A BÍRÓSÁG ÍTÉLETE (harmadik tanács)

2017. július 20.*

„Előzetes döntéshozatal – Társasági jog – 2004/25/EK irányelv – Nyilvános vételi ajánlatok – Az 5. cikk (4) bekezdésének második albekezdése – Lehetőség arra, hogy az ajánlati árat egyértelműen meghatározott körülmények esetén és ilyen kritériumok szerint módosítsák – Nemzeti szabályozás, amely a felügyelő hatóság számára a nyilvános vételi ajánlatban szereplő ár emelésének lehetőségét írja elő az ajánlattevő vagy a vele összehangoltan eljáró személyek és egy vagy több eladó közötti összejátszás esetén”

A C-206/16. sz. ügyben,

az EUMSZ 267. cikk alapján benyújtott előzetes döntéshozatal iránti kérelem tárgyában, amelyet a Consiglio di Stato (államtanács, Olaszország) a Bírósághoz 2016. április 13-án érkezett, 2015. november 10-i határozatával terjesztett elő

a **Marco Tronchetti Provera SpA**,

az **Antares European Fund Limited**,

az **Antares European Fund II Limited**,

az **Antares European Fund LP**,

Luca Orsini Baroni,

az **UniCredit SpA**,

a **Camfin SpA**

és

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

között,

a **Camfin SpA**,

a **Generali Assicurazioni Generali SpA**,

az **Antares European Fund Limited**,

az **Antares European Fund II Limited**,

* Az eljárás nyelve: olasz.

az **Antares European Fund LP**,

Luca Orsini Baroni,

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

az **UniCredit SpA**

részvételével folyamatban lévő eljárásban,

A BÍRÓSÁG (harmadik tanács),

tagjai: L. Bay Larsen tanácselnök, M. Vilaras (előadó), J. Malenovský, M. Safjan és D. Šváby bírák,

főtanácsnok: N. Wahl,

hivatalvezető: R. Schiano tanácsos,

tekintettel az írásbeli szakaszra és a 2017. február 1-i tárgyalásra,

figyelembe véve a következők által előterjesztett észrevételeket:

— a Camfin SpA képviseletében A. Zoppini, G. M. Roberti és I. Perego avvocati,

— a Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob) képviseletében G. Randisi, S. Lopatriello, S. Providenti és A. Atripaldi avvocati,

— az olasz kormány képviseletében G. Palmieri, meghatalmazotti minőségben, segítői: P. Gentili és S. Fiorentino avvocati dello Stato,

— az Európai Bizottság képviseletében V. Di Bucci és H. Støvlbæk, meghatalmazotti minőségben,

a főtanácsnok indítványának a 2017. március 15-i tárgyaláson történt meghallgatását követően,

meghozta a következő

Ítéletet

1 Az előzetes döntéshozatal iránti kérelem a nyilvános vételi ajánlatról szóló, 2004. április 21-i 2004/25/EK európai parlamenti és tanácsi irányelv (HL 2004. L 142., 12. o.; magyar nyelvű különkiadás 17. fejezet, 2. kötet, 20. o.) 5. cikke (4) bekezdése második albekezdésének értelmezésére vonatkozik.

2 E kérelmet több olasz gazdasági társaság és a Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob) (nemzeti tőzsde- és értékpapír-felügyeleti bizottság, Olaszország) között folyamatban lévő négy jogvitában terjesztették elő, amelyek tárgya ez utóbbi bizottság azon határozatának jogszerűsége, amely felfelé módosított egy nyilvános vételi ajánlatban szereplő árat.

Jogi háttér

Az uniós jog

3 A 2004/25 irányelv (1)–(3) és (9) preambulumbekezdése értelmében:

„(1) [Az EUM-Szerződés 50. cikke] (2) bekezdésének g) pontja szerint – azzal a céllal, hogy azokat [az Európai Unióban] egyenértékűvé tegyék – össze kell hangolni egyes olyan biztosítékokat, amelyeket a tagok és harmadik személyek érdekeinek védelmében a tagállamok a tagállam joga által szabályozott olyan társaságoktól követelnek meg, amelyek értékpapírjainak egy tagállam szabályozott piacára való tőzsdei bevezetése már megtörtént.

(2) Egy tagállam joga által szabályozott társaságok értékpapírjai birtokosainak érdekét szükséges megvédeni, amennyiben e társaságok nyilvános vételi ajánlat vagy az irányításban bekövetkező változás tárgyát képezik és legalább értékpapírjaik egy részének egy tagállam szabályozott piacára való tőzsdei bevezetése már megtörtént.

(3) A nyilvános vételi ajánlatok esetén rendezendő jogi kérdések tekintetében szükséges [az uniós] szintű egyértelműség és átláthatóság kialakítása, és [az Unión] belül a vállalati szerkezetátalakítási módoknak az irányítási és vezetési kultúrák önkényes különbségei miatti eltorzításának megelőzése.

[…]

(9) A tagállamoknak meg kell tenniük a szükséges lépéseket az értékpapírok birtokosainak – különösen a kisebbségi birtokosok – védelmére, amennyiben a társaságuk irányítását megszerezték. A tagállamoknak az ilyen védelmet azzal kell biztosítaniuk, hogy kötelezik a társaság irányítását megszerző személyt arra, hogy – a közös meghatározással összhangban – méltányos áron ajánlatot tegyen a társaság értékpapírjainak birtokosai számára az összes birtokukban lévő értékpapírra. A tagállamok számára lehetővé kell tenni, hogy szabadon határozzanak meg további eszközöket az értékpapírok birtokosai érdekeinek védelmére, mint például a részleges ajánlattételi kötelezettséget, amennyiben az ajánlattevő nem szerzi meg a társaság irányítását, vagy az ajánlat közzétételét a társaság irányításának megszerzésével egyidejűleg.”

4 Ezen irányelv „Általános elvek” címet viselő 3. cikke a következőképpen rendelkezik:

„(1) Az ezen irányelv végrehajtásának céljából a tagállamok biztosítják, hogy betartják a következő alapelveket:

a) a céltársaság értékpapírjainak ugyanazon kategóriába tartozó valamennyi birtokosa számára biztosítani kell az egyenlő elbánást; továbbá ha egy személy megszerzi egy társaság irányítását, védeni kell az értékpapírok többi birtokosát;

b) a céltársaság értékpapírjainak birtokosai számára elegendő időt és információt kell biztosítani ahhoz, hogy megfelelően megalapozott döntést tudjanak hozni az ajánlatról; amennyiben a céltársaság ügyviteli vagy irányító szerve az értékpapír birtokosait tanáccsal látja el, ismertetnie kell az ajánlatnak a foglalkoztatásra, az alkalmazási feltételekre, és a társaság üzletviteli helyére gyakorolt hatásait;

c) a céltársaság ügyviteli vagy irányító szervének a társaság, mint egész érdekében kell eljárnia, és nem tagadhatja meg az értékpapír birtokosaitól az ajánlat érdemi megítélésének lehetőségét;

d) a céltársaság, az ajánlattevő társaság vagy bármely, az ajánlattal érintett társaság értékpapírjai tekintetében tilos hamis piacot létrehozni oly módon, hogy az értékpapírok árának emelkedése vagy csökkenése mesterségessé váljon, és a piac szokásos működése torzuljon;

e) az ajánlattevő csak akkor jelentheti be ajánlatát, ha a készpénz ellenértéket – ha ilyen ellenértéket ajánlottak fel – teljes mértékben szolgáltatni tudja, és miután minden észszerű intézkedést megtett a bármely más típusú ellenérték nyújtásának biztosítása érdekében;

f) a céltársaságot nem lehet az értékpapírjaira vonatkozó ajánlat miatt a tevékenységének folytatásában az észszerűnél hosszabb ideig akadályozni.

(2) Az (1) bekezdésben megállapított elvek betartásának biztosítása érekében a tagállamok

a) biztosítják, hogy az ezen irányelvben meghatározott minimumkövetelményeket betartják;

b) az ajánlatok szabályozására további, az ezen irányelv feltételeinél és rendelkezéseinél szigorúbb feltételeket és rendelkezéseket állapíthatnak meg.”

5 Az említett irányelvben „A kisebbségi részvényesek védelme, a kötelező ajánlat és a méltányos ár” című 5. cikk (1)–(4) bekezdése kimondja:

„(1) Amennyiben egy természetes vagy jogi személy saját szerzése vagy a vele összehangoltan eljáró személyek szerzése következtében az 1. cikk (1) bekezdésében említett társaság értékpapírjaival rendelkezik, amely – a korábban szerzett értékpapírjaival vagy a vele összehangoltan eljáró személyek értékpapírjaival együtt – közvetlenül vagy közvetve a szavazati jogok meghatározott százalékát biztosítja e társaságban, amely lehetővé teszi számára a társaság irányítását, a tagállamok biztosítják, hogy e személy e társaság kisebbségi részvényeseinek védelme érdekében ajánlattételre kötelezett. Az ilyen ajánlatot a (4) bekezdésben meghatározott méltányos áron a lehető legkorábban az ezen értékpapírok valamennyi birtokosa részére az összes részesedésükre vonatkozóan teszik meg.

(2) Amennyiben az ezen irányelv értelmében – az értékpapírok valamennyi birtokosa részére az összes részesedésükre vonatkozóan – tett önkéntes ajánlatot követően került sor az irányítás megszerzésére, az (1) bekezdésben meghatározott ajánlattételi kötelezettséget nem kell alkalmazni.

(3) Az (1) bekezdés alkalmazásában a szavazati jogok irányítást biztosító arányát, és ennek kiszámítási módját annak a tagállamnak a szabályai határozzák meg, ahol a társaság létesítő okirat szerinti székhelye található.

(4) Méltányos árnak az ajánlattevő vagy a vele összehangoltan eljáró személyek által ugyanazon értékpapírokért a tagállamok által meghatározott időtartam alatt – amely az (1) bekezdésben említett ajánlat megtétele előtt nem kevesebb mint hat hónap és nem több mint 12 hónap – megfizetett legmagasabb ár tekintendő. Ha – az ajánlat nyilvánosságra hozatala után és az ajánlat elfogadására nyitva álló határidő lejárta előtt – az ajánlattevő vagy a vele összehangoltan eljáró személyek az ajánlati árnál magasabb áron vásárolnak értékpapírokat, az ajánlattevő megemeli ajánlatát, hogy legalább egyenlő legyen az így megszerzett értékpapírokért fizetett legmagasabb árral.

Feltéve, hogy a 3. cikk (1) bekezdésében meghatározott általános elveket betartják, a tagállamok feljogosíthatják felügyeleti hatóságaikat, hogy az első albekezdésben említett árat módosítsák tisztán meghatározott körülmények esetén és kritériumok szerint. E célból készíthetnek egy listát azon körülményekről, amelyek esetén a legmagasabb ár akár felfelé vagy lefelé módosítható, például amennyiben a legmagasabb árat az eladó és a vevő közötti megállapodás határozta meg, amennyiben a kérdéses értékpapírok piaci áraival manipuláltak, amennyiben a piaci árakat általánosságban, vagy bizonyos piaci árakat egyedileg kivételes események befolyásoltak, vagy az ajánlati ár módosítására egy nehézségekkel küzdő vállalkozás megmentése érdekében kerül sor. Meghatározhatják az ilyen

esetekben alkalmazandó kritériumokat is, például az átlagos piaci értéket egy meghatározott időszakban, egy társaság felszámolási értékét, vagy bármely más, a pénzügyi elemzésben általánosan használt objektív értékelési kritériumot.

A felügyeleti hatóságnak a méltányos árat módosító bármely döntését meg kell indokolni és nyilvánosságra kell hozni.”

Az olasz jog

6 Az 1998. február 24-i 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 (a pénzügyi közvetítésre vonatkozó rendelkezéseknek az 1996. február 6-i 52. sz. törvény 8. és 21. cikke értelmében elfogadott egységes szövegéről szóló, 1998. február 24-i 58. sz. törvényerejű rendelet) (a GURI 1998. március 26-i 71. számának rendes melléklete) alapügy tényállására alkalmazandó változatának (a továbbiakban: TUF) 106. cikke, amelynek címe „Teljes körű nyilvános vételi ajánlat”, ekként rendelkezik:

„1. Annak a személynek, aki a szerzést követően harminc százalékot meghaladó mértékű részesedéssel fog rendelkezni, a szabályozott piacra bevezetett valamennyi értékpapírra vonatkozó, nyilvános vételi ajánlatot kell tennie minden értékpapír-tulajdonos részére.

2. Az értékpapírok minden egyes kategóriája tekintetében az ajánlatot húsz napon belül, legalább az ajánlattevő és a vele összehangoltan eljáró személyek által az ugyanezen kategóriába tartozó értékpapírok megszerzése érdekében a nyilvános vételi ajánlat 102. cikk [(1) bekezdése] szerinti közzétételét megelőző tizenkét hónap során fizetett legmagasabb áron kell megtenni. Ha a jelzett időszakban nem került sor az ugyanezen kategóriába tartozó értékpapírok visszterhes megszerzésére, az ezen értékpapír-kategóriára szóló ajánlatot legalább az utolsó tizenkét hónap vagy a rendelkezésre álló rövidebb időszak súlyozott piaci átlagárának megfelelő áron kell megtenni.

[…]

3. A Consob rendeletben szabályozza azokat az eseteket, amelyekben:

a) [az (1) bekezdésben] szereplő részesedéseket olyan társaságok részesedéseinek megvétele útján szerzik, amelyek tőkéje nagyrészt a 105. cikk (1) bekezdése szerinti más társaság által kibocsátott értékpapírokból áll;

b) az ajánlati kötelezettség abból ered, hogy 5%-ot meghaladó mértékben szereznek részesedést azok a személyek, akik már rendelkeznek az (1) bekezdésben meghatározott részesedéssel, anélkül hogy a rendes közgyűlésen a szavazati jogok többségével rendelkeznének;

c) a Consob által hozott, indokolt határozatot követően az ajánlatot a megfizetett legmagasabb árnál alacsonyabb áron teszik meg, megjelölve az ilyen ár meghatározását alátámasztó kritériumokat, amennyiben a következő feltételek közül legalább egy teljesül:
   1) a piaci árakat rendkívüli események befolyásolták vagy alapos okkal feltételezhető, hogy azokat tisztességtelen módon befolyásolták;
   2) az ajánlattevő és a vele összehangoltan eljáró személyek által a (2) bekezdésben foglalt időszakban fizetett legmagasabb ár megfelel az ajánlat tárgyát képező értékpapírokra vonatkozó azon vételi/eladási ügyletek árának, amelyeket piaci feltételek mellett és a rájuk jellemző rendes tevékenység szokásos ügyvitele keretében bonyolítottak, vagy megfelel azon vételi/eladási ügyletek árának, amelyek az (5) bekezdésben foglalt valamelyik mentesség körébe tartoztak volna;

d) a Consob által hozott, indokolt határozatot követően az ajánlatot magasabb áron teszik meg, mint a megfizetett legmagasabb ár, feltéve hogy ez a befektetők védelme érdekében szükséges, amennyiben a következő feltételek közül legalább egy teljesül:
   1) az ajánlattevő vagy a vele összehangoltan eljáró személyek magasabb összegben határozzák meg az értékpapírok megszerzési árát annál, amelyet az ugyanezen kategóriába tartozó értékpapírok megszerzése érdekében kifizettek;
   2) az ajánlattevő vagy a vele összehangoltan eljáró személyek és egy vagy több eladó közötti összejátszás;
   3) […]
   4) alapos okkal feltételezhető, hogy a piaci árakat tisztességtelen módon befolyásolták.

3-bis. A Consob a kibocsátott pénzügyi eszközök sajátosságait figyelembe véve rendeleti úton megállapíthatja azokat az eseteket, amelyekben az ajánlati kötelezettség olyan szerzésből ered, amely közös tulajdont eredményez azon értékpapírok és más pénzügyi eszközök felett, amelyek szavazati jogot biztosítanak a 105. cikkben foglalt tárgykörben, és olyan mértékben, amely az (1) bekezdésben megjelölt részesedéssel rendelkező bármely személy szavazati jogával egyező teljes szavazati jogot biztosít.

3-ter. A (3) bekezdés c) és d) pontjában foglalt intézkedéseket a 103. cikk (4) bekezdésének f) pontjában megjelölt rendeletben szereplő részletszabályok szerint kell közzétenni.

[…]”

7 A Consob 1999. május 14-i 11971. sz. határozatával elfogadta a regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti (a kibocsátókra vonatkozó szabályozás tárgyában az 1998. február 24-i 58. sz. törvényerejű rendelet végrehajtásáról szóló rendelet) (a továbbiakban: kibocsátókra vonatkozó rendelet) című jogszabályt. E rendeletnek „Az összejátszásból eredő áremelkedés” című 47 octies cikke első bekezdése szerint:

„A Consob a [TUF] 106. cikke (3) bekezdése d) pontjának 2) alpontja értelmében felfelé módosítja az ajánlati árat, ha az ajánlattevő vagy a vele összehangoltan eljáró személyek és egy vagy több eladó között megállapításra került összejátszásból eredő ár magasabb, mint az ajánlattevő által bejelentett ár. Ebben az esetben az ajánlati ár a megállapított árral egyezik meg.”

Az alapeljárások és az előzetes döntéshozatalra előterjesztett kérdés

8 A Marco Tronchetti Provera & C. SpA (a továbbiakban: MTP) közbenső társaságokon keresztül megalapította a Lauro Sessantuno SpA-t (a továbbiakban: Lauro 61) abból a célból, hogy megszerezze a Camfin SpA részvényeinek többségét, amely olyan, társasági részesedéseket kezelő holding társaság, amely nem végez közvetlenül ipari tevékenységet, de bevételre tesz szert azon vállalkozásoktól, amelyekben tőkerészesedéssel rendelkezik. E vállalkozások között szerepel a Pirelli & C. SpA (a továbbiakban: Pirelli), amelyben a Camfin 26,19%-os szavazati joggal rendelkezik.

9 A Lauro 61 2013. június 5-én nyilvános vételi ajánlatot tett a Camfin összes törzsrészvényére, részvényenként 0,80 euró áron, amely a TUF 106. cikke (2) bekezdésének megfelelően az utolsó tizenkét hónapban fizetett legmagasabb árral egyezett. A nyilvános vételi ajánlat azért volt kötelező, mert a Lauro 61 60,99%-os tőkerészesedésre tett szert a Camfin társaságban azt követően, hogy megszerezte a Camfin más részvényeseinek – közöttük a Malacalza Investimenti Srl-nek (a továbbiakban: MCI) – több közvetlen részesedését.

10 A nyilvános vételi ajánlattal egyidejűleg a Lauro 61 közzétette, hogy megszűntek az MTP és az MCI között fennálló és többek között a Camfinra vonatkozó megállapodások. A maga részéről az MCI közzétette, hogy értékesítette az utóbbi társaságban meglévő részvényeit, és hogy egy ettől független

műveletet bonyolított, mégpedig a Pirelliben 6,98%-os tőkerészesedést szerzett két másik társaságon keresztül, amelyek a Camfinnal és más jelentős részvényeseivel együtt egy részvényátruházást korlátozó megállapodást (a továbbiakban: Pirelli-paktum) kötöttek, amely felhatalmazta a részvény-átruházó feleket, hogy a korlátozás hatálya alatt álló részvényeiket részben vagy teljes egészében kivonják e korlátozás alól.

11 A nyilvános vételi ajánlati eljárás 2013. október 11-én sikeresen lezárult, és a Lauro 61 kizárólagos tulajdonába került a Camfinban meglévő összes tőkerészesedés.

12 Eközben a Consob a TUF 106. cikke (3) bekezdése d) pontjának 2) alpontja és a kibocsátókra vonatkozó rendelet 47 octies cikke alapján, a Camfin kisebbségi részvényeseinek kérelmére 2013. szeptember 12-én megindította az áremelés iránti eljárást.

13 A 2013. szeptember 25-i 18662. sz. határozatában a Consob úgy vélte, hogy egyrészt a Lauro 61 és a vele összehangoltan eljáró más személyek, másrészt az MCI összejátszottak, aminek révén az MCI részvényenkénti 0,80 eurós áron Camfin-részvényeket adott el a Lauro 61 részére, és ennek fejében Pirelli-részvényeket vett a Pirelli-paktumban részt vevő felektől részvényenkénti 7,80 eurós áron, amely alacsonyabb volt, mint az az ár, amely a részvényenkénti 8 eurós piaci értékből következett volna. Az MCI által így megszerzett árelőny alapján a Consob úgy vélte, hogy Camfin-részvény árát 0,83 euróra kell emelni (a továbbiakban: 18662. sz. határozat).

14 A Tribunale amministrativo regionale per il Lazio (Lazio tartomány közigazgatási bírósága, Olaszország) előtt több keresetet is indítottak az 18662. sz. határozat megsemmisítése iránt. Egyes keresetekben azzal érveltek, hogy a TUF 106. cikke (3) bekezdése d) pontjának 2) alpontja és a kibocsátókra vonatkozó rendelet 47 octies cikke nem alkalmazható, mivel e rendelkezések ellentétesek a 2004/25 irányelv 5. cikkének (4) bekezdésével.

15 A Tribunale amministrativo regionale del Lazio (regionális közigazgatási bíróság, Lazio) elutasította a különböző kereseteket. E bíróság szerint az összejátszásra irányuló megállapodás fennállásának megállapítása csupán a Consob ármódosítási hatásköre gyakorolásának tényállási feltételét képezte, és ennek kizárólag az volt a célja, hogy méltányos helyzetet alakítson ki a Camfin kisebbségi részvényesei védelmében, lehetővé téve számukra, hogy ugyanabban az árelőnyben részesüljenek, mint amelyben a jelentős irányítást biztosító részesedés tulajdonosa részesült. E bíróság azt is megállapította, hogy nem állnak fenn azok a feltételek, amelyek alapján előzetes döntéshozatal céljából kérdés terjeszthető a Bíróság elé, mivel az uniós szabályozás nem vet fel semmilyen kétséget az adandó válasz tekintetében.

16 Az 18662. sz. határozat megalapozottsága kapcsán e bíróság megállapította, hogy a Consobnak nem azt kellett bizonyítania, hogy a felek magatartása szándékosan a nyilvános vételi ajánlatra vonatkozó szabályozás megkerülésére irányult, hanem csak azt, hogy ez objektíve alkalmas volt ilyen hatás elérésére amiatt, hogy az MCI a nyilvános vételi ajánlat során bejelentettnél magasabb ellenértéket kapott, mégpedig azáltal, hogy alacsonyabb áron szerezte meg a Pirelli-részvényeket. Az ügyletekben részt vevő gazdasági szereplők különböző érdekeinek átfogó értékelésében úgy vélte, hogy az MCI-vel való megállapodás olyan cél volt, amelyre a Pirelli-paktumban részt vevő felek közül nemcsak azok törekedtek, akik a Camfin felvásárlására vonatkozó ügyletet lebonyolították, hanem a paktumban részt vevő más felek is, akik esetében olyan személyekről van szó, akiknek objektív érdekük fűződött az MTP és az MCI közötti átfogó megállapodás megkötéséhez.

17 Az első fokon pervesztes társaságok a rájuk vonatkozó ítéletekkel szemben fellebbezést terjesztettek a Consiglio di Stato (államtanács, Olaszország) elé.

18 A kérdést előterjesztő bíróság mindenekelőtt ismerteti a kötelező nyilvános vételi ajánlatban szereplő ár meghatározására vonatkozó rendelkezések indokait és kifejti az elsőfokú ítéletek főbb megállapításait. Ezt követően bemutatja az alapeljárás felperesei által felhozott érvek lényegét, amelyek szerint az, hogy a felügyeleti hatóságnak nincs olyan kötelezettsége, hogy az összejátszásban részt vevő felek mindegyike

esetében meg kelljen állapítania az összejátszás szándékosságának fennállását, e hatóság számára korlátlan mérlegelési mozgásteret jelent az ajánlattevő, az eladó, valamint más piaci szereplők magatartásának értékelése tekintetében. Szerintük az ilyen mozgástér összeegyeztethetetlen a nyilvános vételi ajánlatban szereplő ár emelése szempontjából releváns magatartások előzetes meghatározásának követelményével.

19 A kérdést előterjesztő bíróság kifejti, hogy az olasz jog különböző területein vannak olyan rendelkezések, amelyek minősítenek egyes összejátszó magatartásokat, és amelyekben e fogalom értelme szerint olyan „rejtett vagy csalárd megállapodás, amely harmadik személyeknek kárt okoz, és megkerüli a kötelező erejű jogszabályi rendelkezéseket”, ami feltételezi, hogy a megállapodásban részt vevő valamennyi szereplő esetében teljesül az akaratlagos és szándékos tényállási elem. Márpedig, ha e fogalmat önmagában az alapeljárás jogterületére alkalmazzuk, a fellebbezési jogalapokat el kell fogadni, mivel azok a társaságok, amelyek eladták a Pirelliben meglévő részesedéseiket az MCI-nek, egyáltalán nem vettek részt rejtett vagy csalárd megállapodásban.

20 Azonban a kérdést előterjesztő bíróság kiemeli az alapügyben érintett jogterület sajátosságát, amely a Consobra ruházott ármódosítási hatáskör szabályozó, és nem szankcionáló jellegén alapul, és amely akadályát képezheti annak, hogy az „összejátszás” fogalmának jelentése, ahogyan az az olasz jog más területein szabályozást nyert, e jogterületen kerüljön egyszerűen alkalmazásra. Végeredményben pedig hangsúlyozza, hogy a versenyjogban és a kapcsolódó piacszabályozásra vonatkozó jogban a „tiltott megállapodás” fogalma a gazdasági szereplők olyan látszólag önálló magatartásából is levezethető, amely objektíve jogilag tiltott hatást eredményez. Ebből következik, hogy az összejátszás megállapítása során, amint a Tribunale amministrativo regionale per il Lazio (Lazio tartomány közigazgatási bírósága) is kimondta, a hatóságnak nem kell bizonyítania, hogy a felek magatartása szándékosan a nyilvános vételi ajánlatra vonatkozó szabályozás megkerülésére irányult.

21 Mindazonáltal az alapeljárásban részt vevő felekhez hasonlóan a kérdést előterjesztő bíróság is felveti, hogy az „összejátszás” fogalma – ahogyan azt a TUF és a kibocsátókra vonatkozó rendelet tartalmazza, mivel e fogalom nincs meghatározva – ellentétes-e a nyilvános vételi ajánlatban szereplő ár módosítására irányuló nemzeti hatósági hatáskörre vonatkozó feltételek egyértelmű meghatározásának elvével, amelyet a 2004/25 irányelv 5. cikke (4) bekezdésének második albekezdése ír elő. E bíróság megjegyzi, hogy egy tőzsdén jegyzett társaság részvényei tekintetében érdekelt piaci szereplők nem tudják előzetesen megítélni a tanúsítandó magatartásokat egy nyilvános vételi ajánlatot megelőzően, ami azt eredményezi, hogy valamely előzetes értékelés alapján semlegesnek és megengedhetőnek tűnő magatartások utólag a nyilvános vételi ajánlatban szereplő ár emelését alátámasztó, összejátszó magatartásoknak minősülhetnek egy olyan átminősítés alapján, amely kizárólag egy összetettebb, de az érintett személyek és gazdasági szereplők számára ismeretlen helyzet objektív hatásaira összpontosít.

22 Ilyen körülmények között a kérdést előterjesztő bíróság úgy határozott, hogy az eljárást felfüggeszti, és előzetes döntéshozatal céljából a következő kérdést terjeszti a Bíróság elé:

„Ellentétes-e a [2004/25 irányelv] 5. cikke (4) bekezdése második albekezdésének az ezen irányelv 3. cikke (1) bekezdésében meghatározott általános elvekkel összefüggő helyes alkalmazásával, valamint a jogbiztonság, a bizalomvédelem, az arányosság, az észszerűség, az átláthatóság és a hátrányos megkülönböztetés tilalma általános uniós elvének helyes alkalmazásával az [58/1998. sz. módosított törvényerejű rendelet] 106. cikke (3) bekezdése d) pontja 2. alpontjában, valamint a módosított [végrehajtási rendelet] 47 octies cikkében foglalthoz hasonló nemzeti szabályozás[,]amelyben a hivatkozott rendelkezések felhatalmazzák a Consobot arra, hogy abban az esetben, ha »az ajánlattevő vagy a vele összehangoltan eljáró személyek és egy vagy több eladó [összejátszottak]«, anélkül emelje meg a hivatkozott 106. cikk szerinti nyilvános vételi ajánlatban szereplő árat, hogy meghatározásra kerülnének az e tényállást megvalósító különös magatartások, és így egyértelműen megállapításra kerülnének azok a körülmények és kritériumok, amelyek fennállása esetén a Consob jogosult a nyilvános vételi ajánlatban szereplő ár felfelé történő helyesbítésére?”

Az előzetes döntéshozatalra előterjesztett kérdésről

23 A kérdést előterjesztő bíróság az előzetes döntéshozatalra előterjesztett kérdésével lényegében arra vár választ, hogy a 2004/25 irányelv 5. cikke (4) bekezdésének második albekezdését úgy kell-e értelmezni, hogy azzal ellentétes az olyan nemzeti szabályozás, mint amely az alapügyben szerepel, és amely lehetővé teszi a nemzeti felügyeleti hatóság számára, hogy „összejátszás” esetén megemelje a nyilvános vételi ajánlatban szereplő árat, anélkül hogy pontosan meghatározná az e fogalmat kimerítő különös magatartásokat.

24 Amint a 2004/25 irányelv (1)–(3) és (9) preambulumbekezdéséből kitűnik, ezen irányelv célja azon társaságok által kibocsátott értékpapírok tulajdonosai érdekeinek védelme, amely társaságok felett valamely természetes vagy jogi személy irányítást szerzett, és ezt szem előtt tartva ezen irányelv biztosítani kívánja a nyilvános vételi ajánlatra vonatkozó szabályok egyértelműségét és átláthatóságát.

25 E tekintetben az 1. cikkének (1) bekezdése szerint ezen irányelv meghatározza a tagállamok joga által szabályozott társaságok értékpapírjainak nyilvános vételi ajánlataira vonatkozó tagállami jogszabályokat összehangoló intézkedéseket, amennyiben ezen értékpapírok egy részének vagy egészének a szabályozott piacra való bevezetése megtörtént.

26 Az említett irányelv 3. cikkének (1) bekezdése általános elvek megnevezés alatt rögzíti azokat az irányadó elveket, amelyeket az irányelv alkalmazása során tiszteletben kell tartani (lásd ebben az értelemben: 2009. október 15-i Audiolux és társai ítélet, C-101/08, EU:C:2009:626, 51. pont). Ezek között szerepel az az elv, amely szerint védelmet kell biztosítani az értékpapírok tulajdonosainak abban az esetben, ha valamely személy megszerzi egy társaság irányítását.

27 Az említett elvek tiszteletben tartásának biztosítása céljából a 2004/25 irányelv 3. cikke (2) bekezdésének a) és b) pontja akként rendelkezik, hogy egyrészt a tagállamok biztosítják, hogy az ezen irányelvben meghatározott minimumkövetelményeket betartják, másrészt pedig az ajánlatok szabályozására további, az ezen irányelv feltételeinél és rendelkezéseinél szigorúbb feltételeket és rendelkezéseket állapíthatnak meg.

28 Ugyanezen irányelv 5. cikke „A kisebbségi részvényesek védelme, a kötelező ajánlat és a méltányos ár” cím alatt a társasági értékpapírok tulajdonosai érdekeinek védelmében lényegében a tagállamokra nézve két kötelező szabályt és egy másik, választásuk szerint alkalmazható szabályt ír elő.

29 Mindenekelőtt a 2004/25 irányelv 5. cikkének (1) bekezdése rögzíti az adott társaságban részesedést biztosító értékpapírok vételére vonatkozó kötelező ajánlat elvét. Így e cikk előírja, hogy amennyiben egy természetes vagy jogi személy saját szerzése, vagy a vele összehangoltan eljáró személyek szerzése következtében az ezen irányelv hatálya alá tartozó társaság értékpapírjaival rendelkezik, amely – a korábban szerzett értékpapírjaival vagy a vele összehangoltan eljáró személyek értékpapírjaival együtt – közvetlenül vagy közvetve a szavazati jogok meghatározott százalékát biztosítja e társaságban, amely lehetővé teszi számára a társaság irányítását, a tagállamok biztosítják, hogy e személy e társaság kisebbségi részvényeseinek védelme érdekében ajánlattételre legyen köteles, és ezen ajánlatnak az említett irányelv 5. cikkének (4) bekezdésében meghatározott méltányos áron e részvényesek összes részesedésére kell vonatkoznia.

30 Ezen túlmenően szintén a nyilvános vételi ajánlattal érintett társaság kisebbségi részvényesei védelmének biztosítása céljából a 2004/25 irányelv 5. cikke (4) bekezdésének első albekezdése méltányos árnak főszabály szerint azt a legmagasabb árat tekinti, amelyet az ajánlattevő vagy a vele összehangoltan eljáró személyek ugyanazon értékpapírokért a tagállamok által – az ezen irányelv 5. cikkének (1) bekezdésében említett ajánlat megtétele előtt legalább hat hónap és legfeljebb tizenkét hónap között – meghatározott időtartam alatt megfizettek.

31 Végül a 2004/25 irányelv 5. cikke (4) bekezdésének második albekezdése előírja, hogy a 3. cikk (1) bekezdésében meghatározott elvek betartásának feltételével a tagállamok feljogosíthatják az ezen irányelv 4. cikkében szereplő felügyeleti hatóságaikat, hogy a méltányos árat módosítsák egyértelműen meghatározott körülmények esetén és ilyen kritériumok szerint. E célból a tagállamok egyrészt készíthetnek egy listát azon körülményekről, amelyek esetén e méltányos ár felfelé vagy lefelé módosítható, másrészt pedig meghatározhatják az ilyen esetekben alkalmazandó kritériumokat, azzal a megkötéssel, hogy e körülményeket és kritériumokat egyértelműen meg kell határozni. Ilyen körülményekre és kritériumokra hoz példákat az említett irányelv 5. cikke (4) bekezdésének második albekezdése.

32 E rendelkezésekből következik, hogy amikor valamely tagállam úgy dönt, hogy felhatalmazást ad a felügyeleti hatóságnak a 2004/25 irányelv 5. cikke (4) bekezdésének első albekezdésében meghatározott méltányos ár módosítására abból a célból, hogy meghatározza azt az árat, amelyen a nyilvános vételi ajánlatot meg kell tenni, e módosítási hatáskört az ezen irányelv 3. cikkének (1) bekezdésében szereplő irányadó elvek tiszteletben tartásával kell gyakorolni.

33 E tekintetben, amikor valamely tagállam az említett irányelv 5. cikke (4) bekezdése második albekezdésének megfelelően rögzíti azokat a meghatározott körülményeket, amelyek esetében az említett módosítási hatáskör gyakorolható, különös hangsúllyal kell figyelembe vennie az említett 3. cikk (1) bekezdésében szereplő azon elvet, amely azon társaság által kibocsátott értékpapírok tulajdonosai érdekeinek védelmére vonatkozik, amely felett valamely természetes vagy jogi személy irányítást szerzett.

34 E megfontolások fényében kell az előzetes döntéshozatalra előterjesztett kérdésre válaszolni.

35 Az előzetes döntéshozatal iránti kérelemből kitűnik, hogy a kérdés tárgya kettős. Egyrészt a kérdést előterjesztő bíróság azt a kérdést veti fel, hogy egy olyan elvont jogi fogalom, amely nem utal pontosan meghatározott magatartásokra, lehet-e egyértelműen meghatározott körülmény a 2004/25 irányelv 5. cikke (4) bekezdésének második albekezdése értelmében. Másrészt e bíróság arra kérdez rá, hogy befolyásolja-e esetleg az előbbi kérdésre adandó választ az a körülmény, hogy ugyanezen fogalom más jelentéssel bír a nemzeti jog más területein, mint az alapügyben érintett szabályozásban.

36 A jelen esetben az előzetes döntéshozatalra utaló határozatból kitűnik, hogy az alapügyben érintett szabályozás „az ajánlattevő vagy a vele összehangoltan eljáró személyek és egy vagy több eladó közötti összejátszás[t]” azon meghatározott körülmények egyikének tekinti, amelyek esetében a felügyeleti hatóság felfelé módosíthatja a nyilvános vételi ajánlatban szereplő méltányos árat.

37 Elsősorban meg kell állapítani, hogy a 2004/25 irányelv 5. cikke (4) bekezdésének második albekezdése mérlegelési mozgásteret biztosít a tagállamok számára azon körülmények meghatározása terén, amelyek esetében a felügyeleti hatóságaik módosíthatják a méltányos árat, azzal a feltétellel azonban, hogy e körülményeket egyértelműen meg kell határozniuk.

38 Ezen rendelkezés kimondja, hogy a tagállamok készíthetnek egy listát e körülményekről, továbbá ennek kapcsán több példát is említ, amely általános megfogalmazást alkalmazva kívánja szemléltetni azokat a körülményeket, amelyek indokolhatják a méltányos ár felfelé vagy lefelé történő módosítását, mint például az eladó és a vevő közötti megállapodás, kivételes események vagy a szóban forgó értékpapírok árának manipulálása.

39 Ebben az összefüggésben, amint azt lényegében a főtanácsnok az indítványa 52. és 53. pontjában is kifejtette, a 2004/25 irányelv 5. cikke (4) bekezdésének második albekezdését nem lehet úgy értelmezni, hogy azzal ellentétes, ha valamely tagállam az általa e rendelkezés átültetése céljából elfogadott szabályozásban – az említett rendelkezés szerinti egyértelműen meghatározott körülményként – olyan elvont jogi fogalmat alkalmaz, mint a jelen esetben az „összejátszás” fogalma.

40 Azonban az elvont jogi fogalom alkalmazása alapvetően nem eredményezheti azt, hogy az e fogalmat tartalmazó nemzeti szabály olyannyira félreérthető legyen, hogy az e szabályt elfogadó tagállam emiatt ne tudja megfelelő bizonyossággal eloszlatni az említett jogszabály terjedelmét vagy tartalmát illető esetleges kétségeket (lásd ebben az értelemben: 2005. április 14-i Belgium kontra Bizottság ítélet, C-110/03, EU:C:2005:223, 31. pont).

41 Nem vitatott, hogy mind a jogbiztonság elve, mind az irányelvek teljes jogi, és nemcsak tényleges érvényesülése biztosításának szükségessége megköveteli, hogy valamennyi tagállam az irányelvvel érintett területen kötelező rendelkezéseket előíró egyértelmű, pontos és átlátható jogi szabályozás keretében átvegye a szóban forgó irányelv előírásait (2000. november 16-i Bizottság kontra Görögország ítélet, C-214/98, EU:C:2000:624, 23. pont; 2010. január 14-i Bizottság kontra Cseh Köztársaság ítélet, C-343/08, EU:C:2010:14, 40. pont).

42 Ugyanakkor e követelményeket nem lehet úgy érteni, mint amelyek előírnák, hogy az elvont jogi fogalmat használó szabálynak fel kell sorolnia azokat a különböző konkrét eseteket, ahol alkalmazást nyerhet, amennyiben valamennyi ilyen eset előzetes jogalkotói meghatározása nem lehetséges.

43 Ezért a 2004/25 irányelv 5. cikke (4) bekezdésének második albekezdését nem lehet úgy értelmezni, mint amely megköveteli, hogy az a tagállam, amely az e rendelkezés átültetése céljából elfogadott szabályozásban az említett rendelkezés szerinti egyértelműen meghatározott körülmények egyikeként előírja – mint az alapügyben – „az ajánlattevő vagy a vele összehangoltan eljáró személyek és egy vagy több eladó közötti összejátszás[t]”, pontosan meghatározza az ilyen összejátszást kimerítő különös magatartásokat.

44 Másodsorban a kérdést előterjesztő bíróság azt a kérdést veti fel, hogy ezen irányelv 5. cikke (4) bekezdésének második albekezdésével ellentétes-e, ha valamely tagállam azon körülmények egyikének meghatározása céljából, amelyek esetén a méltányos ár módosítható, az „összejátszás” fogalmára hivatkozik, amely az alapügyben érintett szabályozás összefüggésében más jelentéssel bír, mint amellyel a nemzeti jog más területein felruházták.

45 Mivel e rendelkezés olyan célkitűzést követ, amely a nyilvános vételi ajánlattal érintett társaság értékpapírjainak tulajdonosai, különösen a kisebbségi részvényesek érdekeinek védelmére irányul, amint azt a 2004/25 irányelv rögzíti és a jelen ítélet 24–33. pontja ismerteti, ha valamely tagállam olyan fogalmat alkalmaz, mint amilyen az „összejátszás” fogalma, abból a célból, hogy meghatározza azon körülmények egyikét, amely esetében a méltányos ár módosítható, az a tény, hogy e fogalom más jelentéssel bír a nemzeti jog más területein, nem akadálya annak, hogy e fogalmat a nyilvános vételi ajánlatra vonatkozó nemzeti szabályozás összefüggésében úgy lehessen tekinteni, hogy az megfelel ezen irányelv 5. cikke (4) bekezdésének második albekezdésében foglalt követelményeknek.

46 Mindamellett a jogbiztonság követelményének való megfelelés érdekében a tagállamoknak ügyelniük kell arra, hogy az e fogalomnak a nyilvános vételi ajánlatok területén adandó értelmezés – a belső jogban elismert értelmezési módszerek útján – kellően egyértelmű, pontos és előre látható módon legyen levezethető a szóban forgó nemzeti szabályozásból.

47 A kérdést előterjesztő bíróságra hárul annak vizsgálata, hogy erről van-e szó az alapeljárásban érintett szabályozásban szereplő „összejátszás” fogalma esetében.

48 A fenti megfontolásokból következik, hogy a 2004/25 irányelv 5. cikke (4) bekezdésének második albekezdését úgy kell értelmezni, hogy azzal nem ellentétes az olyan nemzeti szabályozás, mint amely az alapügyben szerepel, és amely lehetővé teszi a nemzeti felügyeleti hatóság számára, hogy „összejátszás” esetén megemelje a nyilvános vételi ajánlatban szereplő árat, anélkül hogy pontosan meghatározná az e fogalmat kimerítő különös magatartásokat, feltéve hogy az említett fogalom értelmezése a belső jogban elismert értelmezési módszerek útján kellően egyértelmű, pontos és előre látható módon levezethető e szabályozásból.

A költségekről

49 Mivel ez az eljárás az alapeljárásban részt vevő felek számára a kérdést előterjesztő bíróság előtt folyamatban lévő eljárás egy szakaszát képezi, ez a bíróság dönt a költségekről. Az észrevételeknek a Bíróság elé terjesztésével kapcsolatban felmerült költségek, az említett felek költségeinek kivételével, nem téríthetők meg.

A fenti indokok alapján a Bíróság (harmadik tanács) a következőképpen határozott:

A nyilvános vételi ajánlatról szóló, 2004. április 21-i 2004/25/EK európai parlamenti és tanácsi irányelv 5. cikke (4) bekezdésének második albekezdését úgy kell értelmezni, hogy azzal nem ellentétes az olyan nemzeti szabályozás, mint amely az alapügyben szerepel, és amely lehetővé teszi a nemzeti felügyeleti hatóság számára, hogy „összejátszás” esetén megemelje a nyilvános vételi ajánlatban szereplő árat, anélkül hogy pontosan meghatározná az e fogalmat kimerítő különös magatartásokat, feltéve hogy az említett fogalom értelmezése a belső jogban elismert értelmezési módszerek útján kellően egyértelmű, pontos és előre látható módon levezethető e szabályozásból.

Aláírások