF a § 47g vyhlášky o emitentoch sa neuplatnia z dôvodu, že sú v rozpore s článkom 5 ods. 4 smernice 2004/25.
- 15 Tribunale amministrativo regionale per il Lazio (Krajský správny súd Lazio) jednotlivé žaloby zamietol. Podľa tohto súdu predstavuje konštatovanie existencie kolúzneho dohody iba predpoklad na to, aby Consob vykonala svoju právomoc upraviť cenu, ktorej výlučným cieľom je opätovné nastolenie spravodlivej situácie na účely ochrany menšinových akcionárov spoločnosti Camfin, čo by im umožnilo získať rovnakú výhodu, akú získal majiteľ významného kontrolného podielu. Vychádzal tiež z toho, že podmienky na predloženie prejudiciálnej otázky Súdnemu dvoru neboli splnené, pretože právna úprava Únie nevyvoláva pochybnosť o odpovedi, ktorú treba poskytnúť.
- 16 Pokiaľ ide o dôvodnosť rozhodnutia č. 18662, tento súd rozhodol, že nebolo potrebné, aby Consob preukázala, že úmyslom konania strán bolo obísť právnú úpravu v oblasti ponuky na prevzatie, ale len že konanie mohlo objektívne tento účinok spôsobiť z dôvodu, že MCI bola poskytnutá vyššia protihodnota, než bola protihodnota deklarovaná na účely ponuky na prevzatie, teda pre nadobudnutie akcií Pirelli za zníženú cenu. Vnútroštátny súd vo svojej celkovej analýze záujmov rôznych zúčastnených hospodárskych subjektov rozhodol, že dohoda s MCI predstavovala cieľ, ktorý sledovali signatári dohody Pirelli, ktorí uskutočňovali operácie na účely prevzatia Camfin, ale tiež všetci ostatní signatári dohody, ktorí boli osobami, ktoré objektívne mali záujem na uzavretí komplexnej dohody medzi MTP a MCI.
- 17 Spoločnosti, ktoré na prvom stupni neuspeli, sa proti rozsudkom, ktoré sa ich týkali, odvolali na Consiglio di Stato (Štátna rada, Taliansko).
- 18 Vnútroštátny súd najprv pripomína samotný účel ustanovení týkajúcich sa určenia ceny povinnej ponuky na prevzatie, a uvádza hlavné úvahy prvostupňových rozsudkov. Ďalej predstavuje podstatu tvrdení žalobcov v konaní vo veci samej, podľa ktorých neexistencia povinnosti konštatovať, že pri kolúzii existoval úmysel u všetkých zúčastnených, priznáva orgánu dohľadu neobmedzenú diskrečnú právomoc pri posúdení konaní navrhovateľa a predajcu, ako aj tretích osôb pôsobiacich na trhu. Podľa nich je taká diskrečná právomoc nezlučiteľná s požiadavkou istoty pri *ex ante* definícii relevantných konaní na účely zvýšenia ceny ponuky na prevzatie.
- 19 Vnútroštátny súd uvádza, že v rôznych oblastiach talianskeho práva existujú ustanovenia, ktoré kvalifikujú niektoré kolúzne konania, a v ktorých má tento pojem význam „tajnej a podvodnej dohody, ktorá poškodzuje tretie osoby a obchádza kogentné zákonné ustanovenia“, čo vyžaduje existenciu úmyslu v prípade všetkých účastníkov dohody. Ak sa však tento pojem ako taký uplatní v právnej oblasti dotknutej v konaní vo veci samej, treba podľa názoru vnútroštátneho súdu odvolacím dôvodom vyhovieť, pretože spoločnosti, ktoré postúpili svoje podiely v Pirelli na MCI, sa nezúčastnili žiadnej podvodnej a tajnej dohody.
- 20 Vnútroštátny súd však poukazuje na osobitosť právnej oblasti dotknutej v konaní vo veci samej, ktorá je daná regulačnou a nie represívnou povahou právomoci úpravy ceny priznanej Consob, a ktorá môže v tejto právnej oblasti brániť jasnému a jednoduchému prebratiu významu pojmu „kolúzia“, ako existuje v iných oblastiach talianskeho práva. Vnútroštátny súd okrem toho zdôrazňuje, že v práve

hospodárskej súťaže a súvisiacej právnej úprave trhu môže byť pojem „zakázaná dohoda“ tiež vyvedený zo zdanlivo samostatných konaní hospodárskych subjektov v prípade, keď tieto konania objektívne vedú k účinku, ktorý zákon zakazuje. Z toho by vyplývalo, ako rozhodol Tribunale amministrativo regionale per il Lazio (Krajský správny súd Lazio), že na účely konštatovania existencie kolúzie nie je potrebné, aby orgán preukázal, že cieľom konania strán bolo obísť právnu úpravu v oblasti ponuky na prevzatie.

- 21 Vnútroštátny súd, podobne ako účastníci konania vo veci samej, sa však pýta, či z dôvodu svojej neurčitosti je pojem „kolúzia“, ako sa nachádza v TUF a vyhláške o emitentoch, v rozpore so zásadou istoty podmienok pre uplatnenie právomoci vnútroštátnych orgánov upraviť cenu ponuky na prevzatie, ktorá je stanovená v článku 5 ods. 4 druhom pododseku smernice 2004/25. Poznomenáva, že účastníci trhu kótovanej spoločnosti nemohli uskutočniť predbežné posúdenia konaní, ktoré treba prijať pred ponukou na prevzatie, čo by znamenalo, že konania, ktoré boli *ex ante* posúdené ako neutrálne a legálne, by mohli byť *ex post* kvalifikované, na základe zmeny kvalifikácie zameranej výlučne na objektívne účinky komplexnejšej situácie, ktorá nebola hospodárskym subjektom a zapojeným osobám známa, ako kolúzne konania odôvodňujúce zvýšenie ceny ponuky na prevzatie.
- 22 Za týchto podmienok vnútroštátny súd rozhodol prerušiť konanie a položiť Súdnemu dvoru túto prejudiciálnu otázku:

„Bráni správne uplatňovaniu článku 5 ods. 4 druhého pododseku smernice 2004/25, v súvislosti so všeobecnými zásadami stanovenými v článku 3 ods. 1 tejto smernice, a tiež správne uplatňovaniu všeobecných zásad práva Únie, akými sú zásady právnej istoty, ochrany legitímnej dôvery, proporcionality, primeranosti, transparentnosti a nediskriminácie, vnútroštátna právna úprava, akú predstavujú § 106 ods. 3 písm. d) bod 2 TUF a § 47g vyhlášky o emitentoch, a to v časti, v ktorej uvedené vnútroštátne ustanovenia oprávňujú Consob, aby zvýšila cenu ponuky na prevzatie podľa uvedeného § 106 za predpokladu, že „došlo ku kolúzii medzi navrhovateľom alebo osobami, ktoré s ním konajú v zhode, a jedným alebo viacerými predávajúcimi“, pričom nešpecifikujú konanie, vedúce k naplneniu tejto skutkovej podstaty, čiže jasne neurčujú okolnosti a kritériá, za ktorých je Consob oprávnená upraviť cenu ponuky na prevzatie smerom nahor?“

### O prejudiciálnej otázke

- 23 Svojou prejudiciálnou otázkou sa vnútroštátny súd v podstate pýta, či sa má článok 5 ods. 4 druhý pododsek smernice 2004/25 vykladať v tom zmysle, že bráni takej vnútroštátnej právnej úprave, ktorá je dotknutá v konaní vo veci samej, ktorá oprávňuje vnútroštátny orgán dohľadu zvýšiť cenu ponuky na prevzatie v prípade kolúzie, pričom nešpecifikuje konania, ktoré charakterizujú tento pojem.
- 24 Ako vyplýva z jej odôvodnení 1 až 3 a 9, cieľom smernice 2004/25 je ochrana záujmov majiteľov cenných papierov spoločností, ktorých kontrolu prevzala fyzická alebo právnická osoba, a v tejto súvislosti smeruje k zabezpečeniu jednoznačnosti a priehľadnosti pravidiel v oblasti ponuky na prevzatie.
- 25 Táto smernica v tejto súvislosti v súlade s jej článkom 1 ods. 1 stanovuje opatrenia koordinujúce zákony členských štátov týkajúce sa ponuky na prevzatie pre cenné papiere spoločností, ktoré sa spravujú právom jedného z členských štátov, ak sú všetky alebo niektoré z týchto cenných papierov prijaté na obchodovanie na regulovanom trhu.
- 26 Článok 3 ods. 1 uvedenej smernice kvalifikuje zásady relevantné pre uplatňovanie uvedenej smernice ako všeobecné zásady (pozri v tomto zmysle rozsudok z 15. októbra 2009, Audiolux a i., C-101/08, EU:C:2009:626, bod 51). Medzi tieto zásady patrí zásada, podľa ktorej musia byť majitelia cenných papierov chránení, ak určitá osoba nadobudne kontrolu v spoločnosti.



- 27 S cieľom zabezpečiť dodržanie uvedených zásad stanovuje článok 3 ods. 2 písm. a) a b) smernice 2004/25, že členské štáty jednak zabezpečia, aby sa dodržiavali minimálne požiadavky stanovené v tejto smernici, a jednak môžu stanoviť ďalšie prísnejšie podmienky a ustanovenia, ako sú ustanovenia uvedenej smernice na reguláciu ponúk.
- 28 Pod názvom „Ochrana menšinových akcionárov, povinná ponuka a primeraná cena“ článok 5 tej istej smernice upravuje na účely ochrany záujmov majiteľov cenných papierov spoločností predovšetkým dve pravidlá, ktoré majú členské štáty povinnosť uplatniť a jedno, ktoré sa môžu rozhodnúť uplatniť.
- 29 Po prvé článok 5 ods. 1 smernice 2004/25 stanovuje zásadu povinnej ponuky prevzatia cenných papierov dotknutej spoločnosti. Upravuje tak, že ak fyzická alebo právnická osoba v dôsledku svojho nadobudnutia alebo nadobudnutia osôb konajúcich v zhode s ňou drží cenné papiere spoločnosti, ktoré patria do pôsobnosti tejto smernice, a ktoré pripočítané k jej akýmkoľvek existujúcim držbám takýchto cenných papierov a držbám takýchto cenných papierov osôb konajúcich v zhode s ňou priamo alebo nepriamo poskytujú stanovené percento hlasovacích práv v tejto spoločnosti, ktoré má za následok jej kontrolu, členské štáty zabezpečia, aby sa od takejto osoby požadovalo vykonanie ponuky ako prostriedok ochrany menšinových akcionárov tejto spoločnosti, pričom táto ponuka sa musí týkať všetkých držíeb týchto akcionárov za primeranú cenu definovanú v článku 5 ods. 4 uvedenej smernice.
- 30 Potom, aby sa zabezpečila tiež ochrana menšinových akcionárov spoločnosti, na ktorú sa vzťahuje ponuka na prevzatie, považuje článok 5 ods. 4 prvý pododsek smernice 2004/25 za primeranú cenu najvyššiu cenu, ktorú za tie isté cenné papiere zaplatí navrhovateľ alebo osoby konajúce v zhode s ním počas obdobia, ktoré určia členské štáty ako obdobie aspoň šesť mesiacov a nie viac ako dvanásť mesiacov pred ponukou uvedenou v článku 5 odseku 1 tejto smernice.
- 31 Napokon článok 5 ods. 4 druhý pododsek smernice 2004/25 upravuje, že ak sú dodržané všeobecné zásady uvedené v článku 3 ods. 1, členské štáty môžu povoliť svojim orgánom dohľadu, uvedeným v článku 4 tejto smernice, upraviť primeranú cenu uvedenú v prvom pododseku za okolností a v súlade s kritériami, ktoré sú jasne určené. Na tieto účely môžu členské štáty jednak zostaviť zoznam okolností, za ktorých môže byť upravená primeraná cena smerom nahor alebo nadol, a jednak určiť kritériá, ktoré sa uplatnia v takýchto prípadoch, pričom sa spresňuje, že tieto okolností a kritériá musia byť jasne určené. Príklady týchto okolností a týchto kritérií sú uvedené v článku 5 ods. 4 druhom pododseku uvedenej smernice.
- 32 Z týchto ustanovení vyplýva, že ak sa členský štát rozhodol povoliť orgánu dohľadu upraviť primeranú cenu definovanú v článku 5 ods. 4 prvom pododseku smernice 2004/25 s cieľom stanoviť cenu, za ktorú sa má predložiť ponuka na prevzatie, výkon tejto právomoci úpravy ceny sa musí uskutočniť pri dodržaní hlavných zásad upravených v článku 3 ods. 1 tejto smernice.
- 33 V tejto súvislosti, pokiaľ členský štát v súlade s článkom 5 ods. 4 druhým pododsekom uvedenej smernice stanoví určité okolnosti, pri ktorých možno vykonať uvedenú právomoc úpravy ceny, musí osobitne zohľadniť zásadu ochrany záujmov majiteľov cenných papierov spoločnosti, nad ktorými nadobudla kontrolu fyzická alebo právnická osoba, ako je stanovené v uvedenom článku 3 ods. 1.
- 34 Na prejudiciálnu otázku preto treba odpovedať s prihliadnutím na tieto úvahy.
- 35 Z návrhu na začatie prejudiciálneho konania vyplýva, že rozsah otázky je dvojaký. Na jednej strane sa vnútroštátny súd pýta, či abstraktný právny koncept, ktorý neodkazuje na presne určené konania, môže predstavovať jasne určenú okolnosť v zmysle článku 5 ods. 4 druhého pododseku smernice 2004/25. Na druhej strane sa pýta, či okolnosť, že ten istý koncept má rôzny význam v iných oblastiach vnútroštátneho práva, ako je právna úprava dotknutá v konaní vo veci samej, môže mať vplyv na odpoveď, ktorú treba poskytnúť na prvú otázku.

- 36 V prejednávacom prípade vyplýva z vnútroštátneho rozhodnutia, že právna úprava dotknutá v konaní vo veci samej poníma „kolúziu medzi navrhovateľom alebo osobami, ktoré s ním konajú v zhode, a jedným alebo viacerými predávajúcimi“ ako jednu z určených okolností, pri ktorých môže orgán dohľadu upraviť smerom nahor primeranú cenu ponuky na prevzatie.
- 37 Po prvé treba konštatovať, že článok 5 ods. 4 druhý pododsek smernice 2004/25 zveruje členským štátom diskrečnú právomoc na definovanie okolností, za ktorých ich orgány dohľadu môžu upraviť primeranú cenu, avšak za podmienky, že tieto okolnosti sú jasne určené.
- 38 Toto ustanovenie uvádza, že členské štáty môžu zostaviť zoznam takých okolností, a v tejto súvislosti uvádza viacero príkladov, ktoré pre ilustráciu okolností, ktoré môžu odôvodniť úpravu primeranej ceny smerom nahor alebo nadol, odkazujú na všeobecné formulácie, akými sú dohoda medzi kupujúcim a predávajúcim, výnimočné udalosti alebo manipulácia s cenou dotknutých cenných papierov.
- 39 V takom kontexte, ako to v podstate uviedol generálny advokát v bodoch 52 a 53 svojich návrhov, sa článok 5 ods. 4 druhý pododsek smernice 2004/25 nemôže vykladať tak, že bráni tomu, aby členský štát v právnej úprave, ktorú prijíma na účely prebratia tohto ustanovenia, použil abstraktný právny pojem, akým je v prejednávacom prípade pojem „kolúzia“, ako jasne určenú okolnosť v zmysle uvedeného ustanovenia.
- 40 Okrem toho použitie abstraktného právneho pojmu neznamená, že vnútroštátne právna norma, ktorá ho obsahuje, trpí takou nejednoznačnosťou, ktorá vytvára prekážku tomu, aby tento členský štát mohol s dostatočnou určitosťou vyriešiť prípadné pochybnosti o rozsahu alebo význame uvedenej normy (pozri v tomto zmysle rozsudok zo 14. apríla 2005, Belgicko/Komisia, C-110/03, EU:C:2005:223, bod 31).
- 41 Je pravda, že ako zásada právnej istoty, tak aj potreba zabezpečiť úplnú uplatniteľnosť smerníc z právneho a nielen zo skutkového hľadiska si vyžaduje, aby všetky členské štáty prebrali predmetné ustanovenia smernice v jasnom, presnom a transparentnom právnom rámci, stanovujúcom záväzné ustanovenia v oblasti, ktorá je predmetom tejto smernice (rozsudky zo 16. novembra 2000, Komisia/Grécko, C-214/98, EU:C:2000:624, bod 23, a zo 14. januára 2010, Komisia/Česká republika, C-343/08, EU:C:2010:14, bod 40).
- 42 Tieto požiadavky však nemožno chápať ako nariaďujúce, aby norma, ktorá používa abstraktný právny pojem, uviedla rôzne konkrétne príklady, v ktorých sa tento pojem uplatní, keďže všetky tieto príklady nemôže normotvorca vopred určiť.
- 43 Článok 5 ods. 4 druhý pododsek smernice 2004/25 preto nemožno vykladať tak, že vyžaduje, aby členský štát, ktorý vo svojej právnej úprave prijateľ na účely prebratia tohto ustanovenia upravuje ako v konaní vo veci samej „kolúziu medzi navrhovateľom alebo osobami, ktoré s ním konajú v zhode, a jedným alebo viacerými predávajúcimi“ ako jednu z jasne určených okolností v zmysle uvedeného ustanovenia, aby špecifikoval konania charakterizujúce takú kolúziu.
- 44 Po druhé sa vnútroštátny súd pýta, či článok 5 ods. 4 druhý pododsek tejto smernice bráni tomu, aby členský štát odkázal na účely definovania jednej z okolností, pri ktorých môže byť primeraná cena upravená, na pojem „kolúzia“, ktorý má v kontexte právnej úpravy dotknutej vo veci samej iný význam, než má v iných oblastiach vnútroštátneho práva.
- 45 Keďže toto ustanovenie sleduje cieľ ochrany majiteľov cenných papierov spoločnosti, na ktorú sa vzťahuje ponuka na prevzatie, a predovšetkým ochrany menšinových akcionárov, ktorý je zakotvený v smernici 2004/25 a uvedený v bodoch 24 až 33 tohto rozsudku, ak členský štát použije pojem, akým je pojem „kolúzie“, na definovanie jednej z okolností, pri ktorých môže byť primeraná cena upravená,

okolnosť, že tento pojem má iný zmysel v ostatných oblastiach vnútroštátneho práva, nebráni tomu, aby, ak sa použije v kontexte vnútroštátnej právnej úpravy týkajúcej sa ponuky na prevzatie, mohol byť považovaný za spĺňajúci požiadavky článku 5 ods. 4 druhého pododseku tejto smernice.

- 46 S prihliadnutím na uvedené skutočnosti musia členské štáty na účely splnenia požiadavky právnej istoty dohliadať na to, aby sa výklad, ktorý treba poskytnúť takému pojmu v oblasti ponuky na prevzatie, mohol vyvodiť dostatočne jasným, presným a predvídateľným spôsobom z dotknutej vnútroštátnej právnej úpravy prostredníctvom výkladových metód uznaných vnútroštátnym právom.
- 47 Je úlohou vnútroštátneho súdu, aby preskúmal, či je to tak v prípade pojmu „kolúzia“ v kontexte právnej úpravy dotknutej vo veci samej.
- 48 Z vyššie uvedených úvah vyplýva, že článok 5 ods. 4 druhý pododsek smernice 2004/25 sa má vykladať v tom zmysle, že nebráni vnútroštátnej právnej úprave, akou je tá v konaní vo veci samej, ktorá oprávňuje vnútroštátny orgán dohľadu zvýšiť cenu ponuky na prevzatie v prípade „kolúzie“, pričom nešpecifikuje konania, ktoré tento pojem charakterizujú, za predpokladu, že výklad uvedeného pojmu možno prostredníctvom výkladových metód uznaných vnútroštátnym právom vyvodiť dostatočne jasným, presným a predvídateľným spôsobom z tejto právnej úpravy.

## O trovách

- 49 Vzhľadom na to, že konanie pred Súdny dvorom má vo vzťahu k účastníkom konania vo veci samej incidenčný charakter a bolo začaté v súvislosti s prekážkou postupu v konaní pred vnútroštátnym súdom, o trovách konania rozhodne tento vnútroštátny súd. Iné trovy konania, ktoré vznikli v súvislosti s predložením pripomienok Súdnemu dvoru a nie sú trovami uvedených účastníkov konania, nemôžu byť nahradené.

Z týchto dôvodov Súdny dvor (tretia komora) rozhodol takto:

**Článok 5 ods. 4 druhý pododsek smernice Európskeho parlamentu a Rady 2004/25/ES z 21. apríla 2004 o ponukách na prevzatie sa má vykladať v tom zmysle, že nebráni vnútroštátnej právnej úprave, akou je tá v konaní vo veci samej, ktorá oprávňuje vnútroštátny orgán dohľadu zvýšiť cenu ponuky na prevzatie v prípade „kolúzie“, pričom nešpecifikuje konania, ktoré tento pojem charakterizujú, za predpokladu, že výklad uvedeného pojmu možno prostredníctvom výkladových metód uznaných vnútroštátnym právom vyvodiť dostatočne jasným, presným a predvídateľným spôsobom z tejto právnej úpravy.**

Podpisy