Sbírka soudních rozhodnutí

STANOVISKO GENERÁLNÍHO ADVOKÁTA
NILSE WAHLA
přednesené dne 15. března 2017 [1]

Věc C-206/16

Marco Tronchetti Provera SpA a další
proti
Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob)

[žádost o rozhodnutí o předběžné otázce podaná Consiglio di Stato (Státní rada, Itálie)]

„Právo společností – Směrnice 2004/25/ES – Ochrana zájmů menšinových akcionářů ve vztahu k nabídce převzetí – Článek 5 odst. 4 – Pojem „jasné určení“ – Vnitrostátní předpisy opravňující dozorčí orgány upravovat cenu uvedenou v nabídce převzetí – Koluzní dohoda mezi předkladatelem nabídky nebo osobami, které s ním jednají ve shodě, a jedním nebo více prodávajícími“

1. Předmětná žádost o rozhodnutí o předběžné otázce se týká správného výkladu čl. 5 odst. 4 směrnice 2004/25/ES [2]. Uvedené ustanovení umožňuje členským státům zmocnit své vnitrostátní dozorčí orgány (dále jen „VDO“) pro oblast cenných papírů, aby upravovaly cenu uvedenou v povinné nabídce převzetí učiněné v souladu s touto směrnicí. Směrnice však vyžaduje, aby taková opatření byla prováděna „jasně určeným“ způsobem.

2. V původním řízení má Consiglio di Stato (Státní rada, Itálie) pochybnosti, zda možnost použití italských právních předpisů provádějících tuto směrnici, které dovolují, aby Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Národní komise pro společnosti a burzu; dále jen „Consob“) – italský VDO – upravila cenu uvedenou v povinné nabídce převzetí směrem nahoru v případě koluzní dohody, na takové okolnosti jako v původním řízení lze považovat za „jasně určenou“ v souladu s čl. 5 odst. 4 směrnice 2004/25.

3. Specifičnost původního řízení spočívá v tom, že úprava nabídnuté ceny nastala v důsledku jiné transakce než té, která vedla k povinné nabídce převzetí. Kromě toho není prokázáno, že všechny strany zapojené do této jiné transakce zamýšlely koluzi nebo si byly vědomy toho, že může nastat. Tento případ tedy umožní Soudnímu dvoru jasně vymezit oprávnění členských států ke zmocnění svého VDO odchýlit se od „pravidla nejvyšší zaplacené ceny“ stanoveného v čl. 5 odst. 4 směrnice 2004/25.

4. Jak vysvětlím níže, čl. 5 odst. 4 směrnice 2004/25 v zásadě dovoluje členským státům zmocnit své VDO, aby upravovaly ceny uvedené v povinné nabídce převzetí v případě koluzní dohody takového druhu, jaká byla zmíněna v předchozím bodu. Toto ustanovení však brání použití takového pravidla na soubor okolností, které by v případě, že by se tato směrnice nepoužila, nenaplňovaly podle vnitrostátního práva znaky koluze.

1 – Původní jazyk: angličtina.

2 – Směrnice Evropského Parlamentu a Rady ze dne 21. dubna 2004 o nabídkách převzetí (Úř. věst. 2004, L 142, s. 12; Zvl. vyd. 17/02, s. 20), ve znění nařízení Evropského parlamentu a Rady (ES) č. 219/2009 ze dne 11. března 2009 o přizpůsobení některých aktů přijatých postupem podle článku 251 Smlouvy regulativnímu postupu s kontrolou podle rozhodnutí Rady 1999/468/ES — Přizpůsobení regulativnímu postupu s kontrolou — Část druhá (Úř. věst. 2009, L 87, s. 109).

I. **Právní rámec**

A. **Směrnice 2004/25**

5. Proces nabídky převzetí upravený směrnicí 2004/25 se v souladu s jejím článkem 1 („Oblast působnosti“) použije na „nabídky převzetí u cenných papírů společností, které se řídí právem členského státu, pokud jsou všechny nebo některé tyto cenné papíry přijaty k obchodování na regulovaném trhu“. Podle čl. 2 odst. 1 písm. a) směrnice („Definice“) se rozumí „nabídkou převzetí“ nebo „nabídkou“ „veřejná nabídka (jiná než kterou podává sama cílová společnost) učiněná držitelům cenných papírů obchodní společnosti na nabytí všech nebo některých těchto cenných papírů, povinná či dobrovolná, která následuje po ovládnutí cílové společnosti nebo má za cíl ovládnutí cílové společnosti v souladu s vnitrostátním právem“.

6. Článek 3 směrnice 2004/25 („Obecné zásady“) stanoví:

„1. Za účelem uplatňování této směrnice členské státy zajistí dodržování těchto zásad:

a) všem držitelům cenných papírů cílové společnosti stejného druhu musí být poskytnuto rovnocenné zacházení; kromě toho, pokud některá osoba ovládne společnost, musí být ostatní držitelé cenných papírů chráněni;

b) držitelé cenných papírů cílové společnosti musí mít dostatek času a informací, které jim umožní dojít k řádně informovanému rozhodnutí o nabídce;

[…]

d) pro cenné papíry cílové společnosti, společnosti předkladatele nabídky nebo jakékoliv jiné společnosti, které se nabídka týká, nesmějí vznikat nepravé trhy tak, že by vzestup nebo pokles cen cenných papírů byl umělý a bylo by narušeno obvyklé fungování trhů;

[…]

2. Aby zajistily dodržení zásad stanovených v odstavci 1, členské státy

a) zajistí, aby byly dodržovány minimální požadavky stanovené v této směrnici;

b) mohou stanovit přísnější dodatečné podmínky a ustanovení, než jsou podmínky a ustanovení této směrnice pro regulaci nabídek.“

7. Článek 4 odst. 2 směrnice 2004/25 („Dozorčí orgán a rozhodné právo“) určuje VDO příslušný, pokud je o převzetí. Konkrétně písmeno a) stanoví, že „orgánem příslušným pro dohled nad nabídkou je orgán členského státu, ve kterém má cílová společnost sídlo, pokud jsou cenné papíry této společnosti přijaty k obchodování na regulovaném trhu v tomto členském státě“.

8. Článek 4 odst. 5 směrnice 2004/25 stanoví:

„Dozorčí orgány musí mít veškeré pravomoci nezbytné k výkonu svých povinností, včetně pravomoci zajistit, aby strany nabídky dodržovaly pravidla stanovená nebo zavedená podle této směrnice.

Za předpokladu, že budou dodrženy obecné zásady stanovené v čl. 3 odst. 1, mohou členské státy v pravidlech, která stanoví nebo zavedou podle této směrnice, stanovit odchylky od těchto pravidel.

i) zařazením těchto odchylek do svých vnitrostátních pravidel, aby přihlédly k okolnostem zjištěným na vnitrostátní úrovni

a/nebo

ii) tím, že poskytnou svým dozorčím orgánům v rámci jejich působnosti pravomoc udělit výjimku z těchto vnitrostátních pravidel s cílem přihlédnout k okolnostem uvedeným v bodě i) nebo jiným zvláštním okolnostem, a v tom případě je požadováno odůvodněné rozhodnutí.“

9. Článek 5 směrnice 2004/25 („Ochrana menšinových akcionářů, povinná nabídka a spravedlivá cena“) stanoví:

„1. Pokud fyzická či právnická osoba v důsledku toho, že je sama nebo prostřednictvím osob jednajících ve shodě s ní nabude, drží cenné papíry společnosti […] které, po přičtení ke stávající držbě takových cenných papírů této osoby a k držbám cenných papírů osob jednajících ve shodě s ní, této osobě přímo či nepřímo dávají zvláštní procento hlasovacích práv v této společnosti, a tím jí zajišťují ovládnutí této společnosti, zajistí členské státy, aby byla tato osoba povinna učinit nabídku jako prostředek ochrany menšinových akcionářů společnosti. Taková nabídka je co nejdříve adresována všem držitelům těchto cenných papírů na všechny cenné papíry v jejich držení za spravedlivou cenu definovanou v odstavci 4.

[…]

4. Za spravedlivou se považuje nejvyšší cena, kterou za stejné cenné papíry zaplatí předkladatel nabídky nebo osoby jednající ve shodě s ním v období, které určí členské státy jako období nejméně šesti měsíců a nejvíce dvanáct měsíců před nabídkou uvedenou v odstavci 1. Pokud po zveřejnění nabídky a před uzavřením nabídky pro přijetí předkladatel nabídky nebo kterákoliv osoba jednající ve shodě s ním koupí cenné papíry za cenu vyšší, než je cena nabídky, zvýší předkladatel nabídky svou nabídku tak, aby nebyla nižší než nejvyšší cena zaplacená za takto nabyté cenné papíry.

Za předpokladu, že jsou dodrženy obecné zásady stanovené v čl. 3 odst. 1, mohou členské státy zmocnit své dozorčí orgány, aby upravovaly cenu uvedenou v prvním pododstavci za jasně určených okolností a v souladu s jasně určenými kritérii. Za tímto účelem mohou vypracovat seznam okolností, za kterých lze nejvyšší cenu upravit směrem nahoru nebo dolů, například pokud byla nejvyšší cena stanovena dohodou mezi kupujícím a prodávajícím, pokud byly tržní ceny dotčených cenných papírů manipulovány, pokud byly tržní ceny obecně nebo určité tržní ceny konkrétně ovlivněny mimořádnými událostmi, nebo aby byla umožněna záchrana společnosti v obtížné situaci. Mohou rovněž určit kritéria, která mají být v takových případech použita, například průměrnou tržní hodnotu za určité období, likvidační hodnotu společnosti nebo jiná objektivní oceňovací kritéria obecně používaná ve finanční analýze.

Každé rozhodnutí dozorčího orgánu o úpravě spravedlivé ceny musí být odůvodněno a zveřejněno.

[…]“

B. **Italské právo**

10. Decreto legislativo 24 febbraio 1998, 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 (legislativní nařízení č. 58 ze dne 24. února 1998 – úplné znění předpisů v oblasti finančního zprostředkování podle článků 8 a 21 zákona č. 52 ze dne 6. února 1996)[3], ve znění pozdějších změn (dále jen „legislativní nařízení č. 58/1998“), obsahuje ustanovení, která provádějí směrnici 2004/25. Jeho článek 106 („Nabídka plného převzetí“) stanoví:

„3. Consob upraví nařízením případy, ve kterých:

d) je nabídka na základě odůvodněného rozhodnutí Consob podána za vyšší cenu, než je nejvyšší zaplacená cena, za předpokladu, že je to nezbytné pro ochranu investorů a je splněna alespoň jedna z následujících podmínek:

[…]

2) došlo ke koluzní dohodě mezi předkladatelem nabídky nebo osobami, které jednají ve shodě s ním, a jedním nebo více prodávajícími.“

11. Rozhodnutím ze dne 14. května 1999 přijala Consob Regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti (prováděcí nařízení k legislativnímu nařízení č. 58 ze dne 24. února 1998, o emitentech)[4], ve znění pozdějších změn (dále jen „prováděcí nařízení“). Jeho článek 47g („Navýšení ceny v případě koluzní dohody“) stanoví:

„1. Cena nabídky je Consob upravena směrem nahoru podle čl. 106 odst. 3 písm. d) bodu 2) [legislativního nařízení č. 58/1998], pokud z prokázané koluzní dohody mezi předkladatelem nabídky nebo osobami, které jednají ve shodě s ním, a jedním nebo více prodávajícími vyplývá vyšší cena, než jakou udával předkladatel nabídky. V tomto případě cena nabídky odpovídá prokázané ceně.“

II. **Skutkové okolnosti, řízení a předběžná otázka**

12. Dne 17. května 2013 Marco Tronchetti Provera SpA (dále jen „MTP“), společnost, jejímž hlavním akcionářem je pan Marco Tronchetti Provera, založila prostřednictvím svých dceřiných společností MTP a spolu s dalšími společnostmi společnost s názvem Lauro Sessantuno SpA (dále jen „Lauro 61“).

13. Dne 5. června 2013 oznámila společnost Lauro 61 trhu nabídku převzetí všech akcií společnosti Camfin SpA za jednotkovou cenu ve výši 0,80 eura za akcii, stanovenou na základě tržních cen těchto akcií v předcházejících 12 měsících.

14. V době předložení povinné nabídky převzetí vlastnila Camfin přímo či nepřímo 26,19 % akcií společnosti Pirelli & C. SpA (dále jen „Pirelli“). Někteří akcionáři společnosti Pirelli, mezi něž patřily mimo jiné společnosti Malacalza Investimenti srl (dále jen „MCI“), MTP, Camfin, Allianz SpA a Fondiaria SAI SpA (dále jen „FonSai“), předtím uzavřeli dohodu o dočasném zákazu prodeje akcií (dále jen „Dohoda Pirelli“).

15. MCI, taktéž akcionář společnosti Camfin, se připojila k nabídce společnosti Lauro 61, přičemž převedla na společnost Lauro 61 12,37 % základního kapitálu společnosti Camfin za výše uvedenou cenu.

3 – GURI Obecná řada č. 71 ze dne 26. března 1998 — Běžný dodatek č. 52

4 – GURI Obecná řada č. 123 ze dne 28. května 1999 — Běžný dodatek č. 100.

16. Dne 5. června 2013 byl trh informován o tom, že i) Lauro 61 zrušila stávající dohody mezi MTP a MCI týkající se společnosti Camfin; ii) MCI prodala své podíly ve společnosti Camfin; iii) MCI nabyla od Allianz a FonSai podíl ve společnosti Pirelli ve výši 6,98 % jejího základního kapitálu za cenu 7,80 eura za akcii a iv) strany dohody Pirelli – vedené panem Tronchetti Proverou – pověřily Allianz a FonSai vynětím všech nebo části akcií, které vlastnily, z této dohody („akcie Pirelli“).

17. Nabídka převzetí byla uzavřena dne 11. října 2013, přičemž společnost Lauro 61 nabyla nejprve 95,95 % základního kapitálu společnosti Camfin a poté využila svého práva koupě zbývajících akcií, a stala se tak jediným vlastníkem základního kapitálu společnosti Camfin, jejíž akcie byly tudíž staženy z kótování (tzv. delisting).

18. Na základě stížnosti některých menšinových akcionářů společnosti Camfin zahájila Consob dne 12. září 2013 řízení za účelem úpravy ceny dotčené nabídky převzetí směrem nahoru.

19. Na základě závěru, že tyto směny umožnily společnosti MCI získat celkovou hodnotu protiplnění za prodej akcií společnosti Camfin, vyšší než 0,80 eura za akcii, Consob konstatovala, že došlo ke koluzní dohodě, a rozhodnutím č. 18662 ze dne 25. září 2013 (dále jen „sporné rozhodnutí“) přistoupila k úpravě jednotkové ceny akcie o 0,03 eura směrem nahoru na 0,83 eura za akcii[5]. Oprávněnost sporného rozhodnutí byla následně potvrzena čtyřmi rozsudky Tribunale amministrativo regionale per il Lazio (regionální správní soud pro Lazio) ze dne 19. března 2014.

20. Tyto čtyři rozsudky jsou aktuálně předmětem odvolání projednávaných u předkládajícího soudu. V této souvislosti předkládající soud konstatuje, že pojem „koluzní dohoda“ se objevuje v nejrůznějších částech italského právního řádu. Ačkoli přesný význam tohoto pojmu není neměnný, předpokládá tajnou a podvodnou dohodu poškozující třetí osoby, která obchází kogentní zákonná ustanovení, což vyžaduje existenci úmyslu u všech účastníků dohody. V tomto ohledu se předkládající soud domnívá, že Allianz a FonSai nebyly stranami uvedené dohody. Použije-li se tedy tento výklad pojmu „koluzní dohoda“, je odvoláním podaným, mimo jiné společnostmi MTP a Lauro 61 nutno vyhovět.

21. Předkládající soud nicméně dále konstatuje, že pojem „koluzní dohoda“ může vyžadovat odlišný výklad mimo jiné vzhledem ke zvláštní povaze předmětné právní oblasti a povaze regulatorní pravomoci svěřené Consob. Takový výklad však může nastolit otázku právní jistoty, neboť pro hospodářské subjekty by pak mohlo být nemožné předvídat, jak mají postupovat před zveřejněním nabídky převzetí. Vzhledem k přetrvávajícím pochybnostem o správném výkladu čl. 3 odst. 1 a čl. 5 odst. 4 směrnice 2004/25 se předkládající soud rozhodl přerušit řízení a položit Soudnímu dvoru následující předběžnou otázku:

„Brání správnému použití čl. 5 odst. 4 druhého pododstavce [směrnice 2004/25] s ohledem na obecné zásady stanovené v čl. 3 odst. 1 téže směrnice, jakož i správnému použití obecných zásad evropského práva, kterými jsou zásady právní jistoty, legitimního očekávání, proporcionality, přiměřenosti, transparentnosti a zákazu diskriminace, takové vnitrostátní právní předpisy, jako jsou čl. 106 odst. 3 písm. d) bod 2) [legislativního nařízení č. 58/1998], ve znění pozdějších změn, a článek 47g [prováděcího nařízení], ve znění pozdějších změn, v rozsahu ve kterém uvedená ustanovení opravňují Consob k navyšování nabídky převzetí podle uvedeného článku 106, pokud je splněna podmínka, že došlo „ke koluzní dohodě mezi předkladatelem nabídky nebo osobami, které jednají ve shodě s ním, a jedním nebo více prodávajícími“, aniž by bylo konkrétně specifikováno jednání vytvářející takovouto situaci, tedy bez jasného určení okolností a kritérií, za kterých je Consob oprávněna upravit cenu nabídky převzetí směrem nahoru?“

5 – Tato vyšší cena byla dosažena výpočtem spočívajícím ve vydělení částky 6,6 milionu eur — která podle Consob představovala výhodu vyplývající pro MCI z nižší ceny zaplacené za akcie Pirelli — podíly ve společnosti Camfin nabytými společností Lauro 61. Takto stanovená nová cena znamenala pro společnost Lauro 61 celkové navýšení nákladů ve výši přibližně 8,5 milionu eur.

III. **Analýza**

A. **Úvodní poznámky**

22. Soudní dvůr je poprvé žádán o výklad čl. 5 odst. 4 směrnice 2004/25. Jedná se v zásadě teprve o druhý případ, kdy Soudní dvůr podá výklad k ustanovením obsaženým v tomto předpisu [6]. Kromě toho po rozhodnutí Consiglio di Stato (Státní rada) předložit tento případ Soudnímu dvoru se Tribunale amministrativo regionale per il Lazio (regionální správní soud pro Lazio) rovněž rozhodl položit pět otázek k výkladu čl. 5 odst. 4 směrnice 2004/25 k rozhodnutí v řízení o předběžné otázce [7].

23. Předkládající soud se v podstatě táže, zda je potvrzení výkladu pojmu „koluzní dohoda“, tak jak je použit v čl. 106 odst. 3 písm. d) druhém pododstavci legislativního nařízení č. 58/1998 a v článku 47g prováděcího nařízení (společně dále jen „dotčená italská ustanovení“), v tom smyslu, že nevyžaduje přesně stanovené jednání, jež zakládá takovou situaci, v souladu s čl. 5 odst. 4 směrnice 2004/25 ve spojení s čl. 3 odst. 1 téže směrnice a některými obecnými zásadami, zejména zásadou právní jistoty.

24. Z předkládacího rozhodnutí vyplývá, že předkládající soud zvažuje dva možné výklady pojmu „koluzní dohoda“: na jedné straně restriktivní výklad, jenž předpokládá tajnou a podvodnou dohodu poškozující třetí osoby, která obchází kogentní zákonná ustanovení, a vyžaduje existenci úmyslu u všech účastníků dohody (dále jen „restriktivní výklad“ či „užší pojetí“); a na straně druhé extenzivní výklad pojmu „koluzní dohoda“, podle něhož dohoda může zahrnovat prvky nad rámec vlastní transakce, která vedla k povinné nabídce převzetí, a který nutně nevyžaduje existenci úmyslu u všech účastníků dohody (dále jen „extenzivní výklad“ či „širší pojetí“).

25. Předkládající soud uvádí, že jelikož Allianz a Fonsai neměly v úmyslu účastnit se jakékoli podvodné a tajné dohody, by restriktivní výklad pojmu „koluzní dohoda“ nedovoloval úpravu ceny tak, jak to učinila Consob. Podle názoru předkládajícího soudu bude proto odpověď na položenou otázku rozhodná pro cenu, kterou byla společnost Lauro 61 povinna podle článku 5 směrnice 2004/25 nabídnout za podíly ve společnosti Camfin při převzetí této posledně uvedené společnosti.

26. Na úvod bych rád důrazně objasnil skutečnost zásadního významu pro projednávaný případ.

27. Stručně řečeno, není úkolem Soudního dvora rozhodnout, jak má být pojem „koluzní dohoda“ použitý v dotčených italských ustanoveních vykládán. Zejména není věcí Soudního dvora zvolit, kterému z obou výkladů dává přednost. K tomu je správně příslušný předkládající soud [8]. Je věcí předkládajícího soudu rozhodnout, který výklad tohoto pojmu – restriktivní nebo extenzivní výklad – je správný.

28. Po tomto upřesnění však to, co Soudní dvůr může a musí udělat, aby pomohl předkládajícímu soudu vyřešit projednávaný spor, je vyložit právo EU, které v tomto případě představuje v zásadě čl. 5 odst. 4 směrnice 2004/25, a zejména to, co skutečně znamená „jasné určení“. Ačkoli je toto posledně uvedené spojení užíváno v souvislosti s opatřeními přijímanými členskými státy, čl. 5 odst. 4 směrnice nepřenechává definici tohoto pojmu vnitrostátnímu právu. Jakožto autonomní pojem unijního práva musí být totiž vykládán jednotně.

6 – Viz rozsudek ze dne 15. října 2009, Audiolux a další, C-101/08, EU:C:2009:626, zejména body 47 a 51.

7 – Věci Amber Capital Italia a Amber Capital Uk, C-654/16; Hitachi Rail Italy Investments, C-655/16; Finmeccanica, C-656/16; Bluebell Partners Limited, C-657/16; a Elliot International a další, C-658/16, všechny projednávány u Soudního dvora.

8 – Stejně tak otázka, kterou se vnitrostátní soud táže Soudního dvora, zda může či musí vykládat vnitrostátní právo způsobem, jenž je v nejlepším souladu s právem EU, zůstává otázkou výkladu vnitrostátního práva, a je tudíž nepřípustná: viz rozsudek ze dne 27. února 2014, Pohotovosť, C-470/12, EU:C:2014:101, body 58 až 61.

29. Nicméně za účelem vypořádání se s výkladem čl. 5 odst. 4 směrnice 2004/25 způsobem, který by byl pro předkládající soud užitečný, je nutné si připomenout, že předkládající soud již vyloučil myšlenku, že restriktivní výklad pojmu „koluzní dohoda“ může odůvodňovat potvrzení rozsudků, jež byly napadeny odvoláním, a v důsledku toho napadeného rozhodnutí. Soudnímu dvoru proto zbývá posoudit, zda extenzivní výklad pojmu „koluzní dohoda“ lze považovat za „jasné určení“ v souladu s čl. 5 odst. 4 směrnice 2004/25, a to je právě výklad, na který se Soudní dvůr musí ve své odpovědi zaměřit.

B. **Posouzení položené otázky**

1. ***Článek 5 odst. 4 směrnice 2004/25: úvodní poznámky***

30. Zatímco čl. 5 odst. 1 směrnice 2004/25 stanoví podmínky, které vedou k povinnosti fyzické či právnické osoby, aby při dosažení prahu stanoveného vnitrostátním právem učinily povinnou nabídku převzetí zbývajících cenných papírů v cílové společnosti, čl. 5 odst. 4 upravuje cenu, která při tom musí být nabídnuta.

31. První pododstavec čl. 5 odst. 4 směrnice 2004/25 stanoví tuto cenu, jakožto obecné pravidlo, naprosto jasně. Je to zcela jednoduše nejvyšší cena, kterou zaplatí předkladatel nabídky (nebo osoby jednající ve shodě s ním) ve specifickém období: nejméně šesti měsíců a nejvíce dvanáct měsíců, které určí členské státy (dále jen „pravidlo nejvyšší zaplacené ceny“). Tato cena je navíc podle směrnice cenou spravedlivou. Důvod toho se zdá být zjevný, neboť pravidlo nejvyšší zaplacené ceny jasně stanoví cenu, která musí být nabídnuta způsobem, jenž je současně transparentní i předvídatelný.

32. Podle druhého pododstavce čl. 5 odst. 4 směrnice 2004/25 však mohou členské státy zmocnit své VDO, aby za určitých okolností upravovaly cenu. V doslovném znění tohoto ustanovení jsou uvedeny i) *okolnosti* nabídky převzetí a ii) *kritéria*, která mají být při úpravě ceny použita. Kromě toho musí přitom členský stát respektovat obecné zásady stanovené v čl. 3 odst. 1 a tyto okolnosti a kritéria musí být „jasně určeny“.

33. Podle mého názoru se na základě výše uvedeného zdá být zcela jasné, že druhý pododstavec čl. 5 odst. 4 směrnice 2004/25 upravuje *kdy, proč a jak* může členský stát zmocnit své orgány k intervenci v případě nabídky převzetí, když pravidlo nejvyšší zaplacené ceny pravdivě neodráží spravedlivou cenu [9]. Jak vysvětlím dále, mohou být přitom zohledněny pouze takové okolnosti, které vykazují *jasný a přímý vztah* k transakci vedoucí k povinné nabídce převzetí.

34. Nyní se budu podrobněji zabývat druhým pododstavcem čl. 5 odst. 4 směrnice 2004/25, který je sporným ustanovením v původním řízení. Co je vyžadováno a co je skutečně míněno spojením „jasné určení“?

2. ***Paradigma: posuzovací pravomoc členského státu***

35. Je na první pohled zjevné, že druhý pododstavec čl. 5 odst. 4 směrnice 2004/25 obsahuje, dle mého názoru nikoli vyčerpávající, výčet příkladů, jimiž se členské státy mohou inspirovat, jestliže zamýšlejí zmocnit své VDO k upravování ceny.

36. Dále se zdá být jasné, že „okolnosti“, na něž odkazuje čl. 5 odst. 4 směrnice 2004/25, které mohou vést k úpravě ceny, jsou z analytického hlediska výchozím bodem „kritérií“, která mají být použita, je-li prováděna úprava ceny.

9 – V tomto smyslu viz Zpráva skupiny odborníků na vysoké úrovni pro právo společností na téma nabídek převzetí, Brusel, 10. ledna 2002, s. 50.

37. Nehledě na výše uvedené nemá druhý pododstavec čl. 5 odst. 4 směrnice 2004/25 sám o sobě příliš velkou vypovídací hodnotu.

38. A přece jednou věcí, která se zdá být dosti jistá, je ta, že druhý pododstavec čl. 5 odst. 4 směrnice 2004/25 přiznává členským státům pravomoc posoudit, zda zmocní své VDO k upravování ceny [10]. Legislativní historie tohoto ustanovení podporuje tento názor [11], stejně tak jako kontext, v němž se objevuje. Jak je uvedeno v jejím čl. 3 odst. 2, stanoví tato směrnice pouze minimální požadavky [12], což znamená, že členské státy mohou stanovit přísnější dodatečné podmínky a ustanovení pro regulaci nabídek. Podobně čl. 4 odst. 5 směrnice patrně poskytuje členským státům široké pravomoci zásadně se odchýlit od směrnice.

39. Je ovšem nutno si připomenout, že směrnice 2004/25 byla z velké části výsledkem kompromisu mezi Evropským parlamentem a Radou [13]. Při dosažení tohoto kompromisu Komise, která již od roku 1985 prosazovala myšlenku společných procedurálních pravidel upravujících změny vlastnictví akcií [14] a která za tím účelem – neúspěšně – předložila několik legislativních návrhů unijních právních předpisů k tomuto tématu [15], vydala prohlášení, jež bylo součástí zápisu Rady, v němž vyjádřila politování nad tím, že nakonec přijatý text nebyl podle jejího názoru dostatečně ambiciózní a že se klíčové části staly fakultativními [16]. Tato legislativní historie zjevně mění pohled na výklad směrnice 2004/25.

40. Přesto však posuzovací pravomoc přiznaná členským státům v čl. 5 odst. 4 směrnice 2004/25 není neomezená [17].

3. *Meze posuzovací pravomoci členských států*

a) *Základní zásady*

41. Zaprvé základním pravidlem stále zůstává pravidlo nejvyšší zaplacené ceny. Logika ukrytá za tímto ustanovením spočívá v tom, že účinné fungování kapitálových trhů v Unii předpokládá dostatečný stupeň předvídatelnosti, pokud jde o posouzení povinné nabídky převzetí. V této souvislosti pravidlo nejvyšší zaplacené ceny nabízí dvojí výhodu umožňující menšinovým akcionářům plně sdílet prémii zaplacenou nabyvatelem kdykoli během posuzovaného období a současně poskytující předkladateli nabídky jistotu, že nebude muset v povinné nabídce platit více, než byl připraven zaplatit v předcházejícím období, což mu umožňuje se rozhodnout, za jakou maximální cenu je připraven

10 – Ve stejném smyslu viz Enriques, L., „The Mandatory Bid Rule in the Takeover Directive: Harmonization Without Foundation?“, *European Company and Financial Law Review*, 4. vydání, 2004, s. 440, na str. 446, který uvádí, že „pokud jde zejména o spravedlivou cenu, budou mít členské státy a jejich dozorčí orgány při určování okolností a kritérií odůvodňujících snížení ceny širokou posuzovací pravomoc“.

11 – Na rozdíl od návrhu Komise Směrnice Evropského parlamentu a Rady o nabídkách převzetí, KOM(2002) 534 v konečném znění (Úř. věst. 2003 C45 E, s. 1), nehovoří druhý pododstavec čl. 5 odst. 4 směrnice 2004/25 o tom, že členské státy „upraví“, nýbrž o tom, že „mohou upravit“ seznam okolností, za kterých lze nejvyšší cenu upravovat.

12 – V souladu s bodem 25 odůvodnění směrnice 2004/25 je cílem směrnice „stanovení minimálních pokynů pro provádění nabídek převzetí a zajištění přiměřené úrovně ochrany pro držitele cenných papírů v celé [Unii]“.

13 – Viz mimo jiné Zprávu ze dne 8. prosince 2003 k návrhu směrnice Evropského parlamentu a Rady o nabídkách převzetí, Výbor Evropského parlamentu pro právní záležitosti a vnitřní trh, A5-0469/2003 final, s. 18, srov. s. 6, a dokument Rady č. 16116/03 ze dne 16. prosince 2003 týkající se návrhu směrnice Evropského parlamentu a Rady o nabídkách převzetí, bod II [Interinstitucionální spis č. 2002/0240 (COD)].

14 – Bílá kniha Komise Evropské Radě ze dne 14. června 1985: Dokončení vnitřního trhu [KOM(85) 310 konečné znění], odstavec 139 a násl.

15 – Viz návrh Komise ze dne 19. ledna 1989 Třináctá směrnice Rady o právu společností týkající se nabídek převzetí a nabídek [KOM(88) 823 final; Úř. věst. 1989, C 64, s. 8], a návrh Komise ze dne 7. února 1996 13. směrnice Evropského parlamentu a Rady o právu společností týkající se nabídek převzetí [KOM(95) 655 final; Úř. věst. 1996, C 162, s. 5].

16 – Viz prohlášení Komise v dokumentu Rady č. 7088/04 ze dne 12. března 2004 týkající se přijetí směrnice Evropského parlamentu a Rady o nabídkách převzetí, bod 2 [Interinstitucionální spis č. 2002/0240 (COD)].

17 – Šestý bod odůvodnění směrnice 2004/25 stanoví: „aby byla pravidla pro nabídky převzetí účinná, měla by být pružná a schopná vypořádat se s nově vznikajícími okolnostmi a měla by v souladu s tím poskytovat možnost výjimek a odchylek. *Při uplatňování stanovených pravidel či výjimek nebo při poskytování jakýchkoliv odchylek by [VDO] měly dodržovat určité obecné zásady*“ (zvýrazněno autorem stanoviska).

získat všechny akcie společnosti [18]. Ze strukturálního hlediska by tedy měl být vykládán extenzivně. Naopak možnost členských států odchýlit se od něj by měla být omezena na to nejpodstatnější [19]. Kromě toho jakýkoli pokus nepoužít pravidlo nejvyšší zaplacené ceny a dvojí záruku, kterou nabízí, musí být založen na spolehlivé argumentaci a musí být také patřičně odůvodněn v souladu se třetím pododstavcem čl. 5 odst. 4 směrnice.

42. Zadruhé při výkonu své posuzovací pravomoci musí členské státy dodržovat zásady stanovené v čl. 3 odst. 1 směrnice. Tyto zásady jsou vůdčími zásadami pro použití této směrnice členskými státy [20].

43. V rozsahu relevantním z hlediska původního řízení však tyto zásady nejsou ohroženy. Zejména jsem neshledal žádné porušení procesních práv nebo rovného zacházení s akcionáři společnosti Camfin: dotčená italská ustanovení mohou v zásadě odůvodnit pouze úpravu ceny *směrem nahoru* v případě koluze [21].

44. Žádná z těchto obecných zásad navíc výslovně neodkazuje na cíl zajištění předvídatelnosti pro předkladatele nabídky nebo širší veřejnost, který je nicméně zjevný spíše z odůvodnění směrnice 2004/25, k čemuž se vrátím níže v bodě 59.

45. Článek 3 odst. 1 písm. d) směrnice 2004/25 naopak odkazuje na obecnou zásadu, podle níž pro cenné papíry cílové společnosti, společnosti předkladatele nabídky nebo jakékoliv jiné společnosti, které se nabídka týká, nesmějí vznikat nepravé trhy tak, že by vzestup nebo pokles cen dotčených cenných papírů byl umělý a bylo by narušeno běžné fungování trhů. Tato obecná zásada proto jasně podporuje názor, že ustanovení, podle něhož členský stát může zmocnit VDO k upravování ceny v nabídce převzetí v případě koluze, má být vykládáno restriktivně. To je potvrzeno zněním čl. 5 odst. 4 směrnice 2004/25, který specificky upravuje okolnosti „pokud byla nejvyšší cena stanovena dohodou mezi kupujícím a prodávajícím“, nebo „pokud byly tržní ceny dotčených cenných papírů manipulovány“.

46. Pokud jde pak o extenzivním výklad pojmu „koluzní dohoda“ zmíněný předkládajícím soudem, nejsou obecné zásady již tak přesvědčivé. Přece jen je však nelze chápat v tom smyslu, že takový výklad zakazují.

47. Naopak skupina odborníků na vysoké úrovni pro právo společností k tématu nabídek převzetí odkazuje ve svých doporučeních, která tvoří část legislativní historie čl. 5 odst. 4 směrnice 2004/25, na pojem „koluzní dohoda“ jakožto na „smlouvu s prodávajícím s cílem vyhnout se použití pravidla o nejvyšší ceně“ [22]. Tato definice, která je jednostranně zaměřena na prodávajícího, se zdá být dostatečně široká, aby zahrnovala „koluzní dohodu“ jak v užším, tak širším slova smyslu. Kromě toho znění čl. 5 odst. 4 směrnice nestanoví přímo ani implicitně požadavek povědomí či úmyslu.

18 – Viz Zpráva skupiny odborníků na vysoké úrovni pro právo společností na téma nabídek převzetí, Brusel, 10. ledna 2002, s. 49 a 50.

19 – K restriktivnímu vnímání posuzovací pravomoci VDO odchýlit se od pravidla nejvyšší zaplacené ceny viz Papadopoulos, T., ‘The European Union Directive on Takeover Bids: Directive 2004/25/EC’, *International and Comparative Law Journal*, svazek 6, vydání 3, s. 13, na s. 30 a 31, který argumentuje tím, že široká posuzovací pravomoc k úpravě ceny nabídky převzetí by byla v rozporu s obecnými zásadami stanovenými v čl. 3 odst. 1 písm. a) směrnice 2004/25 (úprava ceny směrem dolů bez náležitého odůvodnění může znamenat porušení zásady rovného zacházení s akcionáři), jakož i s článkem 49 SFEU (úprava ceny směrem nahoru bez náležitého odůvodnění může odradit předkladatele nabídky).

20 – Viz rozsudek ze dne 15. října 2009, Audiolux a další, C-101/08, EU:C:2009:626, bod 51.

21 – Soudní dvůr však konstatoval, že obecná zásada rovného zacházení s akcionáři uvedená v čl. 3 odst. 1 písm. a) směrnice 2004/25 nevyžaduje takový výklad vnitrostátních předpisů, který je vždy nejvýhodnější pro menšinové akcionáře společnosti: v tomto smyslu viz rozsudek ze dne 15. října 2009, Audiolux a další, C-101/08, EU:C:2009:626, body 47 až 52.

22 – Zpráva skupiny odborníků na vysoké úrovni pro právo společností na téma nabídek převzetí, Brusel, 10. ledna 2002, s. 50.

48. Zatřetí je posuzovací pravomoc členských států zmocnit své VDO, aby upravovaly cenu nabídky převzetí, omezená z několika obecných důvodů: kromě skutečnosti, že VDO musí jednat v rámci své pravomoci, jak je stanovena článkem 4 směrnice 2004/25, pokud se rozhodne upravit cenu nabídky, judikatura ukazuje, že směrnice se nepoužije na skutkové stavy, které nespadají do její působnosti [23]. Jinými slovy, se směrnice použije *ratione materiae* na nabídky převzetí, tj. na vztah mezi předkladatelem nabídky a držitelem cenných papírů v cílové společnosti. Z toho důvodu ji pravděpodobně nelze použít na transakce, které neměly nic společného s povinnou nabídkou převzetí, neboť opačný názor by nedával příliš velký smysl.

49. „Okolnosti" uvedené v druhém pododstavci čl. 5 odst. 4 směrnice 2004/25 proto zahrnují pouze takové právní či skutkové okolnosti, *které představují jasné a přímé spojení s dotčenou povinnou nabídkou převzetí*. Jak italská vláda rovněž navrhovala na jednání, transakce, která je na první pohled odlišná od té, která vedla k povinné nabídce převzetí, musí být ve skutečnosti pro operaci převzetí nezbytná (*sine qua non*), jestliže k ní má být přihlédnuto při provádění úpravy ceny této nabídky.

50. Na tom nic nemění skutečnost, že podle čl. 3 odst. 2 směrnice 2004/25 harmonizuje směrnice pravidla týkající se nabídek převzetí pouze částečně. Členský stát nemůže zmocnit svůj VDO k odchýlení se od čl. 5 odst. 4 směrnice 2004/25 prostřednictvím úpravy ceny při povinné nabídce převzetí způsobem, který by – ačkoli zvyšuje ochranu menšinových akcionářů – ve svém důsledku zbavil pravidlo nejvyšší zaplacené ceny jeho účinku tím, že by VDO povolil zohlednit transakce, které nespadají do jeho působnosti nebo do působnosti směrnice [24].

b) ***Význam a účinek spojení „jasné určení"***

51. Pokud jde o zvláštní význam spojení „jasné určení", opírají se obě strany původního řízení na základě vlastních cílů o rozsudek ve věci Periscopus [25]. V tomto rozsudku Soudní dvůr ESUO shledal neslučitelným s druhým pododstavcem čl. 5 odst. 4 směrnice 2004/25 zmocnění VDO k odchýlení se od pravidla nejvyšší zaplacené ceny tam, kde je jasné, že tato cena neodráží tržní cenu, aniž by byl blíže objasněn pojem „tržní cena". Tento rozsudek však neřeší projednávaný případ. Zaprvé proto, že spor v původním řízení nespočívá v tom, že nabízená cena byla jasně nižší než tržní cena, ale spíše v tom, že byla výsledkem koluzní dohody, což prokazatelně představuje jinou okolnost. Zadruhé proto, že italská ustanovení, o která jde v projednávané věci, nejsou tak strohá jako norská ustanovení dotčená v onom rozsudku. A konečně proto, že rozsudek nezavazuje tento Soudní dvůr.

52. Dle mého názoru spojení „jasné určení" vyžaduje, aby zmocnění VDO k upravování ceny mělo formu souboru psaných pravidel, která jsou předem zveřejněna a snadno dostupná široké veřejnosti („vnitrostátní korekční pravidla"). Skutečnost, že taková pravidla jsou přijata vládním orgánem či VDO, přitom není podstatná, stejně tak jako skutečnost, zda jsou tato pravidla přijata ve formě primárních či sekundárních právních předpisů, za předpokladu, že jsou závazné.

53. Nepovažuji ovšem za možné vyvodit ze spojení „jasné určení" požadavek, aby vnitrostátní korekční pravidla předem vyčerpávajícím způsobem a podrobně popsala každou specifickou situaci [26]. V tomto se shoduji s italskou vládou, že spíše než vyjmenování jednotlivě a taxativně zvláštních situací, kdy je VDO oprávněn přikročit k úpravě ceny povinné nabídky převzetí, zvolil unijní normotvůrce namísto toho užití obecnějšího pojmu „okolnosti". Stejně tak bych souhlasil s Komisí v tom, že čl. 5 odst. 4 směrnice 2004/24 nebrání členským státům uchýlit se k abstraktním právním pojetím.

23 – V tomto smyslu viz rozsudek ze dne 15. října 2009, Audiolux a další, C-101/08, EU:C:2009:626, bod 49.

24 – Analogicky viz rozsudek ze dne 21. prosince 2016, AGET Iraklis, C-201/15, EU:C:2016:972, body 36 a 37.

25 – Rozsudek Soudního dvora ESUO ze dne 10. prosince 2010, Periscopus v. Oslo Børs a Erik Must, E-1/10, Zpráva Soudního dvora ESUO 2009-10, s. 200.

26 – V tomto smyslu viz rozsudek Soudního dvora ESUO ze dne 10. prosince 2010, Periscopus v. Oslo Børs a Erik Must, E-1/10, Zpráva Soudního dvora ESUO 2009-10, s. 200, bod 47.

54. Na základě předcházejících úvah nemám problém akceptovat, že výraz „jasné určení“ dovoluje členskému státu přijmout vnitrostátní korekční pravidla, jež umožní jeho VDO upravit cenu povinné nabídky převzetí v případě koluzní dohody *jak v užším, tak v širším slova smyslu*.

55. V každém případě je předkládající soud – vnitrostátní vrchní soud – názoru, že restriktivní výklad pojmu „koluzní dohoda“ je ten, který se obecně uplatňuje v italském právu. Jak již bylo uvedeno, není věcí Soudního dvora zaujmout postoj k tomu, který ze dvou výkladů dotčených italských ustanovení je správný. Jediná otázka, kterou musí Soudní dvůr zodpovědět je, zda výraz „jasné určení“, jak je použit v čl. 5 odst. 4 směrnice 2004/25, na tom něco mění, nebo aby bylo věrně vyjádřeno, o jaké rozhodnutí je Soudní dvůr ve skutečnosti žádán, *vyžaduje* takto extenzivní výklad.

56. To si nemyslím.

57. Zaprvé takový postup by vedl k extenzivnímu výkladu druhého pododstavce čl. 5 odst. 4 směrnice 2004/25, což by bylo v rozporu s jeho povahou, jakožto odchylky od pravidla nejvyšší zaplacené ceny.

58. Zadruhé členské státy se mohou v souladu se zásadou procesní autonomie rozhodnout, zda vykonají posuzovací pravomoc, která jim byla svěřena druhým pododstavcem čl. 5 odst. 4 směrnice 2004/25, a pokud tak učiní, stanovit za tímto účelem vnitrostátní korekční pravidla. V původním řízení bylo při přijetí dotčených italských ustanovení rozhodnuto použít pojem, který – jak se domnívám – není pro italské právo nový, totiž pojem „koluzní dohoda“. V tomto ohledu se přijetí extenzivního výkladu pojmu „koluzní dohoda“ jednoduše z důvodu jejího vztahu ke směrnici, i když nejde o záležitosti, které se výlučně dotýkají vnitrostátního práva, zdá být přehnané. Zásada rovnocennosti pouze vyžaduje, aby s nároky vyplývajícími z unijního práva bylo zacházeno stejným způsobem jako s nároky vyplývajícími z vnitrostátního práva, aby nedošlo k preferenčnímu zacházení.

59. Zatřetí, pokud jde konkrétně o obecnou zásadu právní jistoty, kterou předkládající soud zmiňuje ve své předběžné otázce, jedním ze zastřešujících cílů směrnice 2004/25 je „dosáhnout v celé Unii srozumitelnosti a průhlednosti právních otázek, které mají být řešeny v případě nabídek převzetí“ [27]. Kromě toho jak tato zásada, tak nezbytnost zajištění plného použití směrnic *de iure*, nikoliv pouze *de facto* podle článku 288 SFEU vyžadují, aby všechny členské státy převzaly požadavky stanovené dotčenou směrnicí vytvořením jasného, přesného a transparentního právního rámce, jenž je tvořen závaznými předpisy [28]. Tato povinnost se musí o to více vztahovat na vnitrostátní korekční pravidla, která členské státy přijaly nebo zachovaly v souladu s čl. 5 odst. 4 směrnice.

60. Princip právní jistoty vyžaduje zejména posouzení, zda dotčená právní opatření vykazují takovou nejednoznačnost, která činí pro dotčené subjekty obtížným rozptýlit s dostatečnou jistotou pochybnosti týkající se jejich dosahu a významu [29]. Naopak, třebaže směrnice 2004/25 nepochybně není nástrojem trestního práva, který sám o sobě vyžaduje použití tradičních pojmů trestního práva a řízení, pouhá skutečnost, že hospodářský subjekt nemůže předem přesně vědět, jaký stupeň či druh sankcí mu může být uložen v každém konkrétním případě za určité jednání, neznamená porušení zásady, že tresty musí mít řádný zákonný základ [30].

27 – Viz bod 3 odůvodnění směrnice 2004/25.

28 – Viz např. rozsudky ze dne 15. března 1990, Komise v. Nizozemsko, C-339/87, EU:C:1990:119, body 6, 22 a 25, a ze dne 14. ledna 2010, Komise v. Česká republika, C-343/08, EU:C:2010:14, bod 40.

29 – V tomto smyslu viz rozsudek ze dne 14. dubna 2005, Belgie v. Komise, C-110/03, EU:C:2005:223, bod 31.

30 – V tomto smyslu viz rozsudek ze dne 18. července 2013, Schindler Holding a další v. Komise, C-501/11 P, EU:C:2013:522, bod 58 a citovaná judikatura.

61. Ačkoli se judikatura uvedená v předchozím bodu typicky týká námitky učiněné soukromým jedincem, že zákon nebyl dostatečně jasný, aby bylo možné předvídat právní důsledky daného chování – což obvykle není považováno za omluvu (*ignorantia iuris non excusat*) – neřeší to však uspokojivě situaci, kdy si vnitrostátní soud není jistý, jak vykládat vlastní právní předpisy (*iura non novit curia*). Pokud by v italském právu obecně převažoval extenzivní výklad pojmu „koluzní dohoda“, pak by okolnosti pro upravení ceny byly „jasně určené“. Žádost o rozhodnutí o předběžné otázce však nasvědčuje tomu, že o takovýto případ se nejedná.

62. Právě zde odhaluje výraz „jasné určení“ uvedený v čl. 5 odst. 4 směrnice 2004/25, který není ničím jiným než vyjádřením zásady právní jistoty, svou pravou podstatu. Vnitrostátní korekční pravidla mohou samozřejmě využít neurčitých pojmů, které se mohou postupně časem vyvinout pomocí výkladu soudů členských států. Tyto pojmy nicméně nemohou libovolně zásadním způsobem změnit obsah pouze proto, že si VDO přeje použít je na nové okolnosti, které nejsou zahrnuty v jeho předcházejícím výkladu, za současného tvrzení, že jsou „jasně určené“ [31]. Umožnění takové svévole by ohrozilo cíl směrnice spočívající v zajištění srozumitelnosti a průhlednosti v celé Unii, v neposlední řadě pro hospodářské subjekty.

63. V tomto ohledu je názorná skutečnost, že předkládající soud naznačuje, že by vyhověl odvolání společností MTP a Lauro 61, kdyby nebylo směrnice 2004/25. Pochybnosti předkládajícího soudu ohledně správného výkladu jeho vlastních pravidel v zásadě samotné postačují k tomu, aby ukázaly, že dotčená italská ustanovení nejsou „jasně určená“ ve smyslu čl. 5 odst. 4 této směrnice tak, aby umožňovala extenzivní výklad pojmu „koluzní dohoda“ za účelem odchýlení se od pravidla nejvyšší zaplacené ceny.

64. Ve světle výše uvedeného se domnívám, že čl. 5 odst. 4 směrnice 2004/25 brání použití takového ustanovení vnitrostátního práva, které zmocňuje VDO k úpravě ceny uvedené v nabídce převzetí směrem nahoru v případě koluzní dohody, na takové okolnosti, které by v případě, že by se tato směrnice nepoužila, naplňovaly podle vnitrostátního práva znaky koluze.

65. Nepovažuji proto za nezbytné zaujímat postoj k tomu, zda prodej akcií společnosti Pirelli, a zejména účinky akcionářské dohody, vykazují jasnou a přímou souvislost s transakcí, která vedla společnost Lauro 61 k podání povinné nabídky převzetí. V každém případě tento úkol, který vyžaduje zjištění skutečností a důkazů, by v konečném důsledku příslušel předkládajícímu soudu.

IV. **Závěry** S ohledem na výše uvedené navrhuji, aby Soudní dvůr odpověděl na otázku položenou Consiglio di Stato (Státní rada, Itálie) tak, že čl. 5 odst. 4 směrnice Evropského Parlamentu a Rady 2004/25/ES ze dne 21. dubna 2004 o nabídkách převzetí, ve znění nařízení Evropského parlamentu a Rady (ES) č. 219/2009 ze dne 11. března 2009 o přizpůsobení některých aktů přijatých postupem podle článku 251 Smlouvy regulativnímu postupu s kontrolou podle rozhodnutí Rady 1999/468/ES – Přizpůsobení regulativnímu postupu s kontrolou – Část druhá, musí být vykládán v tom smyslu, že brání použití ustanovení vnitrostátního práva, které zmocňuje vnitrostátní dozorčí orgán upravovat cenu uvedenou v nabídce převzetí v případě koluze, která by v případě, že by se tato směrnice nepoužila, nebyla podle vnitrostátního práva za koluzi považována.

31 – V tomto smyslu viz rozsudek ze dne 28. června 2005, Dansk Rørindustri a další v. Komise, C-189/02 P, C-202/02 P, C-205/02 P až C-208/02 P a C-213/02 P, EU:C:2005:408, body 217 a 218.