



Zbirka odločb sodne prakse

SODBA SODIŠČA (tretji senat)

z dne 20. julija 2017 *

„Predhodno odločanje – Pravo družb – Direktiva 2004/25/ES – Ponudbe za prevzem – Člen 5(4), drugi pododstavek – Možnost spremembe cene ponudbe v jasno določenih okoliščinah in v skladu z jasno določenimi merili – Nacionalna ureditev, ki določa možnost nadzornega organa, da zviša ceno ponudbe za prevzem, če je prišlo do nezakonitega dogovora med ponudnikom ali osebami, ki z njim delujejo usklajeno, in enim ali več prodajalci“

V zadevi C-206/16,

katere predmet je predlog za sprejetje predhodne odločbe na podlagi člena 267 PDEU, ki ga je vložilo Consiglio di Stato (državni svet, Italija) z odločbo z dne 10. novembra 2015, ki je na Sodišče prispela 13. aprila 2016, v postopku

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),

ob udeležbi

Camfin SpA

Generali Assicurazioni Generali SpA,

Antares European Fund Limited,

Antares European Fund II Limited,

Antares European Fund LP,

* Jezik postopka: italijanščina.

Luca Orsini Baroni,

Marco Tronchetti Provera & C. SpA,

UniCredit SpA,

SODIŠČE (tretji senat),

v sestavi L. Bay Larsen, predsednik senata, M. Vilaras (poročevalec), J. Malenovský, M. Safjan in D. Šváby, sodniki,

generalni pravobranilec: N. Wahl,

sodni tajnik: R. Schiano, administrator,

na podlagi pisnega postopka in obravnave z dne 1. februarja 2017,

ob upoštevanju stališč, ki so jih predložili:

- za Camfin SpA A. Zoppini, G. M. Roberti in I. Perego, odvetniki,
- za Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob) G. Randisi, S. Lopatriello, S. Providenti in A. Atripaldi, odvetniki,
- za italijansko vlado G. Palmieri, agentka, skupaj s P. Gentilijem in S. Fiorentinom, avvocati dello Stato,
- za Evropsko komisijo V. Di Bucci in H. Støvlbæk, agenta,

po predstavitvi sklepnih predlogov generalnega pravobranilca na obravnavi 15. marca 2017

izreka naslednjo

Sodbo

- 1 Predlog za sprejetje predhodne odločbe se nanaša na razlago člena 5(4), drugi pododstavek, Direktive Evropskega parlamenta in Sveta 2004/25/ES z dne 21. aprila 2004 o ponudbah za prevzem (UL, posebna izdaja v slovenščini, poglavje 17, zvezek 2, str. 20).
- 2 Ta predlog je bil vložen v okviru štirih sporov med italijanskimi gospodarskimi družbami in Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob) (nacionalna komisija za družbe in borzo, Italija) glede zakonitosti sklepa te komisije o povišanju cene ponudbe za prevzem.

Pravni okvir

Pravo Unije

3 V uvodnih izjavah od 1 do 3 in 9 Direktive 2004/25 je navedeno:

- „(1) V skladu s členom [50](2)(g) [PDEU] je potrebno uskladiti nekatere nadzorne ukrepe, ki jih države članice zaradi varovanja interesov članov in ostalih zahtevajo od družb, za katere velja zakonodaja države članice in katerih vrednostni papirji so sprejeti v trgovanje na reguliranem trgu v državi članici, z namenom uvedbe enakovrednih nadzornih ukrepov v vsej [Evropski uniji].
- (2) Treba je zaščititi interese imetnikov vrednostnih papirjev družb, za katere velja zakonodaja države članice, kadar so te družbe predmet ponudb za prevzem ali spremembe kontrole in je vsaj del njihovih vrednostnih papirjev sprejet v trgovanje na reguliranem trgu države članice.
- (3) Treba je uvesti jasnost in preglednost v vsej [Uniji] glede pravnih vprašanj, ki naj se rešujejo pri ponudbah za prevzem, in preprečiti, da bi vzorce prestrukturiranja družb v [Uniji] izkrivljale arbitrarne razlike v kulturi vodenja in upravljanja.

[...]

- (9) Države članice sprejmejo potrebne ukrepe za zaščito imetnikov vrednostnih papirjev, zlasti tistih z manjšinskim deležem, kadar pride do prevzema kontrole nad njihovimi družbami. Države članice takšno zaščito zagotovijo tako, da obvežejo osebo, ki si je pridobila kontrolo nad družbo, naj vsem imetnikom vrednostnih papirjev te družbe ponudi odkup vseh njihovih vrednostnih papirjev, za pravično ceno skladno s skupno opredelitvijo. Države članice lahko prosto uvedejo nadaljnje instrumente za varovanje interesov imetnikov vrednostnih papirjev, kot na primer obveznost do delne ponudbe, ko ponudnik ne prevzame kontrole nad družbo, ali obveznost najave ponudbe v trenutku prevzema kontrole nad družbo.“

4 Člen 3 te direktive, naslovljen „Splošna načela“, določa:

„1. Za izvajanje te direktive države članice zagotovijo spoštovanje naslednjih načel:

- (a) vsi imetniki vrednostnih papirjev istega razreda ciljne družbe se morajo obravnavati enako; poleg tega je treba v primeru, ko oseba pridobi kontrolo nad družbo, druge imetnike vrednostnih papirjev zaščititi;
- (b) imetniki vrednostnih papirjev ciljne družbe morajo imeti na voljo dovolj časa in zadosti informacij za sprejem odločitve o ponudbi na podlagi zadostnega poznavanja dejanskega stanja; kadar uprava ciljne družbe svetuje imetnikom vrednostnih papirjev, mora podati svoja stališča glede vpliva ponudbe na zaposlovanje, pogoje zaposlovanja in sedeže poslovanja družbe;
- (c) uprava ciljne družbe mora delovati v interesu družbe v celoti in imetnikom vrednostnih papirjev ne sme odreči možnosti za odločitev glede vsebine ponudbe;
- (d) pri trgovanju z vrednostnimi papirji ciljne družbe, družbe ponudnika ali katerekoli druge družbe, ki jo zadeva ponudba, ne sme priti do tržnih nepravilnosti tako, da porast ali upad cen vrednostnih papirjev postane umeten, normalno delovanje trga pa izkrivljeno;
- (e) ponudnik mora ponudbo objaviti šele po zagotovitvi, da lahko v celoti izvrši vse denarne prejemke, če so ponujeni, in po sprejemu vseh razumnih ukrepov za zagotovitev izvršitve katerekoli druge vrste prejemka;

(f) ciljna družba zaradi ponudbe za njene vrednostne papirje ne sme biti ovirana pri izvajanju poslovanja, kot je to razumno določeno.

2. Z namenom zagotavljanja skladnosti z načeli iz prvega odstavka države članice:

(a) zagotovijo spoštovanje minimalnih zahtev iz te direktive;

(b) lahko za urejanje ponudb določijo dodatne pogoje in določbe, strožje od pogojev in določb iz te direktive.“

5 Člen 5 navedene direktive, naslovljen „Zaščita manjšinskih delničarjev, obvezna ponudba in pravična cena“, v odstavkih od 1 do 4 določa:

„1. Kadar ima fizična ali pravna oseba po lastni pridobitvi ali po pridobitvi oseb, ki z njo delujejo usklajeno, vrednostne papirje družbe iz člena 1(1), ki ji skupaj z deležem teh vrednostnih papirjev, ki jih že ima ali ki ga že imajo osebe, ki z njo delujejo usklajeno, posredno ali neposredno dajejo določen odstotek glasovalnih pravic v tej družbi in s tem kontrolo nad družbo, države članice zagotovijo, da se od te osebe zahteva ponudba kot način zaščite manjšinskih delničarjev te družbe. Takšna ponudba naj bo ob prvi priložnosti naslovljena na vse imetnike teh vrednostnih papirjev za vse njihove vrednostne papirje za pravično ceno, kot je določena v odstavku 4.

2. Kadar je bila kontrola pridobljena po prostovoljni ponudbi, izvedeni v skladu s to direktivo, in naslovljeni na vse imetnike vrednostnih papirjev za vse njihove vrednostne papirje, obveznost dati ponudbo, določena v odstavku 1, več ne velja.

3. Odstotek glasovalnih pravic, ki prinaša kontrolo, za namene odstavka 1 in način njegovega izračuna sta določena s predpisi države članice, v kateri ima družba registriran sedež.

4. Za pravično ceno se šteje najvišja cena, ki jo ponudnik ali oseba, ki z njim deluje usklajeno, plača za iste vrednostne papirje v obdobju, ki ga določijo države članice in ki traja od 6 do 12 mesecev pred dano ponudbo iz odstavka 1. Če ponudnik ali katerakoli oseba, ki z njim deluje usklajeno, po javni objavi ponudbe in pred njenim iztekom kupi vrednostne papirje po ceni, višji od ponujene, mora ponudnik svojo ponudbo zvišati, tako da cena ni nižja od najvišje cene, plačane za tako pridobljene vrednostne papirje.

Pod pogojem, da se upoštevajo splošna načela iz člena 3(1), lahko države članice svoje nadzorne organe pooblastijo za prilagoditev cene iz prvega pododstavka v okoliščinah in v skladu s kriteriji, ki so jasno določeni. Za to lahko sestavijo seznam okoliščin, v katerih se lahko najvišja cena prilagodi navzgor ali navzdol, na primer takrat, kadar je bila najvišja cena določena s sporazumom med prodajalcem in kupcem, kadar je bila tržna cena zadevnih vrednostnih papirjev predmet manipulacije, kadar so na tržne cene na splošno ali na določene tržne cene vplivale izredne razmere, ali za omogočanje rešitve družbe v težavah. Države članice lahko določijo tudi kriterije, ki se uporabljajo v takih primerih, kot so povprečna tržna vrednost v določenem obdobju, likvidacijska vrednost podjetja ali drugi objektivni kriteriji vrednotenja, ki se na splošno uporabljajo pri finančni analizi.

Vsaka odločitev nadzornega organa za prilagoditev pravične cene se utemelji in javno objavi.“

Italijansko pravo

6 Člen 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 (zakonska uredba št. 58 – enotno besedilo določb s področja finančnega posredovanja v smislu členov 8 in 21 zakona št. 52

z dne 6. februarja 1996), z dne 24. februarja 1998 (redni dodatek h GURI št. 71 z dne 26. marca 1998), v različici, ki se uporablja za dejansko stanje iz postopka v glavni stvari (v nadaljevanju: TUF), naslovljen „Ponudba za prevzem vseh delnic“, določa:

„1. Vsakdo, ki ima po pridobitvah delež, ki presega prag 30 odstotkov, mora podati ponudbo za prevzem vsem imetnikom vrednostnih papirjev za vse njihove vrednostne papirje, sprejete v trgovanje na reguliranem trgu.

2. Za vsako kategorijo vrednostnih papirjev se poda ponudba v roku 20 dni za ceno, ki ni nižja od najvišje cene, ki so jo ponudnik ali osebe, ki delujejo usklajeno z njim, plačale za nakup vrednostnih papirjev iste kategorije v zadnjih dvanajstih mesecih pred obvestilom iz člena 102, [prvi odstavek]. Če v navedenem obdobju ni prišlo do nakupa vrednostnih papirjev iste kategorije, se ponudba za to kategorijo vrednostnih papirjev poda za ceno, ki ni nižja od ponderirane povprečne tržne cene v zadnjih dvanajstih mesecih ali krajšem razpoložljivem obdobju.

[...]

3. Consob s pravilnikom uredi primere, v katerih:

- (a) se delež iz [odstavka 1] pridobi z nakupom deležev v družbah, katerih kapital večinoma sestavljajo vrednostni papirji, ki jih je izdala druga družba, v skladu z določbami člena 105(1);
- (b) je obveznost predložitve ponudbe posledica nakupov deležev, ki presegajo 5 %, s strani oseb, ki so že imetniki deleža iz odstavka 1, vendar nimajo večine glasovalnih pravic na redni skupščini;
- (c) se ponudba po sprejetju obrazloženega sklepa Consob predloži po ceni, ki je nižja od najvišje že plačane cene, pri čemer so določena merila za določitev navedene cene in če gre za enega od teh položajev:
 - 1. na tržne cene so vplivali izredni dogodki ali se utemeljeno domneva, da so bile predmet manipulacije;
 - 2. najvišja cena, ki so jo ponudnik ali osebe, ki z njim delujejo usklajeno, plačali med obdobjem iz odstavka 2, ustreza ceni transakcij nakupa/prodaje vrednostnih papirjev, ki so predmet ponudbe, opravljenih v tržnih pogojih in v okviru rednega opravljanja njegove značilne dejavnosti ali pa ustreza ceni transakcij nakupa/prodaje, ki bi bila upravičena do ene od oprostitev iz odstavka 5;
- (d) se ponudba po sprejetju obrazloženega sklepa Consob predloži po ceni, ki je višja od najvišje plačane cene, če je to potrebno za zaščito vlagateljev in če gre za vsaj eno od teh okoliščin:
 - 1. so ponudnik ali osebe, ki z njim delujejo usklajeno, določili ceno za pridobitev vrednostnih papirjev, ki je višja od tiste, ki je bila plačana za pridobitev vrednostnih papirjev iste kategorije;
 - 2. so ponudnik ali osebe, ki z njim delujejo usklajeno, sklenile nezakonit dogovor z enim ali več prodajalci.“
 - 3. [...]
 - 4. je mogoče sumiti, da so bile tržne cene predmet manipulacij.

3a. Consob lahko ob upoštevanju značilnosti izdanih finančnih instrumentov s pravilnikom določi primere, v katerih obveznost ponudbe izhaja iz pridobitev, katerih posledica je skupno lastništvo vrednostnih papirjev in drugih finančnih instrumentov, ki dodeljujejo toliko glasovalnih pravic v zvezi z vprašanji iz člena 105, da se lahko dodeli skupna glasovalna pravica, enakovredna tisti, ki jo imajo imetniki deleža iz odstavka 1.

3b. Ukrepi iz [točk] (c) in (d) odstavka 3 se objavijo na način, določen v pravilniku iz člena 103, odstavek 4, [točka] (f).

[...]“

- 7 Consob je s sklepom št. 11971 z dne 14. maja 1999 sprejela regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti (izvedbeni pravilnik za zakonsko uredbo št. 58 z dne 24. februarja 1998 v zvezi z ureditvijo o izdajateljih), ki je bil pozneje večkrat spremenjen (v nadaljevanju: pravilnik o izdajateljih). Člen 47g tega pravilnika, naslovljen „Zvišanje cene v primeru nezakonitega dogovarjanja“, v odstavku 1 določa:

„Consob v skladu s členom 106(3)(d), točka 2, [TUF] prilagodi ceno ponudbe navzgor, če iz ugotovljenega nezakonitega dogovarjanja med ponudnikom in osebami, ki delujejo usklajeno z njim, ter enim ali več prodajalci izhaja, da je cena višja od tiste, ki jo je navedel ponudnik. V tem primeru je cena ponudbe enaka ceni, ki je bila ugotovljena.“

Spor o glavni stvari in vprašanje za predhodno odločanje

- 8 Družba Marco Tronchetti Provera & C. SpA (v nadaljevanju: MTP), je prek drugih družb ustanovila družbo Lauro Sessantuno SpA (v nadaljevanju: Lauro 61), da bi pridobila večino delnic Camfin SpA, holdinške družbe, ki neposredno ne opravlja nobene industrijske dejavnosti, temveč ima dohodek od podjetij, katerih kapital ima v lasti. Med temni podjetji je tudi Pirelli & C. SpA (v nadaljevanju: Pirelli), v katerem ima družba Camfin 26,19 % glasovalnih pravic.
- 9 Družba Lauro 61 je 5. junija 2013 na trg predložila ponudbo za prevzem vseh delnic družbe Camfin po ceni 0,80 EUR za delnico, kar je bila najvišja plačana cena v predhodnih dvanajstih mesecih, v skladu s členom 106(2) TUF. Ponudba za prevzem je bila obvezna, ker je družba Lauro 61 imela v lasti 60,99 % kapitala družbe Camfin, po pridobitvi več neposrednih vložkov drugih delničarjev družbe Camfin, med drugim družbe Malacalza Investimenti Srl (v nadaljevanju: MCI).
- 10 Družba Lauro 61 je vzporedno s ponudbo za prevzem trg obvestila o prenehanju sporazumov med družbama MTP in MCI, zlasti glede družbe Camfin. Družba MCI pa je trg obvestila, da je prodala svoje delnice v zadnjenavedeni družbi in da je začela drugo transakcijo, in sicer pridobitev 6,98-odstotnega deleža kapitala družbe Pirelli od dveh družb, ki sta bili – z družbo Camfin in drugimi njenimi večjimi delničarji – podpisniki dogovora o blokadi (v nadaljevanju: sporazum Pirelli), pri čemer je bilo odsvojiteljem s tem sporazumom dovoljeno, da odsvojijo vse ali del svojih blokiranih delnic.
- 11 Prevzem je bil uspešno končan 11. oktobra 2013, tako da je družba Lauro 61 postala imetnica celotnega kapitala družbe Camfin.
- 12 Medtem je Consob, na katero so se obrnili manjšinski delničarji družbe Camfin, 12. septembra 2013 sprožila postopek za zvišanje cene, zlasti na podlagi člena 106(3)(d), točka 2, TUF in člena 47g pravilnika o izdajateljih.
- 13 Consob je s sklepom št. 18662 z dne 25. septembra 2013 ugotovila, da je prišlo do nezakonitega dogovarjanja med družbo Lauro 61 in drugimi osebami, ki delujejo z njo usklajeno, na eni strani ter družbo MCI na drugi strani, na podlagi česar je družba MCI družbi Lauro 61 prodala delnice družbe Camfin po ceni 0,80 EUR za delnico, v zameno pa od podpisnikov sporazuma Pirelli pridobila delnice družbe Pirelli po ceni 7,80 EUR za delnico, kar je cena, nižja od tržne vrednosti, to je 8 EUR za delnico. Glede na to ugodnost, ki je je bila deležna družba MCI, je Consob menila, da je treba ceno delnice družbe Camfin zvišati na 0,83 EUR (v nadaljevanju: sklep št. 18662).
- 14 Pri Tribunale amministrativo regionale per il Lazio (deželno upravno sodišče za Lacij, Italija) je bilo tako vloženih več tožb za razglasitev ničnosti sklepa št. 18662. V okviru nekaterih tožb se je zatrjevalo, da se člen 106(3)(d), točka 2, TUF in člen 47g pravilnika o izdajateljih ne uporabljata, ker sta v nasprotju s členom 5(4) Direktive 2004/25.

- 15 Tribunale amministrativo regionale del Lazio (deželno upravno sodišče za Lacij) je te tožbe zavrnilo. Po mnenju navedenega sodišča je obstoj nezakonitega dogovora samo pogoj, da Consob izvaja svoje pooblastilo za spremembo cene, katerega cilj je izključno vzpostavitev enakih pogojev, da se zaščitijo manjšinski delničarji družbe Camfin, tako da se jim omogoči pridobitev ugodnosti, ki je enaka tisti, ki jo je pridobil imetnik večjega nadzornega deleža. Menilo je tudi, da niso izpolnjeni pogoji za vložitev predloga za sprejetje predhodne odločbe pri Sodišču, saj v zvezi z odgovorom ni dvomov glede prava Unije.
- 16 Navedeno sodišče je glede utemeljenosti sklepa št. 18662 ugotovilo, da Consob ni treba dokazati, da je bilo ravnanje strank namerno namenjeno izogibanju predpisom s področja ponudbe za prevzem, temveč samo, da je bilo objektivno mogoče, da to povzroči, ker je bilo družbi MCI priznано višje nadomestilo od tistega, ki je bilo priznано za ponudbo za prevzem, in sicer pridobitev delnic družbe Pirelli po nižji ceni. V okviru celovite analize interesov različnih vpletenih subjektov je navedeno sodišče menilo, da je dogovor z družbo MCI cilj, ki so mu sledili podpisniki sporazuma Pirelli, ki so izvedli transakcijo pridobitve družbe Camfin, vendar tudi vsi ostali podpisniki sporazuma, ki so imeli objektivni interes za to, da se sklene skupni dogovor med družbama MTP in MCI.
- 17 Družbe, katerih tožbe so bile na prvi stopnji zavrnjene, so proti sodbam, ki jih zadevajo, vložile pritožbo pri Consiglio di Stato (državni svet, Italija).
- 18 Predložitveno sodišče najprej opozarja na razlog za obstoj določb o določitvi cene za obvezno ponudbo za prevzem in navaja bistvene preudarke iz prvostopenjskih sodb. Nato navaja bistvo trditev tožečih strank iz postopka v glavni stvari, v skladu s katerimi je zaradi neobstoja obveznosti ugotovitve namernosti nezakonitega dogovarjanja pri vseh udeležencih nadzornemu organu podeljena neomejena diskrecija pri presoji ravnanja ponudnika in prodajalca ter tretjih oseb na trgu. Po mnenju navedenega sodišča taka diskrecija ni združljiva z zahtevo varnosti pri vnaprejšnji opredelitvi ravnanj, ki so upoštevna z vidika zvišanja cene ponudbe za prevzem.
- 19 Predložitveno sodišče navaja, da na različnih področjih italijanskega prava obstajajo določbe, ki nekatera ravnanja opredeljujejo kot nezakonito dogovarjanje, in v katerih ima ta pojem pomen „tajnega in nepoštenega sporazuma v škodo tretjih oseb, s katerim se zaobidejo kogentne zakonske določbe“, kar predpostavlja obstoj elementa namernosti pri vseh udeležencih sporazuma. Če pa bi se ta pojem uporabil v taki obliki na pravnem področju iz postopka v glavni stvari, bi bilo treba pritožbam ugoditi, saj družbe, ki so družbi MCI odsvojile svoje deleže v družbi Pirelli, nimajo zveze z nobenim tajnim in nepoštenim sporazumom.
- 20 Vendar predložitveno sodišče ugotavlja posebnost pravnega področja iz postopka v glavni stvari, ki je vezana na regulativno in ne represivno naravo pooblastila Consob za spremembo cene in ki bi lahko onemogočila preprost prenos pomena pojma „nezakonito dogovarjanje“, kakršen obstaja na drugih področjih italijanskega prava, na to pravno področje. Sicer poudarja, da je mogoče v konkurenčnem pravu in s tem povezanem reguliranju trga o pojmu „prepovedani sporazum“ sklepati tudi na podlagi očitno samostojnih ravnanj gospodarskih subjektov, če imajo ta ravnanja objektivno učinek, ki je prepovedan z zakonom. Iz tega bi izhajalo – kot je razsodilo Tribunale amministrativo regionale per il Lazio (deželno upravno sodišče za Lacij) – da organu za to, da ugotovi nezakonito dogovarjanje, ni treba dokazati, da je bil cilj ravnanja strank zaobiti predpise s področja ponudb za prevzem.
- 21 Vendar se predložitveno sodišče tako kot stranke iz postopka v glavni stvari sprašuje, ali je pojem „nezakonito dogovarjanje“, kot je uporabljen v TUF in v pravilniku o izdajateljih, zaradi svoje nedoločenosti v nasprotju z načelom gotovosti pogojev za pooblastilo za spremembo cene ponudbe za prevzem s strani nacionalnih organov, določenim v členu 5(4), drugi pododstavek, Direktive 2004/25. Opaža, da udeleženci na trgu iz družbe, ki kotira na borzi, ne bi mogli predhodno presoditi, kako naj ravnajo pred ponudbo za prevzem, kar bi povzročilo, da bi se lahko nevtralna in zakonita ravnanja na podlagi presoje *ex ante ex post* – na podlagi ponovne opredelitve, usmerjene izključno v objektivne

posledice bolj kompleksnega položaja, s katerim udeleženci na trgu in vpletene osebe niso seznanjeni – opredelila kot nezakonito dogovarjanje, zaradi katerega je upravičeno zvišanje cene ponudbe za prevzem.

- 22 V teh okoliščinah je predložitveno sodišče prekinilo odločanje in Sodišču v predhodno odločanje predložilo to vprašanje:

„Ali člen 5(4), drugi pododstavek, Direktive 2004/25 v povezavi s splošnimi načeli iz člena 3(1) navedene direktive in s pravilno uporabo splošnih načel prava Unije, kot so pravna varnost, varstvo legitimnih pričakovanj, sorazmernost, razumnost, preglednost in prepoved diskriminacije, nasprotuje nacionalnim predpisom, kakršna sta člen 106(3)(d), točka 2, TUF in člen 47g pravilnika o izdajateljih, v delu, v katerem je z navedenima določbama komisiji Consob dovoljeno, da zviša ceno ponudbe za prevzem, določeno v členu 106, če „so ponudnik ali osebe, ki z njim delujejo usklajeno, sklenile nezakonit dogovor z enim ali več prodajalci“, vendar niso opredeljena posamična ravnanja, zajeta s tem pojmom nezakonitega dogovarjanja in torej ni jasno določeno, katere okoliščine in merila morajo biti izpolnjeni, da lahko komisija Consob zviša ceno ponudbe za prevzem?“

Vprašanje za predhodno odločanje

- 23 Predložitveno sodišče z vprašanjem za predhodno odločanje v bistvu sprašuje, ali je treba člen 5(4), drugi pododstavek, Direktive 2004/25 razlagati tako, da nasprotuje nacionalni ureditvi, kakršna je ta v postopku v glavni stvari, ki nacionalni nadzorni organ pooblašča, da zviša ceno ponudbe za prevzem, če pride do nezakonitega dogovarjanja, ne da bi bila podrobneje navedena posamezna ravnanja, ki jih označuje ta pojem.
- 24 Kot je razvidno iz uvodnih izjav od 1 do 3 in 9 Direktive 2004/25, je cilj te direktive zaščititi interese imetnikov vrednostnih papirjev družb, v katerih je fizična ali pravna oseba prevzela kontrolo, in je s tega vidika namenjena zagotavljanju jasnosti in preglednosti pravil na področju ponudb za prevzem.
- 25 V skladu s členom 1(1) te direktive so v ta namen določeni ukrepi za usklajevanje pravnih ureditev držav članic glede ponudb za prevzem vrednostnih papirjev družb, za katere velja zakonodaja ene od teh držav, če so ti vrednostni papirji ali del teh papirjev sprejeti v trgovanje na reguliranem trgu.
- 26 Člen 3(1) navedene direktive določa načela, ki jih je treba spoštovati pri njenem izvajanju, ki jih opredeljuje kot splošna načela (glej v tem smislu sodbo z dne 15. oktobra 2009, Audioux in drugi, C-101/08, EU:C:2009:626, točka 51). Med temi je tudi načelo, da je treba v primeru, ko oseba pridobi kontrolo nad družbo, druge imetnike vrednostnih papirjev zaščititi.
- 27 Da bi se navedena načela spoštovala, člen 3(2)(a) in (b) Direktive 2004/25 določa, da države članice po eni strani zagotovijo spoštovanje minimalnih zahtev iz te direktive, po drugi strani pa lahko za urejanje ponudb določijo dodatne pogoje in določbe, strožje od pogojev in določb iz te direktive.
- 28 Člen 5 te direktive, naslovljen „Zaščita manjšinskih delničarjev, obvezna ponudba in pravična cena“ za zaščito interesov imetnikov vrednostnih papirjev določa zlasti dve pravili, ki ju države članice morajo spoštovati, in eno, ki ga lahko uporabijo po izbiri.
- 29 Člen 5(1) Direktive 2004/25 najprej določa načelo obvezne ponudbe za prevzem vrednostnih papirjev določene družbe. Tako določa, da kadar ima fizična ali pravna oseba po lastni pridobitvi ali po pridobitvi oseb, ki z njo delujejo usklajeno, vrednostne papirje družbe, ki spada na področje uporabe te direktive, ki ji skupaj z deležem vrednostnih papirjev, ki jih že ima ali ki ga že imajo osebe, ki z njo delujejo usklajeno, neposredno ali posredno dajejo določen odstotek glasovalnih pravic v tej družbi in

s tem kontrolo nad družbo, države članice zagotovijo, da se od te osebe zahteva ponudba kot način zaščite manjšinskih delničarjev te družbe, pri čemer mora biti ta ponudba podana za vse vrednostne papirje teh delničarjev za pravično ceno, kot je določena v členu 5(4) te direktive.

- 30 Dalje, da bi se zagotovila zaščita manjšinskih delničarjev družbe, na katero se nanaša ponudba za prevzem, se v členu 5(4), prvi pododstavek, Direktive 2004/25 šteje, da je pravična cena najvišja cena, ki jo ponudnik ali oseba, ki z njim deluje usklajeno, plača za iste vrednostne papirje v obdobju, ki ga določijo države članice in ki traja od šest do dvanajst mesecev pred dano ponudbo iz člena 5(1) te direktive.
- 31 Nazadnje člen 5(4), drugi pododstavek, Direktive 2004/25 določa, da lahko države članice, če se upoštevajo načela iz člena 3(1), svoje nadzorne organe iz člena 4 te direktive pooblastijo za prilagoditev pravične cene v okoliščinah in v skladu s kriteriji, ki so jasno določeni. V ta namen lahko države članice po eni strani sestavijo seznam okoliščin, v katerih se lahko pravična cena prilagodi navzgor ali navzdol, po drugi strani pa lahko določijo merila, ki se uporabljajo v takih primerih, pri čemer morajo biti te okoliščine in merila jasno določeni. Primeri takih okoliščin in meril so navedeni v členu 5(4), drugi pododstavek, navedene direktive.
- 32 Iz teh določb je razvidno, da če se država članica odloči, da bo nadzorni organ pooblastila za spremembo pravične cene, opredeljene v členu 5(4), prvi pododstavek, Direktive 2004/25, da bi določil ceno, po kateri je treba izvesti ponudbo za prevzem, je treba to pooblastilo za spremembo izvajati ob spoštovanju vodilnih načel iz člena 3(1) te direktive.
- 33 V zvezi s tem mora država članica, ko v skladu s členom 5(4), drugi pododstavek, navedene direktive določi okoliščine, v katerih se lahko izvaja navedeno pooblastilo za spremembo, posebej upoštevati načelo zaščite interesov imetnikov vrednostnih papirjev družbe, katere kontrolo je prevzela fizična ali pravna oseba, določeno v navedenem členu 3(1).
- 34 Na vprašanje za predhodno odločanje je treba odgovoriti ob upoštevanju teh ugotovitev.
- 35 Iz predloga za sprejetje predhodne odločbe je razvidno, da ima vprašanje dva vidika. Po eni strani se predložitveno sodišče sprašuje, ali lahko abstrakten pravni koncept, ki ne napotuje na natančno opredeljena ravnanja, pomeni jasno določeno okoliščino v smislu člena 5(4), drugi pododstavek, Direktive 2004/25. Po drugi strani se sprašuje, ali lahko to, da ima ta koncept na drugih področjih nacionalnega prava drugačen pomen kot v ureditvi iz postopka v glavni stvari, vpliva na odgovor, ki ga je treba podati na prvo vprašanje.
- 36 V obravnavani zadevi je iz predložitvene odločbe razvidno, da v ureditvi iz postopka v glavni stvari to, da so „ponudnik ali osebe, ki z njim delujejo usklajeno, sklenile nezakonit dogovor z enim ali več prodajalci“, šteje za eno od okoliščin, v katerih lahko nadzorni organ zviša pravično ceno ponudbe za prevzem.
- 37 Na prvem mestu je treba ugotoviti, da je s členom 5(4), drugi pododstavek, Direktive 2004/25 državam članicam priznana diskrecija pri opredelitvi okoliščin, v katerih lahko njihovi nadzorni organi spremenijo pravično ceno, vendar le če so te okoliščine jasno določene.
- 38 V tej določbi je navedeno, da lahko države članice sestavijo seznam takih okoliščin in v ta namen navaja več primerov, ki so splošno formulirani, za prikaz okoliščin, v katerih je lahko utemeljena prilagoditev pravične cene navzgor ali navzdol, na primer, kadar je prišlo do sporazuma med prodajalcem in kupcem, v izrednih razmerah ali kadar je bila cena zadevnih vrednostnih papirjev predmet manipulacije.

- 39 V takem okviru člena 5(4), drugi pododstavek, Direktive 2004/25 – kot je v bistvu generalni pravobranilec ugotovil v točkah 52 in 53 sklepnih predlogov – ni mogoče razlagati tako, da nasprotuje temu, da bi država članica v ureditvi, ki jo sprejme za prenos te določbe, uporabila abstrakten pravni pojem, kot je v obravnavanem primeru „nezakonito dogovarjanje“, kot okoliščino, ki je jasno določena v smislu navedene določbe.
- 40 Vendar uporaba abstraktnega pravnega pojma ne pomeni, da je nacionalna norma, ki ga vsebuje, tako nejasna, da država članica, ki jo je sprejela, ne more z zadostno gotovostjo odpraviti morebitnih dvomov o obsegu in pomenu te norme (glej v tem smislu sodbo z dne 14. aprila 2005, Belgija/Komisija, C-110/03, EU:C:2005:223, točka 31).
- 41 Tako načelo pravne varnosti kot potreba po zagotavljanju popolne pravne, in ne zgolj dejanske, uporabe direktiv sicer res zahtevata, da vse države članice prevzamejo določbe zadevne direktive v jasen, natančen in pregleden pravni okvir, ki vsebuje zavezujoče določbe za področje, na katero se direktiva nanaša (sodbi z dne 16. novembra 2000, Komisija/Grčija, C-214/98, EU:C:2000:624, točka 23, in z dne 14. januarja 2010, Komisija/Češka republika, C-343/08, EU:C:2010:14, točka 40).
- 42 Vendar teh zahtev ni mogoče razlagati tako, da nalagata, da morajo biti v normi, ki vsebuje abstrakten pravni pojem, navedeni različni konkretni primeri, v katerih bi se lahko uporabila, saj zakonodajalec ne more vnaprej opredeliti vseh teh primerov.
- 43 Zato člena 5(4), drugi pododstavek, Direktive 2004/25 ni mogoče razlagati tako, da se z njim od države članice, ki v ureditvi, ki jo sprejme za prenos te določbe, kot eno od jasno določenih okoliščin v smislu navedene določbe navede – kot v postopku v glavni stvari – to, da so „ponudnik ali osebe, ki z njim delujejo usklajeno, sklenile nezakonit dogovor z enim ali več prodajalci“, zahteva, da natančno navede posamezna ravnanja, ki jih označuje tako nezakonito dogovarjanje.
- 44 Na drugem mestu se predložitveno sodišče sprašuje, ali člen 5(4), drugi pododstavek, te direktive nasprotuje temu, da se država članica pri opredelitvi ene od okoliščin, v katerih je mogoče spremeniti pravično ceno, sklicuje na pojem „nezakonito dogovarjanje“, ki ima v okviru ureditve iz postopka v glavni stvari drugačen pomen kot na drugih področjih nacionalnega prava.
- 45 Ker ta določba sledi cilju zaščite imetnikov vrednostnih papirjev družbe, ki je predmet ponudbe za prevzem – in zlasti manjšinskih delničarjev – kot je določen z Direktivo 2004/25 in naveden v točkah od 24 do 33 te sodbe, kadar država članica uporabi pojem, kot je „nezakonito dogovarjanje“, za opredelitev ene od okoliščin, v katerih je mogoče spremeniti pravično ceno, to, da ima ta pojem na drugih področjih nacionalnega prava drugačen pomen, ne preprečuje, da bi bilo mogoče takrat, ko se uporablja v okviru nacionalne ureditve v zvezi s ponudbami za prevzem, šteti, da izpolnjuje zahteve iz člena 5(4), drugi pododstavek, te direktive.
- 46 Vendar morajo države članice, da bi bilo zadoščeno zahtevi po pravni varnosti, zagotoviti, da je mogoče to, kako je treba ta pojem razlagati na področju ponudb za prevzem, dovolj jasno, natančno in predvidljivo razbrati iz zadevne nacionalne ureditve z metodami razlage, ki jih priznava nacionalno pravo.
- 47 Predložitveno sodišče mora preveriti, ali to velja za pojem „prepovedano dogovarjanje“ v okviru ureditve iz postopka v glavni stvari.
- 48 Iz zgornjih ugotovitev izhaja, da je treba člen 5(4), drugi pododstavek, Direktive 2004/25 razlagati tako, da ne nasprotuje nacionalni ureditvi, kakršna je ta v postopku v glavni stvari, ki nacionalni nadzorni organ pooblašča, da zviša ceno ponudbe za prevzem, če pride do „nezakonitega dogovarjanja“, ne da bi bila podrobneje navedena posamezna ravnanja, ki jih označuje ta pojem, če je mogoče iz te ureditve dovolj jasno, natančno in predvidljivo razbrati razlago navedenega pojma z metodami razlage, ki jih priznava nacionalno pravo.

Stroški

- 49 Ker je ta postopek za stranke v postopku v glavni stvari ena od stopenj v postopku pred predložitvenim sodiščem, to odloči o stroških. Stroški za predložitev stališč Sodišču, ki niso stroški omenjenih strank, se ne povrnejo.

Iz teh razlogov je Sodišče (tretji senat) razsodilo:

Člen 5(4), drugi pododstavek, Direktive Evropskega parlamenta in Sveta 2004/25/ES z dne 21. aprila 2004 o ponudbah za prevzem je treba razlagati tako, da ne nasprotuje nacionalni ureditvi, kakršna je ta v postopku v glavni stvari, ki nacionalni nadzorni organ pooblašča, da zviša ceno ponudbe za prevzem, če pride do „nezakonitega dogovarjanja“, ne da bi bila podrobneje navedena posamezna ravnanja, ki jih označuje ta pojem, če je mogoče iz te ureditve dovolj jasno, natančno in predvidljivo razbrati razlago navedenega pojma z metodami razlage, ki jih priznava nacionalno pravo.

Podpisi