Zbiór Orzeczeń

WYROK TRYBUNAŁU (trzecia izba)

z dnia 20 lipca 2017 r.*

Odesłanie prejudycjalne – Prawo spółek – Dyrektywa 2004/25/WE – Oferty przejęcia – Artykuł 5 ust. 4 akapit drugi – Możliwość dostosowania ceny oferty w okolicznościach i zgodnie z kryteriami, które są jasno ustalone – Uregulowanie krajowe przewidujące możliwość podwyższenia przez organy nadzoru ceny wskazanej w ofercie przejęcia w przypadku zmowy pomiędzy oferentem lub osobami działającymi z nim w porozumieniu a jednym lub kilkoma zbywcami

W sprawie C-206/16

mającej za przedmiot wniosek o wydanie, na podstawie art. 267 TFUE, orzeczenia w trybie prejudycjalnym, złożony przez Consiglio di Stato (radę stanu, Włochy) postanowieniem z dnia 10 listopada 2015 r., które wpłynęło do Trybunału w dniu 13 kwietnia 2016 r., w postępowaniu:

Marco Tronchetti Provera SpA,

Antares European Fund Limited,

Antares European Fund II Limited,

Antares European Fund LP,

Luca Orsini Baroni,

UniCredit SpA,

Camfin SpA

przeciwko

Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob)

przy udziale:

Camfin SpA,

Generali Assicurazioni Generali SpA,

Antares European Fund Limited,

Antares European Fund II Limited,

Antares European Fund LP,

* Język postępowania: włoski.

Luca Orsini Baroni,

Marco Tronchetti Provera & C. SpA,

UniCredit SpA,

TRYBUNAŁ (trzecia izba),

w składzie: L. Bay Larsen, prezes izby, M. Vilaras (sprawozdawca), J. Malenovský, M. Safjan i D. Šváby, sędziowie,

rzecznik generalny: N. Wahl,

sekretarz: R. Schiano, administrator,

uwzględniając pisemny etap postępowania i po przeprowadzeniu rozprawy w dniu 1 lutego 2017 r.,

rozważywszy uwagi przedstawione:

– w imieniu Camfin SpA przez A. Zoppiniego, G.M. Robertiego oraz I. Perega, avvocati,

– w imieniu Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob) przez G. Randisiego, S. Lopatriella, S. Providentiego oraz A. Atripaldiego, avvocati,

– w imieniu rządu włoskiego przez G. Palmieri, działającą w charakterze pełnomocnika, wspieraną przez P. Gentilego oraz S. Fiorentina, avvocati dello Stato,

– w imieniu Komisji Europejskiej przez V. Di Bucciego oraz H. Støvlbæka, działających w charakterze pełnomocników,

po zapoznaniu się z opinią rzecznika generalnego na posiedzeniu w dniu 15 marca 2017 r.,

wydaje następujący

Wyrok

1 Wniosek o wydanie orzeczenia w trybie prejudycjalnym dotyczy wykładni art. 5 ust. 4 akapit drugi dyrektywy 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia (Dz.U. 2004, L 142, s. 12).

2 Wniosek ów został złożony w ramach czterech sporów pomiędzy szeregiem włoskich spółek handlowych a Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob) (narodową komisją ds. spółek i giełdy, Włochy) w przedmiocie zgodności z prawem wydanej przez tę komisję decyzji podwyższającej cenę proponowaną w ofercie przejęcia.

Ramy prawne

Prawo Unii

3 Zgodnie z motywami 1–3 i 9 dyrektywy 2004/25:

„(1) Zgodnie z art. [50] ust. 2 lit. g) [traktatu FUE] niezbędne jest skoordynowanie niektórych środków zabezpieczających wymaganych dla ochrony interesów wspólników i osób trzecich przez państwa członkowskie od spółek podlegających ustawodawstwu państwa członkowskiego, których papiery wartościowe są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym w państwie członkowskim, w celu osiągnięcia równoważnego charakteru takich środków zabezpieczających w całej [Unii Europejskiej].

(2) Niezbędne jest zabezpieczenie interesów posiadaczy papierów wartościowych spółek podlegających prawu państwa członkowskiego, gdy spółki te są przedmiotem oferty przejęcia lub zmian kontroli i przynajmniej część ich papierów wartościowych jest dopuszczona do obrotu na rynku regulowanym w państwie członkowskim.

(3) Niezbędne jest stworzenie [w Unii] jasnej i przejrzystej sytuacji w odniesieniu do zagadnień prawnych, które należy rozstrzygnąć w przypadku ofert przejęcia oraz zapobieżenie zniekształcaniu form restrukturyzacji spółek [w Unii] przez arbitralne różnice w kulturze kierowania i zarządzania.

[…]

(9) Państwa członkowskie powinny podjąć niezbędne kroki dla ochrony posiadaczy papierów wartościowych, w szczególności tych z pakietem mniejszościowym, w razie przejęcia kontroli nad ich spółkami. Państwa członkowskie powinny zapewnić taką ochronę poprzez zobowiązanie osoby, która przejęła kontrolę nad spółką, do złożenia oferty wszystkim posiadaczom papierów wartościowych spółki na wszystkie ich papiery po godziwej cenie, zgodnie ze wspólną definicją. Państwa członkowskie powinny zachować dowolność ustanowienia dalszych instrumentów dla ochrony interesów posiadaczy papierów wartościowych, takich jak zobowiązanie do złożenia częściowej oferty, tam gdzie oferent nie przejmuje kontroli nad spółką, lub zobowiązanie do ogłoszenia oferty w momencie, gdy przejmowana jest kontrola nad spółką”.

4 Artykuł 3 tej dyrektywy, zatytułowany „Zasady ogólne”, stanowi:

„1. Do celów wykonania niniejszej dyrektywy państwa członkowskie zapewniają, że [by] spełnione [przestrzegane] są [były] następujące zasady:

a) wszyscy posiadacze tego samego rodzaju papierów wartościowych spółki będącej przedmiotem oferty muszą być traktowani jednakowo; co więcej, jeżeli osoba przejmie kontrolę nad spółką, inni posiadacze papierów wartościowych muszą być chronieni;

b) posiadacze papierów wartościowych spółki będącej przedmiotem oferty muszą mieć wystarczający czas i informacje, które pozwolą im na podjęcie uzasadnionej okolicznościami decyzji w sprawie oferty; jeżeli zarząd spółki będącej przedmiotem oferty doradza posiadaczom papierów wartościowych, musi im przedstawić swoją opinię o skutkach, jakie dojście oferty przejęcia do skutku będzie miało na zatrudnienie, warunki zatrudnienia i rozmieszczenie miejsc działalności spółki;

c) zarząd spółki będącej przedmiotem oferty musi działać w interesie spółki jako całości i nie może pozbawić posiadaczy papierów wartościowych możliwości dokonania oceny oferty;

d) nie mogą być tworzone fałszywe rynki papierów wartościowych spółki będącej przedmiotem oferty oferenta ani żadnej innej spółki, której oferta dotyczy, w taki sposób, że wzrost lub spadek ceny papierów wartościowych staje się sztuczny i przez to normalne funkcjonowanie rynku papierów wartościowych ulega zniekształceniu;

e) oferent musi ogłosić ofertę dopiero po upewnieniu się, że może w całości wypełnić wszelkie świadczenia pieniężne, jeżeli taka forma jest oferowana, i po podjęciu wszelkich właściwych środków w celu zabezpieczenia wypełnienia świadczenia w inny sposób;

f) prowadzenie spraw przez spółkę będącą przedmiotem oferty nie powinno być zakłócone dłużej, niż jest to uzasadnione ofertą na jej papiery wartościowe.

2. W celu zapewnienia zgodności z zasadami ustanowionymi w ust. 1 państwa członkowskie:

a) zapewniają, że [by] minimalne wymagania wymienione w niniejszej dyrektywie są [były] przestrzegane;

b) mogą w stosunku do ofert przejęcia ustanowić dodatkowe warunki i przepisy surowsze niż te zawarte w niniejszej dyrektywie".

5 Artykuł 5 rzeczonej dyrektywy, zatytułowany „Ochrona akcjonariuszy mniejszościowych, obowiązkowa oferta i uczciwa cena", stanowi w ust. 1–4:

„1. W sytuacji gdy osoba fizyczna lub prawna, w wyniku nabycia przez nią lub przez osoby działające z nią w porozumieniu, posiada papiery wartościowe spółki w rozumieniu art. 1 ust. 1, które dodane do posiadanych przez nią papierów wartościowych i do papierów wartościowych posiadanych przez osoby działające z nią w porozumieniu dają jej bezpośrednio lub pośrednio określony udział w ogólnej liczbie głosów w tej spółce dający jej kontrolę nad tą spółką, państwa członkowskie zapewniają, że od takiej osoby wymaga się złożenia oferty jako środka ochrony mniejszościowych akcjonariuszy tej spółki. Taka oferta jest kierowana w najwcześniejszym możliwym terminie do wszystkich posiadaczy tych papierów wartościowych i obejmuje wszystkie posiadane przez nich papiery wartościowe po godziwej [uczciwej] cenie, jak to określono w ust. 4.

2. Jeśli kontrolę nad spółką uzyskano w wyniku dobrowolnej oferty złożonej zgodnie z niniejszą dyrektywą, adresowanej do wszystkich posiadaczy papierów wartościowych i na wszystkie posiadane przez nich papiery wartościowe, obowiązek złożenia oferty ustanowiony w ust. 1 nie ma zastosowania.

3. Udział w ogólnej liczbie głosów, jaki daje kontrolę dla celów ust. 1, i sposób jego obliczania zostaną ustalone przez przepisy państwa członkowskiego, w którym spółka ma swoją siedzibę statutową.

4. Najwyższa cena zapłacona przez oferenta za te same papiery wartościowe lub przez osoby działające z nim w porozumieniu, w okresie, jaki ma być ustalony przez państwa członkowskie, lecz nie krótszym niż sześć i nie dłuższym niż 12 miesięcy przed rozpoczęciem oferty, o której mowa w ust. 1, jest uważana za godziwą [uczciwą] cenę. Jeżeli po podaniu oferty do publicznej wiadomości i przed zamknięciem oferty oferent lub jakakolwiek osoba działająca z nim w porozumieniu zakupuje papiery wartościowe po cenie wyższej niż cena ofertowa, oferent zwiększa cenę w swojej ofercie tak, aby nie była ona niższa niż najwyższa cena zapłacona za tak nabyte papiery wartościowe.

Pod warunkiem że są przestrzegane zasady ogólne ustanowione w art. 3 ust. 1, państwa członkowskie mogą upoważnić swoje organy nadzoru do dostosowania ceny wskazanej w pierwszym akapicie w okolicznościach i zgodnie z kryteriami, które są jasno ustalone. W tym celu mogą one sporządzić wykaz okoliczności, w których najwyższa cena może być dostosowana w górę albo w dół, na przykład gdy najwyższa cena została ustalona w umowie między podmiotem kupującym i sprzedającym, gdy cena rynkowa tych papierów wartościowych była manipulowana, gdy ceny rynkowe ogólnie lub

niektóre ceny rynkowe w szczególności zostały dotknięte przez wyjątkowe zdarzenia lub w celu umożliwienia ratowania spółki znajdującej się w trudnej sytuacji. Mogą one również ustalać kryteria, jakie mają być stosowane w takich przypadkach, na przykład średnią wartość rynkową w określonym okresie, wartość likwidacyjną przedsiębiorstwa lub inne obiektywne kryteria wyceny powszechnie używane w analizie finansowej.

Wszelkie decyzje organu nadzoru o dostosowaniu godziwej [uczciwej] ceny są uzasadnione i podane do publicznej wiadomości".

Prawo włoskie

6 Artykuł 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 (dekretu ustawodawczego nr 58 ujednolicającego przepisy o pośrednictwie finansowym w rozumieniu art. 8 i 21 ustawy nr 52 z dnia 6 lutego 1996 r.) z dnia 24 lutego 1998 r. (dodatek zwyczajny do GURI nr 71 z dnia 26 marca 1998 r.), w brzmieniu mającym zastosowanie do okoliczności faktycznych w postępowaniu głównym (zwanego dalej „TUF"), zatytułowany „Oferta przejęcia całości akcji", stanowi:

„1. Każda osoba, która wskutek nabycia posiada udział przewyższający próg 30 procent, ogłasza ofertę przejęcia skierowaną do wszystkich posiadaczy papierów wartościowych dotyczącą całości ich papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym.

2. Dla każdego rodzaju papierów wartościowych oferta jest składana w terminie 20 dni, w cenie nie mniejszej niż najwyższa cena zapłacona przez oferenta i osobę działającą z nim w porozumieniu w okresie 12 miesięcy poprzedzających powiadomienie przewidziane w art. 102 [akapit pierwszy] w celu nabycia papierów wartościowych tego samego rodzaju. Jeśli nie dojdzie do żadnego odpłatnego nabycia papierów wartościowych tego samego rodzaju podczas wskazanego okresu, oferta zostaje złożona dla tego rodzaju papierów wartościowych w cenie, która nie jest niższa niż średnia ważona stawka na rynku w okresie ostatnich 12 miesięcy lub w dostępnym krótszym okresie.

[…]

3. Consob reguluje w drodze rozporządzeń sytuacje, w których:

a) udziały lub akcje, o których mowa [w akapicie pierwszym], są nabywane w drodze zakupu udziałów lub akcji spółek, których kapitał w większości składa się z papierów wartościowych wyemitowanych przez inną spółkę zgodnie z art. 105 ust. 1;

b) obowiązek złożenia oferty wynika z nabycia przewyższającego 5% przez osoby posiadające już udziały lub akcje, o których mowa w ust. 1, bez posiadania przy tym większości prawa głosu na zwyczajnym zgromadzeniu;

c) oferta, w oparciu o uzasadnioną decyzję Consob, jest składana po cenie niższej niż najwyższa cena zapłacona, przy ustaleniu kryteriów dla określenia wskazanej ceny i pod warunkiem, że zachodzi jedna z następujących sytuacji:
   1) na ceny rynkowe wpłynęły zdarzenia nadzwyczajne lub gdy istnieją uzasadnione powody, by przypuszczać, że doszło do manipulacji tych cen;
   2) najwyższa zapłacona cena przez oferenta lub przez osoby działające z nim w porozumieniu w okresie określonym w ust. 2 odpowiada cenie transakcji zakupu/sprzedaży papierów wartościowych będących przedmiotem oferty, które to transakcje zostały dokonane na warunkach rynkowych i w ramach bieżącego zarządzania szczególną działalnością, lub odpowiada cenie transakcji zakupu/sprzedaży, które korzystałyby z jednego ze zwolnień przewidzianych w ust. 5;

d) oferta, w oparciu o uzasadnione decyzje Consob, jest składana po cenie wyższej niż najwyższa cena zapłacona, pod warunkiem że jest to konieczne dla ochrony inwestorów i zachodzi przynajmniej jedna z następujących okoliczności:
   1) oferent lub osoby działające z nim w porozumieniu ustaliły cenę nabycia papierów wartościowych w kwocie wyższej niż kwota zapłacona za nabycie papierów wartościowych tego samego rodzaju;
   2) miała miejsce zmowa pomiędzy oferentem lub osobami działającymi z nim w porozumieniu a jednym lub kilkoma zbywcami;
   3) […]
   4) jeżeli istnieje podejrzenie, że ceny rynkowe są przedmiotem manipulacji.

3bis. Consob, przy uwzględnieniu cech charakterystycznych wyemitowanych instrumentów finansowych, może ustanowić w drodze rozporządzenia sytuacje, w których obowiązek złożenia oferty wynika z nabycia, które prowadzi do współwłasności papierów wartościowych i innych instrumentów finansowych przyznających prawo głosu w kwestiach określonych w art. 105 w stopniu mogącym przyznać pełną moc głosu równoważną głosowi posiadacza udziału lub akcji wskazanych w ust. 1.

3ter. Środki przewidziane w ust. 3 lit. c) i d) podlegają ogłoszeniu w sposób przewidziany w rozporządzeniu, o którym mowa w art. 103 akapit czwarty lit. f).

[…]”.

7 Decyzją nr 11971 z dnia 14 maja 1999 r. Consob przyjął regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti (rozporządzenie wykonawcze do dekretu ustawodawczego nr 58 z dnia 24 lutego 1998 r. w przedmiocie uregulowania o emitentach), które zostało następnie wielokrotnie zmienione (zwane dalej „rozporządzeniem o emitentach”). Artykuł 47g tego rozporządzenia, zatytułowany „Zwiększenie ceny w przypadku zmowy”, stanowi w ust. 1:

„Na mocy art. 106 ust. 3 lit. d) pkt 2 [TUF] cena oferty jest przez Consob podwyższana, w sytuacji gdy z potwierdzonej zmowy pomiędzy oferentem lub osobami działającymi z nim w porozumieniu a jednym lub kilkoma zbywcami wynika wyższa cena niż wskazana przez oferenta. W takim przypadku cena oferty jest równa cenie ustalonej”.

Spory w postępowaniu głównym i pytanie prejudycjalne

8 Spółka Marco Tronchetti Provera & C. SpA (zwana dalej „MTP”) utworzyła za pomocą spółek pośredniczących spółkę Lauro Sessantuno SpA (zwaną dalej „spółką Lauro 61”) w celu nabycia większości akcji spółki Camfin SpA, będącej spółką holdingową, która nie prowadzi bezpośrednio żadnej działalności przemysłowej, a której dochody pochodzą z przedsiębiorstw, w których posiada kapitał. Wśród tych przedsiębiorstw znajduje się spółka Pirelli & C. SpA (zwana dalej „spółką Pirelli”), w której spółka Camfin posiada 26,19% prawa głosu.

9 W dniu 5 czerwca 2013 r. spółka Lauro 61 poinformowała rynek o złożeniu oferty przejęcia całości akcji spółki Camfin po cenie 0,80 EUR za akcję, stanowiącej najwyższą zapłaconą cenę w okresie ostatnich 12 miesięcy, zgodnie z art. 106 ust. 2 TUF. Oferta przejęcia stała się obowiązkowa ze względu na posiadanie przez spółkę Lauro 61 akcji stanowiących 60,99% kapitału zakładowego spółki Camfin w następstwie nabycia szeregu akcji bezpośrednich innych akcjonariuszy spółki Camfin, w tym spółki Malacalza Investimenti Srl (zwanej dalej „MCI”).

10 Jednocześnie z ofertą przejęcia spółka Lauro 61 poinformowała rynek o rozwiązaniu istniejących umów z MTP i MCI dotyczących w szczególności spółki Camfin. Ze swojej strony MCI poinformował rynek o sprzedaniu jego akcji w spółce Camfin oraz o dokonaniu odrębnej transakcji, a mianowicie nabyciu

pakietu akcji w wysokości 6,98% kapitału zakładowego spółki Pirelli od dwóch spółek, które obok spółki Camfin i pozostałych istotnych akcjonariuszy tej spółki były stronami umowy ograniczającej zbywanie akcji (zwanej dalej „porozumieniem Pirelli"), przy czym zbywające były upoważnione w tym porozumieniu do uwolnienia wszystkich lub części posiadanych przez nich akcji objętych ograniczeniem zbywania.

11 W dniu 11 października 2013 r. oferta przejęcia została sfinalizowana, po tym jak spółka Lauro 61 stała się właścicielem całego kapitału zakładowego spółki Camfin.

12 W międzyczasie, w dniu 12 września 2013 r., Consob, na wniosek mniejszościowych akcjonariuszy spółki Camfin, wszczął postępowanie w przedmiocie podwyższenia ceny na podstawie w szczególności art. 106 ust. 3 lit. d) pkt 2 TUF i art. 47g rozporządzenia o emitentach.

13 Decyzją nr 18662 z dnia 25 września 2013 r. (zwaną dalej „decyzją nr 18662") Consob stwierdził, że pomiędzy spółką Lauro 61 i innymi osobami działającymi z nią w porozumieniu z jednej strony a MCI z drugiej strony istniała zmowa polegająca na tym, że MCI sprzedał spółce Lauro 61 akcje w spółce Camfin w cenie 0,80 EUR za akcję i w zamian nabył akcje w spółce Pirelli od stron porozumienia Pirelli w cenie 7,80 EUR za akcję, będącej ceną niższą niż cena wynikająca z wartości rynkowej, wynoszącej 8 EUR za akcję. W związku z korzyścią uzyskaną w ten sposób przez MCI Consob stwierdził, że cena za akcję w spółce Camfin powinna zostać zwiększona do 0,83 EUR.

14 Do Tribunale amministrativo regionale per il Lazio (regionalnego sądu administracyjnego dla Lacjum, Włochy) wniesiono szereg skarg zmierzających do uchylenia decyzji nr 18662. W niektórych skargach podniesiono, że art. 106 ust. 3 lit. d) pkt 2 TUF i art. 47g rozporządzenia o emitentach nie znajdują zastosowania, ponieważ przepisy te są sprzeczne z art. 5 ust. 4 dyrektywy 2004/25.

15 Tribunale amministrativo regionale per il Lazio (regionalny sąd administracyjny dla Lacjum) oddalił te poszczególne skargi. Zdaniem tego sądu stwierdzenie istnienia porozumienia stanowiącego zmowę stanowi jedynie przesłankę faktyczną, aby Consob skorzystał ze swego uprawnienia do dostosowania ceny, którego celem jest wyłącznie przywrócenie uczciwej sytuacji dla ochrony akcjonariuszy mniejszościowych spółki Camfin poprzez umożliwienie im uzyskania takiej samej korzyści jak korzyść uzyskana przez posiadacza istotnego udziału w kontroli. Sąd ów uznał także, iż wymogi dla skierowania do Trybunału pytania prejudycjalnego nie zostały spełnione, ponieważ uregulowanie Unii nie rodzi żadnych wątpliwości w zakresie udzielenia odpowiedzi.

16 W odniesieniu do zasadności decyzji nr 18662 sąd ów uznał, że Consob nie musiał wykazywać, iż zachowanie stron było celowo skierowane na obejście uregulowania w zakresie ofert przejęcia, lecz tylko że zachowanie to mogło obiektywnie doprowadzić do tego rezultatu ze względu na przyznanie MCI świadczenia wzajemnego o istotniejszym charakterze niż to wskazane do celów oferty przejęcia, czyli nabycia akcji w spółce Pirelli po obniżonej cenie. W ogólnej analizie interesów poszczególnych zaangażowanych podmiotów sąd ten stwierdził, że porozumienie z MCI stanowi cel założony przez strony porozumienia Pirelli, które dokonały transakcji nabycia spółki Camfin, ale także przez pozostałe strony porozumienia, które były obiektywnie zainteresowane zawarciem ogólnej umowy przez MTP i MCI.

17 Spółki, które przegrały w pierwszej instancji, zaskarżyły dotyczące ich orzeczenia przed Consiglio di Stato (radą stanu, Włochy).

18 Sąd odsyłający przypomina na wstępie uzasadnienie przepisów dotyczących ustalenia ceny obowiązkowej oferty przejęcia i wyjaśnia główne ustalenia orzeczeń wydanych w pierwszej instancji. Następnie sąd ten przedstawia istotę argumentów przedstawionych przez skarżących w postępowaniu głównym, zgodnie z którymi brak obowiązku ustalenia istnienia elementu dobrowolności zmowy u wszystkich jej uczestników przyznaje organowi nadzoru nieograniczony zakres uznania co do oceny

zachowań oferenta i sprzedawcy, a także osób trzecich działających na rynku. Zdaniem skarżących zakres taki jest niezgodny z istnieniem wymogu pewności w określeniu ex ante zachowań istotnych dla podwyższenia ceny oferty przejęcia.

19 Sąd odsyłający podnosi, że w różnych dziedzinach prawa włoskiego istnieją przepisy, które uznają pewne zachowania za zmowę i które definiują to pojęcie jako „tajne i mające charakter oszustwa porozumienie zawierane na szkodę osób trzecich i obchodzące bezwzględnie obowiązujące przepisy prawa", co zakłada istnienie elementu dobrowolności i zamiaru wszystkich uczestników porozumienia. Otóż gdyby zastosować to pojęcie, rozumiane w ten sposób, do dziedziny prawa rozpatrywanej w postępowaniu głównym, należałoby uwzględnić zarzuty środka zaskarżenia, ponieważ spółki zbywające swoje akcje w spółce Pirelli na rzecz MCI nie uczestniczą w żadnym tajnym i mającym charakter oszustwa porozumieniu.

20 Niemniej sąd odsyłający zwraca uwagę na specyfikę dziedziny prawa rozpatrywanej w postępowaniu głównym, która wynika z charakteru regulującego, a nie sankcyjnego przyznanego Consobowi uprawnienia do dostosowania i która może utrudniać bezpośrednią transpozycję w tej dziedzinie prawa znaczenia pojęcia „zmowy" tak jak pojęcie to funkcjonuje w innych dziedzina prawa włoskiego. Ponadto sąd ów podkreśla, że w prawie konkurencji i powiązanej regulacji rynków pojęcie „zakazanego porozumienia" może także zostać wyprowadzone z wyraźnie niezależnych zachowań podmiotów w sytuacji, gdy zachowania te prowadzą w sposób obiektywny do zakazanego przez prawo skutku. Wynikałoby z tego, że jak orzekł Tribunale amministrativo regionale per il Lazio (regionalny sąd administracyjny dla Lacjum), w celu stwierdzenia zmowy organ nie musi wykazywać, że zachowanie stron miało na celu obejście uregulowania w zakresie oferty przejęcia.

21 Podobnie jak strony w postępowaniu głównym sąd odsyłający zmierza jednak do ustalenia, czy ze względu na swój nieokreślony charakter pojęcie „zmowy", tak jak przyjęto w TUF i rozporządzeniu o emitentach, jest sprzeczne z zasadą pewności przesłanek dla skorzystania z uprawnienia do dostosowania ceny oferty przejęcia przez organy krajowe przewidzianego w art. 5 ust. 4 akapit drugi dyrektywy 2004/25. Sąd ów zauważa, że podmioty działające na rynku danej spółki giełdowej nie mogą dokonać uprzedniej oceny zachowań, jakie należałoby podjąć przed ofertą przejęcia, co może skutkować tym, że zachowania neutralne i zgodne z prawem na podstawie oceny dokonanej ex ante mogą zostać uznane ex post – na podstawie zmiany kwalifikacji skierowanej wyłącznie na obiektywne skutki bardziej złożonej, nieznanej zaangażowanym podmiotom i osobom sytuacji – za zachowania polegające na zmowie, uzasadniające podwyższenie ceny oferty przejęcia.

22 W tych okolicznościach sąd odsyłający postanowił zawiesić postępowanie i zwrócić się do Trybunału z następującym pytaniem prejudycjalnym:

„Czy art. 5 ust. 4 akapit drugi dyrektywy 2004/25, w świetle ogólnych zasad ustanowionych w art. 3 ust. 1 tej samej dyrektywy, jak i pod względem prawidłowego zastosowania przyjętych w prawie Unii ogólnych zasad dotyczących pewności prawa, ochrony uzasadnionych oczekiwań, proporcjonalności, racjonalności, przejrzystości i niedyskryminacji, stoi na przeszkodzie uregulowaniu prawa krajowego takiemu jak zawarte w art. 106 ust. 3 lit. d) pkt 2 TUF i w art. 47g rozporządzenia o emitentach, w zakresie, w jakim przywołane przepisy upoważniają Consob do podwyższenia oferty przejęcia, o której mowa we wspomnianym art. 106, w sytuacji kiedy »miała miejsce zmowa pomiędzy oferentem lub osobami działającymi z nim w porozumieniu a jednym lub kilkoma zbywcami«, bez określenia konkretnych zachowań, które stanowią taki przypadek, a zatem bez jasnego ustalenia okoliczności i kryteriów, przy wystąpieniu których Consob jest uprawniony do skorygowania ceny oferty przejęcia poprzez jej podwyższenie?".

W przedmiocie pytania prejudycjalnego

23 Poprzez swoje pytanie prejudycjalne sąd odsyłający zmierza w istocie do ustalenia, czy art. 5 ust. 4 akapit drugi dyrektywy 2004/25 należy interpretować w ten sposób, iż stoi on na przeszkodzie uregulowaniu krajowemu takiemu jak rozpatrywane w postępowaniu głównym, które pozwala krajowemu organowi nadzoru na podwyższenie ceny oferty przejęcia w przypadku zmowy, bez sprecyzowania szczególnych zachowań, które charakteryzują to pojęcie.

24 Jak wynika z motywów 1–3 i 9 dyrektywy 2004/25 celem tego aktu jest zabezpieczenie interesów posiadaczy papierów wartościowych spółek, w których kontrolę przejęła osoba fizyczna lub prawna, a także, w tym względzie, zapewnienie jasności i przejrzystości przepisów w zakresie oferty przejęcia.

25 W tym celu zgodnie z art. 1 ust. 1 tej dyrektywy przewiduje ona środki koordynujące przepisy prawa państw członkowskich dotyczące ofert przejęcia papierów wartościowych spółek podlegających prawu jednego z tych państw członkowskich, gdy całość lub część tych papierów wartościowych jest dopuszczona do obrotu na rynku regulowanym.

26 Artykuł 3 ust. 1 wskazanej dyrektywy ustanawia zasady przewodnie – zaliczając je do ogólnych zasad – których to zasad należy przestrzegać przy stosowaniu tej dyrektywy (zob. podobnie wyrok z dnia 15 października 2009 r., Audiolux i in., C-101/08, EU:C:2009:626, pkt 51). Wśród nich znajduje się zasada, zgodnie z którą w sytuacji gdy ktoś przejmie kontrolę nad spółką, posiadacze papierów wartościowych muszą być chronieni.

27 Dla zapewnienia przestrzegania wskazanych zasad art. 3 ust. 2 lit. a) i b) dyrektywy 2004/25 stanowi, że państwa członkowskie, po pierwsze, zapewniają, by minimalne wymagania wymienione w owej dyrektywie były przestrzegane, oraz po drugie, mogą w stosunku do ofert przejęcia ustanowić dodatkowe warunki i przepisy surowsze niż te zawarte w wskazanej dyrektywie.

28 Artykuł 5 owej dyrektywy, zatytułowany „Ochrona akcjonariuszy mniejszościowych, obowiązkowa oferta i uczciwa cena”, przewiduje na potrzeby ochrony interesów posiadaczy papierów wartościowych spółek zasadniczo dwie zasady obowiązujące państwa członkowskie, i jedną zasadę, którą państwa te mogą zastosować fakultatywnie.

29 Po pierwsze, art. 5 ust. 1 dyrektywy 2004/25 ustanawia zasadę obligatoryjnej oferty przejęcia udziałów lub akcji danej spółki. Przewiduje także, że w sytuacji gdy osoba fizyczna lub prawna, w wyniku nabycia dokonanego przez nią lub przez osoby działające z nią w porozumieniu, posiada papiery wartościowe spółki objętej zakresem stosowania tej dyrektywy, które dodane do udziałów lub akcji posiadanych już przez nią i osoby działające z nią w porozumieniu dają jej bezpośrednio lub pośrednio określony udział w ogólnej liczbie głosów w tej spółce dający jej kontrolę nad tą spółką, państwa członkowskie zapewniają, by osoba ta była zobowiązana do złożenia oferty jako środka ochrony mniejszościowych akcjonariuszy tej spółki, przy czym oferta ta musi dotyczyć wszystkich akcji tych akcjonariuszy w uczciwej cenie określonej w art. 5 ust. 4 rzeczonej dyrektywy.

30 Następnie, również w celu zapewnienia ochrony akcjonariuszy mniejszościowych spółki, której dotyczy oferta przejęcia, art. 5 ust. 4 akapit pierwszy dyrektywy 2004/25 za cenę godziwą uznaje, zasadniczo, najwyższą cenę zapłaconą za te same papiery wartościowe przez oferenta lub przez osoby działające z nim w porozumieniu, w okresie ustalonym przez państwa członkowskie, lecz nie krótszym niż sześć i nie dłuższym niż 12 miesięcy poprzedzających złożenie oferty, o której mowa w art. 5 ust. 1 owej dyrektywy.

31 Wreszcie art. 5 ust. 4 akapit drugi dyrektywy 2004/25 przewiduje, iż pod warunkiem, że przestrzegane są zasady ustanowione w art. 3 ust. 1, państwa członkowskie mogą upoważnić swoje organy nadzoru wskazane w art. 4 tej dyrektywy do dostosowania ceny w ustalonych okolicznościach i zgodnie z ustalonymi kryteriami. W tym celu państwa członkowskie mogą, po pierwsze, sporządzić wykaz

okoliczności, w których uczciwa cena może być dostosowana w górę albo w dół, oraz po drugie, określić kryteria mające zastosowanie w tych przypadkach, przy czym owe okoliczności i kryteria muszą być jasno ustalone. Przykłady takich okoliczności i kryteriów są wymienione w art. 5 ust. 4 akapit drugi rzeczonej dyrektywy.

32 Z przepisów tych wynika, że w sytuacji gdy państwo członkowskie zdecyduje się upoważnić organ nadzoru do dostosowania uczciwej ceny określonej w art. 5 ust. 4 akapit pierwszy dyrektywy 2004/25 w celu ustalenia ceny, po której przejęcie ma nastąpić, to uprawnienie do dostosowania należy wykonywać zgodnie z zasadami przewodnimi określonymi w art. 3 ust. 1 tej dyrektywy.

33 W tym względzie gdy na podstawie art. 5 ust. 4 akapit drugi rzeczonej dyrektywy ustalono okoliczności, w jakich owo uprawnienie do dostosowania może być wykonywane, państwo członkowskie musi w szczególności wziąć pod uwagę wskazaną w owym art. 3 ust. 1 zasadę ochrony interesów posiadaczy papierów wartościowych spółki, nad którą kontrola została przejęta przez osobę fizyczną lub prawną.

34 Odpowiedzi na pytanie prejudycjalne należy udzielić w świetle powyższych rozważań.

35 Z wniosku o wydanie orzeczenia w trybie prejudycjalnym wynika, że pytanie ma podwójny zakres. Po pierwsze, sąd odsyłający ma wątpliwości w kwestii, czy abstrakcyjne pojęcie prawne, nieodnoszące się do szczegółowo określonych zachowań, może stanowić jasno ustaloną okoliczność w rozumieniu art. 5 ust. 4 akapit drugi dyrektywy 2004/25. Po drugie, sąd ów ma wątpliwości w kwestii, czy fakt, że to samo pojęcie posiada odmienne znaczenie w dziedzinach prawa krajowego innych niż uregulowanie rozpatrywane w postępowaniu głównym, może mieć wpływ na odpowiedź, jakiej należy udzielić na pytanie pierwsze.

36 W niniejszej sprawie z postanowienia odsyłającego wynika, że uregulowanie rozpatrywane w postępowaniu głównym uznaje „zmowę pomiędzy oferentem lub osobami działającymi z nim w porozumieniu a jednym lub kilkoma zbywcami" za jedną z ustalonych okoliczności, w których organ nadzoru może dostosować w górę uczciwą cenę oferty przejęcia.

37 W pierwszej kolejności należy stwierdzić, że art. 5 ust. 4 akapit drugi dyrektywy 2004/25 przyznaje państwom członkowskim zakres uznania w celu określenia okoliczności, w jakich ich organy nadzoru mogą dostosować uczciwą cenę, pod warunkiem niemniej, że okoliczności te są jasno ustalone.

38 Przepis ów wskazuje, że państwa członkowskie mogą sporządzić wykaz takich okoliczności, i podaje w tym zakresie szereg przykładów, w których użyto ogólnych sformułowań w celu zilustrowania okoliczności mogących uzasadnić podwyższenie lub obniżenie uczciwej ceny, takich jak umowa między podmiotem kupującym i sprzedającym, wyjątkowe zdarzenia czy też manipulacja ceny danych papierów wartościowych.

39 W takim kontekście, jak zauważył zasadniczo rzecznik generalny w pkt 52 i 53 opinii, art. 5 ust. 4 akapit drugi dyrektywy 2004/25 nie można interpretować jako stojącego na przeszkodzie temu, by w uregulowaniu przyjętym w celu transpozycji tego przepisu państwo członkowskie zastosowało abstrakcyjne pojęcie prawne, takie jak w niniejszej sprawie pojęcie „zmowy", jako okoliczność jasno ustaloną w rozumieniu wskazanego przepisu.

40 Ponadto samo zastosowanie abstrakcyjnego pojęcia prawnego nie może oznaczać, że zawierająca je norma prawa krajowego dotknięta byłaby taką dwuznacznością, która stanowiłaby przeszkodę do tego, by państwo członkowskie, które ją przyjęło, mogło z wystarczającą pewnością rozwiać ewentualne wątpliwości co do zakresu i znaczenia owej normy (zob. podobnie wyrok z dnia 14 kwietnia 2005 r., Belgia/Komisja, C-110/03, EU:C:2005:223, pkt 31).

41 Prawdą jest, że zarówno przestrzeganie zasady pewności prawa, jak i konieczność zagwarantowania pełnego stosowania dyrektyw pod względem prawnym, a nie tylko faktycznym, wymaga, by wszystkie państwa członkowskie przyswoiły postanowienia odnośnej dyrektywy w jasnych, dokładnych i przejrzystych ramach prawnych przewidujących wiążące przepisy w dziedzinie, której ta dyrektywa dotyczy (wyroki: z dnia 16 listopada 2000 r., Komisja/Grecja, C-214/98, EU:C:2000:624, pkt 23; z dnia 14 stycznia 2010 r., Komisja/Republika Czeska, C-343/08, EU:C:2010:14, pkt 40).

42 Jednak wymogi te nie mogą być rozumiane jako obligujące do tego, aby norma zawierająca abstrakcyjne pojęcie prawne wskazywała różne, konkretne sytuacje, w których można ją zastosować, ponieważ nie jest możliwe określenie przez ustawodawca uprzednio wszystkich tych sytuacji.

43 W konsekwencji art. 5 ust. 4 akapit drugi dyrektywy 2004/25 nie można interpretować jako wymagającego od państwa członkowskiego, które w uregulowaniu przyjętym w celu transpozycji tego przepisu ustanawia, jak w sprawie rozpatrywanej w postępowaniu głównym, „zmowę pomiędzy oferentem lub osobami działającymi z nim w porozumieniu a jednym lub kilkoma zbywcami" jako jedną z jasno ustalonych okoliczności w rozumieniu rzeczonego przepisu, żeby państwo to określało szczególne zachowania, które charakteryzują taką zmowę.

44 W drugiej kolejności sąd odsyłający ma wątpliwości w kwestii, czy art. 5 ust. 4 akapit drugi owej dyrektywy stoi na przeszkodzie temu, aby w celu określenia jednej z okoliczności, w których uczciwa cena może zostać dostosowana, państwo członkowskie odnosiło się do pojęcia „zmowy", które w kontekście uregulowania rozpatrywanego w postępowaniu głównym ma odmienne znaczenie od przypisywanego mu znaczenia w innych dziedzinach prawa krajowego.

45 W zakresie, w jakim przepis ów realizuje cel polegający na ochronie posiadaczy papierów wartościowych spółki będących przedmiotem oferty przejęcia, a w szczególności akcjonariuszy mniejszościowych, ustanowiony w dyrektywie 2004/25 i wskazany w pkt 24–33 niniejszego wyroku, w sytuacji gdy państwo członkowskie zastosowało pojęcie takie jak „zmowa" w celu określenia jednej z okoliczności, w których uczciwa cena może zostać dostosowana, fakt, że pojęcie to ma odmienne znaczenie w innych dziedzinach prawa krajowego, nie stanowi przeszkody, aby pojęcie to – wykorzystane w kontekście uregulowania krajowego dotyczącego oferty przejęcia – mogło zostać uznane za spełniające wymogi z art. 5 ust. 4 akapit drugi tej dyrektywy.

46 Jednakże w celu spełnienia wymogu pewności prawa, państwa członkowskie muszą zapewnić, aby wykładnię, jaką należy nadać takiemu pojęciu w dziedzinie dotyczącej oferty przejęcia, można było wywieść z tego uregulowania w sposób wystarczająco jasny, precyzyjny i przewidywalny przy zastosowaniu metod interpretacyjnych uznanych w prawie krajowym.

47 Do sądu odsyłającego należy sprawdzenie, czy taki przypadek zachodzi w odniesieniu do pojęcia „zmowy" w kontekście uregulowania rozpatrywanego w postępowaniu głównym.

48 Z powyższych rozważań wynika, że art. 5 ust. 4 akapit drugi dyrektywy 2004/25 należy interpretować w ten sposób, że nie stoi on na przeszkodzie uregulowaniu krajowemu, takiemu jak rozpatrywane w postępowaniu głównym, które pozwala krajowemu organowi nadzoru na podwyższenie ceny oferty przejęcia w przypadku „zmowy", bez sprecyzowania szczególnych zachowań, które charakteryzują to pojęcie, pod warunkiem że wykładnię omawianego pojęcia można wywieść z tego uregulowania w sposób wystarczająco jasny, precyzyjny i przewidywalny przy zastosowaniu metod interpretacyjnych uznanych w prawie krajowym.

W przedmiocie kosztów

49 Dla stron w postępowaniu głównym niniejsze postępowanie ma charakter incydentalny, dotyczy bowiem kwestii podniesionej przed sądem odsyłającym, do niego zatem należy rozstrzygnięcie o kosztach. Koszty poniesione w związku z przedstawieniem uwag Trybunałowi, inne niż koszty stron w postępowaniu głównym, nie podlegają zwrotowi.

Z powyższych względów Trybunał (trzecia izba) orzeka, co następuje:

Artykuł 5 ust. 4 akapit drugi dyrektywy 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia należy interpretować w ten sposób, że nie stoi on na przeszkodzie uregulowaniu krajowemu, takiemu jak rozpatrywane w postępowaniu głównym, które pozwala krajowemu organowi nadzoru na podwyższenie ceny oferty przejęcia w przypadku „zmowy", bez sprecyzowania szczególnych zachowań, które charakteryzują to pojęcie, pod warunkiem że wykładnię omawianego pojęcia można wywieść z tego uregulowania w sposób wystarczająco jasny, precyzyjny i przewidywalny przy zastosowaniu metod interpretacyjnych uznanych w prawie krajowym.

Podpisy