Zbornik sudske prakse

PRESUDA SUDA (treće vijeće)

20. srpnja 2017.*

„Zahtjev za prethodnu odluku – Pravo društava – Direktiva 2004/25/EZ – Ponude za preuzimanje – Članak 5. stavak 4. drugi podstavak – Mogućnost izmjene cijene u ponudi pod okolnostima i u skladu s jasno određenim kriterijima – Nacionalna pravila koja predviđaju mogućnost da nadzorno tijelo poveća cijenu istaknutu u ponudi za preuzimanje u slučaju nezakonitog dogovora između ponuditelja ili osoba koje s njim zajednički djeluju i jednog ili više prodavatelja”

U predmetu C-206/16,

povodom zahtjeva za prethodnu odluku na temelju članka 267. UFEU-a, koji je uputio Consiglio di Stato (Državno vijeće, Italija), odlukom od 10. studenoga 2015., koju je Sud zaprimio 13. travnja 2016., u postupku

**Marco Tronchetti Provera SpA,**

**Antares European Fund Limited,**

**Antares European Fund II Limited,**

**Antares European Fund LP,**

**Luca Orsini Baroni,**

**UniCredit SpA,**

**Camfin SpA**

protiv

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

uz sudjelovanje:

**Camfin SpA,**

**Generali Assicurazioni Generali SpA,**

**Antares European Fund Limited,**

**Antares European Fund II Limited,**

**Antares European Fund LP,**

* Jezik postupka: talijanski

**Luca Orsini Baroni,**

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

**UniCredit SpA,**

SUD (treće vijeće),

u sastavu: L. Bay Larsen, predsjednik vijeća, M. Vilaras (izvjestitelj), J. Malenovský, M. Safjan i D. Šváby, suci,

nezavisni odvjetnik: N. Wahl,

tajnik: R. Schiano, administrator,

uzimajući u obzir pisani postupak i nakon rasprave održane 1. veljače 2017.,

uzimajući u obzir očitovanja koja su podnijeli:

— za Camfin SpA, A. Zoppini, G. M. Roberti i I. Perego, *avvocati*,

— za Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob), G. Randisi, S. Lopatriello, S. Providenti i A. Atripaldi, *avvocati*,

— za talijansku vladu, G. Palmieri, u svojstvu agenta, uz asistenciju P. Gentili i S. Fiorentino, *avvocati dello Stato*,

— za Europsku komisiju, V. Di Bucci i H. Støvlbæk, u svojstvu agenata,

saslušavši mišljenje nezavisnog odvjetnika na raspravi održanoj 15. ožujka 2017.,

donosi sljedeću

## Presudu

1 Zahtjev za prethodnu odluku odnosi se na tumačenje članka 5. stavka 4. drugog podstavka Direktive 2004/25/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 21. travnja 2004. o ponudama za preuzimanje (SL 2004., L 142, str. 12.) (SL, posebno izdanje na hrvatskom jeziku, poglavlje 17., svezak 1., str. 141.)

2 Zahtjev je upućen u okviru četiriju sporova između nekoliko talijanskih društava i Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob) (Državna komisija za trgovačka društva i burzu, Italija), u vezi sa zakonitošću odluke potonje da poveća cijenu istaknutu u ponudi za preuzimanje (PP).

## Pravni okvir

### *Pravo Unije*

3 U skladu s uvodnim izjavama 1. do 3. i 9. Direktive 2004/25:

„(1) U skladu s člankom [50.] stavkom 2. točkom (g) [Ugovora o FEU-u] potrebno je uskladiti određene zaštitne mjere koje, radi zaštite interesa članica i drugih, države članice zahtijevaju od trgovačkih društava za koje je mjerodavno pravo države članice i čije su vrijednosnice uvrštene radi trgovanja na uređenom tržištu države članice, kako bi se te zaštitne mjere ujednačile u čitavoj [Europskoj uniji].

(2) Potrebno je zaštititi interese držatelja vrijednosnica društava za koje je mjerodavno pravo države članice kada ta društva podliježu ponudama za preuzimanje ili promjenama kontrole i kada su barem neke od njihovih vrijednosnica uvrštene radi trgovanja na uređenom tržištu države članice.

(3) Potrebno je na razini [Unije] osigurati jasnoću i transparentnost u pogledu pravnih pitanja koja treba riješiti u slučaju ponuda za preuzimanje, te spriječiti da planovi restrukturiranja društava u [Uniji] budu iskrivljeni zbog arbitrarnih razlika u kulturama vođenja i upravljanja.

[…]

(9) Države članice bi trebale poduzeti potrebne korake radi zaštite držatelja vrijednosnica, posebno onih s manjinskim udjelima, u slučaju stjecanja kontrole nad njihovim trgovačkim društvima. Države članice bi trebale osigurati takvu zaštitu obvezujući osobu koja je stekla kontrolu nad trgovačkim društvom da dâ ponudu svim držateljima vrijednosnica tog društva za sve njihove udjele po pravičnoj cijeni i prema zajedničkoj definiciji. Države članice trebale bi moći utvrditi daljnja sredstva za zaštitu interesa držatelja vrijednosnica, kao što je obveza davanja djelomične ponude u slučaju kada ponuditelj ne stječe kontrolu nad trgovačkim društvom ili obveza objave ponude istodobno sa stjecanjem kontrole nad trgovačkim društvom."

4 Članak 3. te direktive, naslovljen „Opća načela", propisuje:

„1. Radi provedbe ove Direktive, države članice osiguravaju poštovanje sljedećih načela:

(a) prema svim držateljima vrijednosnica ciljnog trgovačkog društva istog roda mora se postupati jednako; štoviše, ako osoba stekne kontrolu nad društvom, ostali držatelji vrijednosnica moraju biti zaštićeni;

(b) držatelji vrijednosnica ciljnog trgovačkog društva moraju imati dovoljno vremena i podataka kako bi mogli donijeti valjanu i upućenu odluku o ponudi; kada savjetuje držatelje vrijednosnica, uprava ciljnog trgovačkog društva mora podijeliti svoja gledišta o učincima provedbe ponude za zapošljavanje, uvjetima radnog odnosa i mjestima poslovanja trgovačkog društva;

(c) uprava ciljnog trgovačkog društva mora postupati u interesu trgovačkog društva kao cjeline i ne smije uskratiti mogućnost držateljima vrijednosnica da odluče o uvjetima ponude;

(d) ne smije se stvarati lažno tržište vrijednosnica ciljnog trgovačkog društva, trgovačkog društva ponuditelja ili bilo kojeg drugog trgovačkog društva na koje se odnosi ponuda tako da porast ili pad cijene vrijednosnica postanu umjetni i da se naruši normalno funkcioniranje tržišta;

(e) ponuditelj mora objaviti ponudu tek nakon što osigura da u potpunosti može podmiriti bilo koju novčanu naknadu ako je ponuđena, i nakon što poduzme sve razumne mjere kako bi osigurao bilo koju drugu vrstu naknade;

(f) ciljno društvo ne smije zbog ponude za njegove vrijednosnice biti spriječeno u vođenju svojih poslova dulje nego što je to opravdano.

2. Kako bi se osiguralo pridržavanje načela navedenih u stavku 1., države članice:

(a) osiguravaju poštovanje minimalnih zahtjeva navedenih u ovoj Direktivi;

(b) mogu odrediti dodatne uvjete i odredbe, strože od onih u ovoj Direktivi, za reguliranje ponuda.”

5 U članku 5. navedene direktive, naslovljenom „Zaštita manjinskih dioničara, obvezna ponuda i pravična cijena”, predviđeno je u njegovim stavcima 1. do 4.:

„1. Kad fizička ili pravna osoba drži, kao rezultat vlastitog stjecanja ili stjecanja od strane osoba koje s njom djeluju zajednički, vrijednosnice trgovačkog društva navedenog u članku 1. stavku 1., koji joj, osim bilo kojih postojećih vrijednosnica koje ona drži ili osim vrijednosnica koje drže osobe koje s njom djeluju zajednički, izravno ili neizravno, daju određeni postotak glasačkih prava u glavnoj skupštini tog trgovačkog društva dajući joj kontrolu nad tim trgovačkim društvom, države članice osiguravaju da takva osoba bude obvezna objaviti ponudu radi zaštite manjinskih dioničara tog trgovačkog društva. Takva će ponuda biti čim prije upućena svim držateljima tih vrijednosnica za sve njihove udjele, po pravičnoj cijeni kako je definirana u stavku 4.

2. Kad je kontrola stečena nakon dobrovoljne ponude svim držateljima vrijednosnica za sve njihove udjele u skladu s ovom Direktivom, obveza davanja ponude navedena u stavku 1. više se ne primjenjuje.

3. Postotak glasačkih prava koji daje kontrolu u smislu stavka 1. i način izračuna tog postotka određuju se pravilima države članice u kojoj trgovačko društvo ima sjedište.

4. Najviša cijena koju su za iste vrijednosnice platili ponuditelji [ponuditelj] ili osobe koje s njim djeluju zajednički tijekom razdoblja koje utvrđuju države članice, a ni manje od šest ni više od dvanaest mjeseci prije ponude navedene u stavku 1., smatra se pravičnom cijenom. Ako ponuditelj ili bilo koja osoba koja s njim djeluje zajednički, nakon objavljivanja ponude, a prije zatvaranja ponude za prihvat kupi vrijednosnice po cijeni višoj od ponuđene cijene, ponuditelj povećava svoju ponudu tako da ona ne bude manja od najviše cijene plaćene za tako stečene vrijednosnice.

Uz uvjet da se opća načela navedena u članku 3. stavku 1. poštuju, države članice mogu svoja nadzorna tijela ovlastiti da usklade cijenu navedenu u prvom podstavku, pod okolnostima i u skladu s jasno određenim kriterijima. U tom smislu ona mogu sastaviti popis okolnosti u kojima najviša cijena može biti usklađena naviše ili naniže, na primjer kad je najviša cijena određena u sporazumu između kupca i prodavatelja, kad se tržišnim cijenama predmetnih vrijednosnica manipuliralo, kad su na tržišne cijene općenito ili na određene tržišne cijene posebno utjecali izuzetni događaji, ili radi omogućivanja spašavanja trgovačkog društva u poteškoćama. Ona također mogu odrediti kriterije koji se primjenjuju u takvim slučajevima, na primjer prosječnu tržišnu vrijednost u određenom razdoblju, preostalu vrijednost trgovačkog društva ili druge objektivne kriterije procjene koji se općenito koriste u financijskoj analizi.

Bilo koja odluka nadzornog tijela o usklađivanju pravične cijene se obrazlaže i objavljuje.”

### *Talijansko pravo*

6 Članak 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 (Zakonodavna uredba br. 58 – konsolidirane odredbe o financijskom posredovanju u smislu članaka 8. i 21. Zakona br. 52 od 6. veljače 1996.) od 24. veljače 1998. (redovan dodatak GURI-ju br. 71 od 26. ožujka 1998.) u verziji primjenjivoj na činjenice u glavnom postupku (u daljnjem tekstu: TUF), naslovljen „Ponuda za potpuno preuzimanje" određuje:

„1. Svaka osoba koja nakon preuzimanja ima udjel veći od 30 % daje svim imateljima vrijednosnih papira ponudu za preuzimanje koja se odnosi na sve njihove vrijednosne papire kojima se može trgovati na uređenom tržištu.

2. Ponuda se za svaku od kategorija vrijednosnih papira daje u roku od dvadeset dana po cijeni koja nije niža od najviše koju su ciljem kupnje vrijednosnih papira iste kategorije ponuditelj i osobe koje s njim djeluju zajednički platili u razdoblju od dvanaest mjeseci koje je prethodilo obavijesti iz članka 102. [prvog stavka]. Ako se u navedenom razdoblju ne sklopi naplativi kupoprodajni ugovor u vezi s vrijednosnim papirima iste kategorije, za tu kategoriju vrijednosnih papira daje se ponuda po cijeni koja nije niža od ponderirane prosječne tržišne stope u razdoblju od posljednjih dvanaest mjeseci ili kraćem mogućem razdoblju.

[…]

3. Consob pravilnikom uređuje slučajeve u kojima:

(a) udjel iz [prvog stavka] stečen je kupnjom udjela u društvima čiji kapital većinom čine vrijednosni papiri koje izdaje drugo društvo, u skladu s odredbama članka 105. stavka 1.;

(b) obveza davanja ponude nastaje kada oni koji već imaju udjele iz stavka 1., a koji nemaju većinu glasačkih prava u glavnoj skupštini, kupe više od 5 %;

(c) ponuda, nakon što Consob donese obrazloženu odluku, sadržava cijenu nižu od najviše već plaćene cijene i utvrđuje kriterije za određivanje navedene cijene, pod uvjetom da postoji jedna od sljedećih situacija:
   (1) na tržišne su cijene utjecali izvanredni događaji ili postoje opravdani razlozi da se smatra da su bile izmanipulirane;
   (2) najviša cijena koju su platili ponuditelj ili osobe koje s njim djeluju zajednički tijekom razdoblja iz stavka 2. odgovara cijeni transakcije kupnje/prodaje u vezi s vrijednosnim papirima koji su predmet ponude i koje su izvršene pod tržišnim uvjetima i u okviru redovnog upravljanja njihovom karakterističnom aktivnošću ili odgovara cijeni transakcije kupnje/prodaje na koju se primjenjuje neko od izuzeća iz stavka 5.;

(d) ponuda, nakon što Consob donese obrazloženu odluku, sadržava cijenu koja je viša od najviše plaćene cijene, pod uvjetom da je takva cijena potrebna radi zaštite ulagatelja i da je prisutna barem jedna od sljedećih okolnosti:
   (1) ponuditelj ili osobe koje s njim zajednički djeluju odredile su cijenu s ciljem stjecanja vrijednosnih papira u iznosu višem od onog plaćenog za stjecanje vrijednosnih papira iste kategorije;
   (2) ponuditelj ili osobe koje s njim zajednički djeluju nezakonito su se dogovarale s jednim ili više prodavatelja;
   (3) […]
   (4) kada valja pretpostaviti da su tržišne cijene izmanipulirane.

3.a Vodeći računa o obilježjima izdanih financijskih instrumenata, Consob može pravilnikom utvrditi slučajeve u kojima obveza davanja ponude proizlazi iz stjecanja zbog kojih dolazi do zajedničkog držanja vrijednosnih papira i drugih financijskih instrumenata koja dodjeljuju glasačka prava u vezi s pitanjima iz članka 105., u mjeri u kojoj je moguće dodijeliti puno glasačko pravo istovjetno onomu koje ima osoba koja ima udjele navedene u stavku 1.

3.b Mjere predviđene u [točkama] (c) i (d) stavka 3. objavljuju se na način naveden u pravilniku iz članka 103. stavka 4. [točke] (f).

[…]"

7 Consob je Odlukom br. 11971 od 14. svibnja 1999. usvojio Regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti (Pravilnik o provedbi Zakonodavne uredbe br. 58 od 24. veljače 1998. kojim su utvrđena pravila primjenjiva na ciljna društva), koji je nakon toga nekoliko puta izmijenjen (u daljnjem tekstu: Pravilnik o ciljnim društvima). Članak 47.g tog pravilnika, naslovljen „Povećanje cijene u slučaju nezakonitih dogovora", u svojem stavku 1. navodi:

„Consob, u skladu s člankom 106. stavkom 3. točkom (d) podtočkom 2. [TUF-a], ponuđenu cijenu povećava kada je zbog dokazanih nezakonitih dogovora između ponuditelja ili osoba koje s njim zajednički djeluju i jednog ili više prodavatelja došlo do toga da je ponuđena cijena viša od one koju je ponuditelj istaknuo. U tom slučaju, ponuđena cijena mora biti jednaka dogovorenoj."

## Glavni postupak i prethodno pitanje

8 Društvo Marco Tronchetti Provera & C. SpA (u daljnjem tekstu: MTP), osnovalo je, putem društava kojima je upravljalo, društvo Lauro Sessantuno SpA (u daljnjem tekstu: Lauro 61) s ciljem stjecanja većine dionica društva Camfin SpA, holdinga s udjelima koje izravno ne obavlja nikakvu industrijsku djelatnost, nego su njegovi prihodi oni društava u kojima drži kapital. Među tim društvima je i Pirelli & C. SpA (u daljnjem tekstu: Pirelli), u kojemu društvo Camfin drži udjele u visini od 26,19 % glasačkih prava.

9 Društvo Lauro 61 na tržištu je 5. lipnja 2013. objavilo PP za sve redovne dionice društva Camfin SpA po cijeni od 0,80 eura po dionici, što je bila najviša plaćena cijena u posljednjih dvanaest mjeseci u skladu s člankom 106. stavkom 2. TUF-a. PP je bio obvezan jer je društvo Lauro 61 držalo 60,99 % kapitala u društvu Camfin, nakon što je nekoliko drugih dioničara društva Camfin, među kojima Malacalza Investimenti Srl (u daljnjem tekstu: MCI), steklo više izravnih udjela.

10 Istodobno s PP-om, društvo Lauro 61 na tržištu je objavilo da je raskinulo postojeće sporazume između društava MTP i MCI osobito u pogledu društva Camfin. Društvo MCI je pak na tržištu objavilo da je prodalo svoje dionice u potonjem društvu i da je započelo drugu transakciju, to jest stjecanje udjela u iznosu od 6,98 % u kapitalu društva Pirelli od dvaju društava koja su, s društvom Camfin i drugim važnim dioničarima istog, potpisnici Konvencije o blokadi (u daljnjem tekstu: pakt Pirelli), pri čemu su prenositelji tim paktom ovlašteni otpustiti sve ili dio svojih blokiranih dionica.

11 PP je uspješno dovršen 11. listopada 2013. nakon što je društvo Lauro 61 postalo vlasnik cjelokupnog kapitala u društvu Camfin.

12 U međuvremenu je Consob 12. rujna 2013., povodom prigovora manjinskih dioničara društva Camfin, pokrenuo postupak radi povećanja cijene na temelju među ostalim članka 106. stavka 3. točke (d) podtočke 2. TUF-a i članka 47.g Pravilnika o ciljnim društvima.

13 Odlukom br. 18662 od 25. rujna 2013. Consob je zauzeo stajalište da između, s jedne strane, društva Lauro 61 i drugih osoba koje s njim zajednički djeluju i, s druge strane, MCI-ja, postoji nezakoniti dogovor kojim je MCI društvu Lauro 61 prodao dionice društva Camfin po cijeni od 0,80 eura po dionici i, kao naknadu, od potpisnika pakta Pirelli stekao Pirellijeve dionice po cijeni od 7,80 eura po dionici, cijeni nižoj od one koja bi proizlazila iz tržišne vrijednosti od 8 eura po dionici. Uzimajući u obzir prednost koju je tako stekao MCI, Consob je smatrao da cijena dionice društva Camfin treba iznositi 0,83 eura (u daljnjem tekstu: Odluka br. 18662).

14 Tribunale amministrativo regionale per il Lazio (Regionalni upravni sud Lacija, Italija) zaprimio je nekoliko tužbi radi poništenja Odluke br. 18662. U okviru određenih tužbi tvrdilo se da su članak 106. stavak 3. točka (d) podtočka 2. TUF-a i članak 47.g Pravilnika o ciljnim društvima neprimjenjivi jer se protive članku 5. stavku 4. Direktive 2004/25.

15 Tribunale amministrativo regionale del Lazio (Regionalni upravni sud Lacija) odbio je tužbe. On smatra da je postojanje nezakonitog dogovora samo činjenični uvjet da bi se Consob mogao koristiti svojom ovlašću izmjene cijene, čiji je isključivi cilj uspostaviti pravičnu situaciju kako bi se zaštitili manjinski dioničari društva Camfin, na način da im se omogući da ostvarivanje iste prednosti kao one koju ima imatelj udjela sa značajnim utjecajem. Također je smatrao da nisu ispunjene pretpostavke postavljanja prethodnog pitanja Sudu, s obzirom na to da Unijini propisi ne uzrokuju nikakve dvojbe u vezi s odgovorom koji treba dati.

16 Što se tiče osnovanosti Odluke br. 18662, taj sud smatra da nije nužno da Consob dokaže da je ponašanje stranaka bilo namjerno i s ciljem zaobilaženja propisa u području PP-a, nego da je objektivno moglo imati takav učinak zbog toga što je MCI-ju dana puno veća naknada nego što je objavljena u svrhu PP-a, to jest za stjecanje Pirellijevih dionica po nižoj cijeni. U svojoj općenitoj analizi interesa različitih uključenih strana, smatrao je da je sporazum s MCI-jem cilj potpisnika pakta Pirelli koji obavljaju transakciju preuzimanja društva Camfin, ali i svih drugih potpisnika Pakta, koji su osobe objektivno zainteresirane za sklapanje općeg sporazuma između MTP-a i MCI-ja.

17 Društva koja nisu uspjela u prvostupanjskom postupku žalila su se na odnosne presude pred Consigliom di Stato (Državno vijeće, Italija).

18 Sud koji je uputio zahtjev najprije podsjeća na obvezujući razlog postojanja odredaba koje se odnose na određivanje cijene u PP-u te iznosi glavna razmatranja iz prvostupanjskih presuda. Nadalje, iznosi bit argumenata tužitelja u glavnom postupku, prema kojima zbog toga što nema obveze utvrđivanja postojanja elementa namjere nezakonitog dogovaranja kod svih sudionika tog dogovora, daje nadzornom tijelu neograničenu diskrecijsku ovlast u ocjeni ponašanja ponuditelja i prodavatelja kao i trećih osoba koje djeluju na tržištu. Tužitelji smatraju da takva diskrecija nije u skladu sa zahtjevom sigurnosti prilikom prethodnog planiranja relevantnih postupaka s ciljem povećanja cijene u PP-u.

19 Sud koji je uputio zahtjev ističe da u različitim područjima talijanskog prava postoje odredbe koje određeno ponašanje kvalificiraju kao nezakonito dogovaranje i prema kojima taj pojam znači „tajni i prijevarni sporazum na štetu trećih, kojim se izbjegavaju obvezujuće zakonodavne odredbe”, što podrazumijeva postojanje elementa namjere svih sudionika sporazuma. Međutim, kada bi se taj pojam kao takav primijenio na pravno područje o kojemu je riječ u glavnom postupku, valjalo bi prihvatiti sve žalbene razloge jer društva koja su MCI-ju prenijela svoje udjele u Pirelliju nisu sudjelovala ni u kakvom tajnom ili prijevarnom sporazumu.

20 Ipak, sud koji je uputio zahtjev tvrdi da je pravno područje o kojemu je riječ u glavnom postupku specifično zato što je narav ovlasti izmjene koja je dodijeljena Consobu regulatorna, a ne represivna, što bi moglo spriječiti jasno i jednostavno prenošenje, u to pravno područje, značenja pojma „tajni dogovor” kakav postoji u drugim područjima talijanskog prava. Uostalom ističe da pojam „zabranjenog sporazuma” u pravu tržišnog natjecanja i propisima koji su s time povezani također može obuhvaćati postupanja subjekata koja su naizgled samostalna, u slučaju kada ta postupanja objektivno imaju za

posljedicu zakonski zabranjeni učinak. Iz toga bi proizlazilo, kao što je to presudio Tribunale amministrativo regionale per il Lazio (Regionalni upravni sud Lacija), da za utvrđivanje tajnog dogovora nije nužno da nadzorno tijelo dokaže da je cilj postupanja stranaka izbjegavanje propisa u području PP-a.

21 Kao i stranke u glavnom postupku, sud koji je uputio zahtjev ipak se pita protivi li se, zbog njegove neodređenosti, pojam „tajni dogovor", kako je određen u TUF-u i Pravilniku o ciljnim društvima, načelusigurnosti uvjeta ovlasti nadzornih tijela da izmijene cijenu u PP-u predviđenom u članku 5. stavku 4. drugom podstavku Direktive 2004/25. Primjećuje da tržišni subjekti društva koje kotira na burzi ne bi mogli izvršiti prethodnu ocjenu ponašanja koje valja usvojiti, zbog čega bi se ponašanja koja su na osnovi *ex ante* ocjene neutralna i zakonita, *ex post* moglo kvalificirati kao nezakonita zbog kojih valja povisiti cijenu u PP-u, na osnovi prekvalifikacije koja se temelji isključivo na objektivnim učincima složenije situacije, nepoznate uključenim subjektima i osobama.

22 U tim je okolnostima sud koji je uputio zahtjev odlučio prekinuti postupak i uputiti Sudu sljedeće prethodno pitanje:

„Protivi li se pravilnoj primjeni članka 5. stavka 4. podstavka 2. Direktive 2004/25, s obzirom na opća načela utvrđena u članku 3. stavku 1. te direktive, kao i pravilnoj primjeni općih načela europskog prava, to jest pravne sigurnosti, zaštite legitimnih očekivanja, proporcionalnosti, razumnosti, transparentnosti i nediskriminacije nacionalni propis, poput članka 106. stavka 3. točke (d) podtočke 2. TUF-a i članka 47.g Pravilnika o ciljnim društvima, u dijelu u kojem se navedenim odredbama Consob ovlašćuje da povisi cijenu u PP-u iz navedenog članka 106. kada se pojavi okolnost „postojanja nezakonitog dogovora između ponuditelja ili osoba koje zajednički djeluju s njime i s jednim ili više prodavatelja", a da nisu utvrđena posebna postupanja koja predstavljaju takav sporazum te da, stoga, nisu jasno utvrđene okolnosti i kriteriji prema kojima je Consob ovlašten povisiti cijenu PP-a?"

## O prethodnom pitanju

23 Svojim prethodnim pitanjem, sud koji je uputio zahtjev u biti pita treba li članak 5. stavak 4. drugi podstavak Direktive 2004/25 tumačiti na način da mu se protivi nacionalni propis, kao što je onaj o kojemu je riječ u glavnom postupku, koji nacionalnom nadzornom tijelu dopušta da poveća cijenu u PP-u u slučaju nezakonitog dogovora, a da ne utvrdi detaljno posebna postupanja koja obilježavaju taj pojam.

24 Kako proizlazi iz uvodnih izjava 1. do 3. i 9., cilj je Direktive 2004/25 zaštititi interese imatelja vrijednosnih papira društava nad kojima kontrolu vrši jedna fizička ili pravna osoba te, s obzirom na to, osigurati jasnoću i transparentnost pravila u području PP-ova.

25 U tom smislu, u skladu s člankom 1. stavkom 1., ta direktiva predviđa mjere usklađivanja prava država članica što se tiče PP-ova u vezi s vrijednosnim papirima društava na koja se primjenjuje pravo neke od tih država članica, kada se svim ili dijelom tih vrijednosnih papira trguje na uređenom tržištu.

26 Članak 3. stavak 1. navedene direktive određuje smjernice koje se moraju poštovati pri njezinoj primjeni, kvalificirajući ih kao opća načela (vidjeti u tom smislu presudu od 15. listopada 2009., Audiolux i dr., C-101/08, EU:C:2009:626, t. 51.). Među tim načelima nalazi se ono prema kojem kada osoba stječe kontrolu nad društvom, držatelji vrijednosnih papira moraju biti zaštićeni.

27 Kako bi se osiguralo poštovanje navedenih načela, članak 3. stavak 2. točke (a) i (b) Direktive 2004/25 određuje da države članice radi uređenja ponuda, s jedne strane, paze na to da se poštuju minimalni zahtjevi navedeni u toj direktivi i, s druge strane, da mogu predvidjeti dodatne uvjete i strože odredbe od onih predviđenih u toj direktivi.

28 Naslovljen „Zaštita manjinskih dioničara, obvezna ponuda i pravična cijena”, članak 5. iste direktive, radi zaštite interesa držatelja vrijednosnih papira društva, predviđa u biti dva pravila koja se nameću državama članicama i jedno za koje mogu odabrati hoće li ga primijeniti.

29 Najprije, članak 5. stavak 1. Direktive 2004/25 određuje načelo obvezne ponude stjecanja udjela u određenom društvu. Tako predviđa da kad fizička ili pravna osoba drži, kao rezultat vlastitog stjecanja ili stjecanja od strane osoba koje s njom djeluju zajednički, vrijednosne papire trgovačkog društva koje ulazi u područje primjene te direktive, koji joj, osim postojećih vrijednosnih papira koje drži ona ili koje drže osobe koje s njom djeluju zajednički, izravno ili neizravno daju određeni postotak glasačkih prava u tom društvu dajući joj kontrolu nad njim, države članice osiguravaju da ta osoba ima obvezu objaviti ponudu radi zaštite manjinskih dioničara tog društva, pri čemu se ta ponuda mora odnositi na sve udjele tih dioničara i mora sadržavati pravičnu cijenu određenu u članku 5. stavku 4. navedene direktive.

30 Nadalje, kako bi se također osigurala zaštita manjinskih dioničara društva na koje se odnosi PP, članak 5. stavak 4. prvi podstavak Direktive 2004/25 najprije navodi da je pravična cijena najviša cijena koju su za iste vrijednosne papire platili ponuditelj ili osobe koje s njim djeluju zajednički u razdoblju koje odrede države članice, od najmanje šest do najviše dvanaest mjeseci koji prethode ponudi iz članka 5. stavka 1. te direktive.

31 Naposljetku, članak 5. stavak 4. drugi podstavak Direktive 2004/25 predviđa da, pod uvjetom da se poštuju načela navedena u članku 3. stavku 1., države članice mogu svoja nadzorna tijela, iz članka 4. te direktive, ovlastiti da usklade pravičnu cijenu pod okolnostima i u skladu s određenim kriterijima. U tu svrhu države članice mogu, s jedne strane, izraditi popis okolnosti u kojima se ta pravična cijena može izmijeniti, naviše ili naniže, i, s druge strane, odrediti kriterije koje u tim slučajevima valja primijeniti, pri čemu valja pojasniti da te okolnosti i ti kriteriji moraju biti jasno utvrđeni. Primjeri takvih okolnosti i kriterija navedeni su u članku 5. stavku 4. drugom podstavku navedene direktive.

32 Iz tih odredaba proizlazi da kada je država članica odlučila ovlastiti nadzorno tijelo da kako bi se utvrdila cijena po kojoj se treba odviti PP izmijeni pravičnu cijenu, određenu u članku 5. stavku 4. prvom podstavku Direktive 2004/25, tu ovlast valja izvršavati poštujući smjernice iz članka 3. stavka 1. te direktive.

33 U tom pogledu, kada država članica u skladu s člankom 5. stavkom 4. drugim podstavkom navedene direktive određuje okolnosti u kojima se navedena ovlast može izvršavati, ona mora posebice uzeti u obzir načelo zaštite interesa držatelja vrijednosnih papira društva nad kojom je neka fizička ili pravna osoba preuzela kontrolu, navedeno u spomenutom članku 3. stavku 1.

34 Odgovor na prethodno pitanje mora se dati s obzirom na ova opća razmatranja.

35 Iz prethodnog pitanja proizlazi da je značaj pitanja dvostruk. S jedne strane, sud koji je uputio zahtjev pita se može li apstraktni pravni pojam koji ne upućuje na detaljno određena postupanja biti jasno određena okolnost u smislu članka 5. stavka 4. drugog podstavka Direktive 2004/25. S druge strane, pita se može li okolnost da isti pojam ima različito značenje u područjima nacionalnog prava koja nemaju veze s propisom o kojemu je riječ u glavnom postupku utjecati na odgovor koji valja dati na prvo pitanje.

36 U ovom slučaju iz odluke kojom se upućuje prethodno pitanje proizlazi da je prema propisu iz glavnog postupka „nezakonit dogovor između ponuditelja ili osoba koje s njim zajednički djeluju i jednog ili više prodavatelja” jedna od određenih okolnosti u kojima nadzorno tijelo može povisiti pravičnu cijenu u PP-u.

37 Na prvom mjestu valja utvrditi da članak 5. stavak 4. drugi podstavak Direktive 2004/25 državama članicama daje marginu prosudbe da odrede okolnosti u kojima njihova nadzorna tijela mogu izmijeniti pravičnu cijenu, iako pod uvjetom da su te okolnosti jasno određene.

38 Ta odredba navodi da države članice mogu izraditi popis takvih okolnosti i u tom pogledu spominje nekoliko primjera koji upućuju na općenite izraze da bi se dočarale okolnosti koje mogu opravdati povećanje ili smanjenje pravične cijene, kao što je sporazum između kupca i prodavatelja, izvanredne okolnosti ili manipulacija cijene predmetnih vrijednosnih papira.

39 U takvom kontekstu u biti, kao što je to istaknuo nezavisni odvjetnik u točkama 52. i 53. svojeg mišljenja, članak 5. stavak 4. drugi podstavak Direktive 2004/25 ne može se tumačiti tako da mu se protivi to da država članica u propisu koji donese radi prenošenja te odredbe, za jasno određenu okolnost u smislu navedene odredbe upotrijebi apstraktni pravni pojam kao što je, u ovom slučaju, „tajni dogovor”.

40 Uostalom, upotreba apstraktnog pravnog pojma sama po sebi ne znači da bi nacionalni propis u kojem se nalazi bio toliko dvosmislen da bi predstavljao prepreku tomu da država članica koja ga je donijela sa sigurnošću otkloni eventualne sumnje u vezi s dosegom i smislom navedene odredbe (vidjeti u tom smislu presudu od 14. travnja 2005., Belgija/Komisija, C-110/03, EU:C:2005:223, t. 31.).

41 Doduše, poštovanja načela pravne sigurnosti i nužnost jamčenja pune primjene direktiva, pravno, a ne samo činjenično, zahtijevaju da sve države članice preuzmu odredbe predmetne direktive u jasan, precizan i transparentan pravni okvir koji predviđa obvezujuće odredbe u području na koje se ona odnosi (presude od 16. studenoga 2000., Komisija/Grčka, C-214/98, EU:C:2000:624, t. 23., i od 14. siječnja 2010., Komisija/Češka Republika, C-343/08, EU:C:2010:14, t. 40.).

42 Međutim, te zahtjeve ne treba shvatiti na način da nameću da propis koji upotrebljava apstraktni pravni pojam navede različite konkretne slučajeve u kojima ga se može primijeniti, s obzirom na to da zakonodavac ne može unaprijed utvrditi sve te slučajeve.

43 Stoga se članak 5. stavak 4. drugi podstavak Direktive 2004/25 ne može tumačiti na način da od države članice, koja u propisu koji donese radi prenošenja te odredbe, kao što je onaj o kojemu je riječ u glavnom postupku, predviđa da je „nezakonit dogovor između ponuditelja ili osobe koje s njim zajednički djeluju i jednog ili više prodavatelja” jedna od jasno određenih okolnosti u smislu te odredbe, da detaljno odredi posebna postupanja koja obilježavaju takav tajni dogovor.

44 Na drugom mjestu, sud koji je uputio zahtjev pita se protivi li se članku 5. stavku 4. drugom podstavku te direktive to da država članica, kako bi odredila neku od okolnosti u kojima se pravična cijena može izmijeniti, upućuje na pojam „tajni dogovor” koji u propisu o kojemu je riječ u glavnom postupku ima različito značenje od onog koje mu se pridaje u drugim područjima nacionalnog prava.

45 Budući da je cilj te odredbe zaštita držatelja vrijednosnih papira društava koja su predmet PP-a, a osobito manjinskih dioničara, kojim se bavi Direktiva 2004/25 i koji je utvrđen u točkama 24. do 33. ove presude, kada se država članica, kako bi odredila neku od okolnosti u kojima se pravična cijena može izmijeniti, odluči za pojam poput onoga „tajni dogovor”, okolnost da taj pojam ima različito značenje u drugim područjima nacionalnog prava nije prepreka tomu da smatra da, kada ga se upotrebljava u kontekstu nacionalnog propisa u vezi s PP-ima, ispunjava zahtjeve iz članka 5. stavka 4. drugog podstavka te direktive.

46 Imajući to na umu, države članice, kako bi zadovoljile zahtjeve pravne sigurnosti, moraju paziti na to da tumačenje koje takvom pojmu valja dati u području PP-ova pomoću metoda tumačenja priznatih u nacionalnom pravu jasno, precizno i predvidivo proizlazi iz predmetnog nacionalnog propisa.

47 Na sudu koji je uputio zahtjev je da provjeri je li tomu tako u pogledu pojma „tajni dogovor” u kontekstu propisa o kojemu je riječ u glavnom postupku.

48 Iz prethodnih razmatranja proizlazi da članak 5. stavak 4. drugi podstavak Direktive 2004/25 treba tumačiti na način da mu se ne protivi nacionalni propis, kao što je onaj o kojemu je riječ u glavnom postupku, koji nacionalnom nadzornom tijelu dopušta povećanje cijene u PP-u u slučaju „tajnog dogovora”, a da ne utvrdi detaljno posebna postupanja koja obilježavaju taj pojam, pod uvjetom da tumačenje navedenog pojma pomoću metoda tumačenja priznatih u nacionalnom pravu dovoljno jasno, precizno i predvidivo proizlazi iz tog propisa.

## Troškovi

49 Budući da ovaj postupak ima značaj prethodnog pitanja za stranke glavnog postupka pred sudom koji je uputio zahtjev, na tom je sudu da odluči o troškovima postupka. Troškovi podnošenja očitovanja Sudu, koji nisu troškovi spomenutih stranaka, ne nadoknađuju se.

Slijedom navedenoga, Sud (treće vijeće) odlučuje:

**Članak 5. stavak 4. drugi podstavak Direktive 2004/25/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 21. travnja 2004. o ponudama za preuzimanje treba tumačiti na način da mu se ne protivi nacionalni propis, kao što je onaj o kojemu je riječ u glavnom postupku, koji nacionalnom nadzornom tijelu dopušta povećanje cijene u ponudi za preuzimanje u slučaju „tajnog dogovora”, a da ne utvrdi detaljno posebna postupanja koja obilježavaju taj pojam, pod uvjetom da tumačenje navedenog pojma pomoću metoda tumačenja priznatih u nacionalnom pravu dovoljno jasno, precizno i predvidivo proizlazi iz tog propisa.**

Potpisi