KONKLUŻJONIJIET TAL-AVUKAT ĠENERALI
WAHL
ippreżentati fil-15 ta' Marzu 2017 [1]

Kawża C-206/16

Marco Tronchetti Provera SpA and Others
vs
Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob)

(Talba għal deċiżjoni preliminari mill-Consiglio di Stato (kunsill tal-istat, l-Italja))

«Liġi tal-Kumpanniji — Direttiva 2004/25/KE — Protezzjoni tal-interessi tal-azzjonisti minoritarji f'dak li jirrigwarda offerti ta' xiri — Artikolu 5(4) — Kunċett ta' 'determinati b'mod ċar' — Regoli nazzjonali li jippermettu lill-awtorità superviżorja taġġusta l-prezz offrut fl-offerta ta' xiri — Kollużjoni bejn l-offerent u l-persuni li jaħdmu flimkien miegħu u bejjiegħ wieħed jew iktar minn wieħed»

1. Din it-talba għal deċiżjoni preliminari tirrigwarda l-interpretazzjoni korretta tal-Artikolu 5(4) tad-Direttiva 2004/25/KE [2]. Dik id-dispożizzjoni tippermetti lill-Istati Membri jawtorizzaw lill-awtorità superviżorja nazzjonali tagħhom fil-qasam tas-sigurtajiet ("ASN") taġġusta l-prezz offrut f'offerta ta' xiri obbligatorja magħmula skont dik id-direttiva. Madankollu, dik id-direttiva teħtieġ li tali miżuri jsir b'mod li jkunu "determinati b'mod ċar".

2. Fil-kawża prinċipali, il-Consiglio di Stato (kunsill tal-istat, l-Italja) għandu dubji dwar jekk il-prospett tal-applikazzjoni tal-leġiżlazzjoni Taljana li timplementa dik id-direttiva, li tippermetti lill-Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (kummissjoni nazzjonali għall-kumpanniji u l-borża; "Consob") — l-ASN Taljana — iżżid il-prezz offrut f'offerta ta' xiri obbligatorja f'każ ta' kollużjoni, għaċ-ċirkustanzi tal-kawża prinċipali, jistax jingħad li huwa "determinat b'mod ċar" skont l-Artikolu 5(4) tad-Direttiva 2004/25.

3. Il-partikolarità tal-kawża prinċipali tinsab fil-fatt li l-aġġustament tal-prezz offrut kien ir-riżultat ta' tranżazzjoni oħra differenti minn dik li wasslet għall-offerta ta' xiri obbligatorja. Barra minn hekk, ma huwiex stabbilit li l-partijiet kollha involuti f'dik it-tranżazzjoni l-oħra kellhomx l-intenzjoni li jagħmlu kollużjoni jew jekk kinux konxji ta' dan ir-riskju. Dan il-każ għalhekk se jippermetti lill-Qorti tal-Ġustizzja tiċċara l-limiti għall-poter tal-Istati Membri sabiex jawtorizzaw lill-ASN tagħhom tidderoga mir-"regola tal-ogħla prezz imħallas" ("l-HPPR") stipulata fl-Artikolu 5(4) tad-Direttiva 2004/25.

1 Lingwa oriġinali: l-Ingliż..

2 Direttiva tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill, Nru 2004/25/KE, tal-21 ta' April 2004, fuq offerti ta' xiri (ĠU Edizzjoni Speċjali bil-Malti, Kapitolu 17, Vol. 2, p. 20), kif emendata bir-Regolament (KE) Nru 219/2009 tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill tal-11 ta' Marzu 2009 li jadatta numru ta' atti suġġetti għall-proċedura msemmija fl-Artikolu 251 tat-Trattat mad-Deċiżjoni tal-Kunsill 1999/468/KE fir-rigward tal-proċedura regolatorja bi skrutinju — Adattament għall-proċedura regolatorja bi skrutinju — Parti Tnejn (ĠU 2009 L 87, p. 109).

4. Kif se nispjega hawn taħt, l-Artikolu 5(4) tad-Direttiva 2004/25 fil-prinċipju jippermetti lill-Istati Membri jawtorizzaw lill-ASN tagħhom taġġusta l-prezz offrut f'offerta ta' xiri obbligatorja f'każ ta' kollużjoni tat-tip deskritt fil-punt preċedenti. Madankollu, dik id-dispożizzjoni tipprojbixxi li dik ir-regola tiġi applikata għal sett ta' ċirkustanzi li, kieku ma kinitx tapplika dik id-direttiva, altrimenti ma kinux jiġu kklassifikati fil-liġi nazzjonali bħala każ ta' kollużjoni.

I. **Il-Kuntest ġuridiku**

A. **Id-Direttiva 2004/25**

5. Il-proċedura ta' offerta ta' xiri stipulata fid-Direttiva 2004/25 tapplika, skont l-Artikolu 1 tagħha, għal "l-offerti ta' xiri għas-sigurtajiet tal-kumpanniji regolati mil-liġijiet ta' l-Istati Membri, fejn parti jew is-sigurtajiet kollha ikunu permessi jagħmlu kummerċ f'suq regolat". L-Artikolu 2(1)(a) tad-Direttiva ("Definizzjonijiet") jiddefinixxi "'offerta ta' xiri' jew 'offerta' għandhom ifissru offerta pubblika (minbarra mill-kumpannija li qed tirċievi l-offerta innifisha) magħmula lid-detenturi tas-sigurtajiet ta' kumpannija għax-xiri ta' parti jew is-sigurtajiet kollha msemmija, kemm jekk obbligatorja kif ukoll jekk volontarja, liema offerta ssir wara jew ikollha bħala l-għan tagħha x-xiri tal-kontroll tal-kumpannija li qed tirċievi l-offerta skond il-liġi nazzjonali".

6. L-Artikolu 3 tad-Direttiva 2004/25 ("Prinċipji ġenerali") jipprevedi:

"1. Għall-iskop li tiġi implimentata din id-Direttiva, l-Istati Membri għandhom jassiguraw li l-prinċipji li ġejjin jiġu mħarsa:

(a) id-detenturi kollha tas-sigurtajiet tal-kumpannija li qed tirċievi l-offerta ta' l-istess klassi għandhom jiġu trattati b'mod ugwali; aktar minn hekk jekk persuna tikseb il-kontroll ta' kumpannija, id-detenturi l-oħra tas-sigurtajiet għadhom jiġu protetti;

(b) id-detenturi tas-sigurtajiet tal-kumpannija li qed tirċievi l-offerta għandu jkollhom żmien u informazzjoni biżżejjed biex ikunu kapaċi jieħdu deċiżjoni li tkun informata tajjeb fuq l-offerta;

…

(d) m'għandhomx jinħolqu swieq foloz fis-sigurtajiet tal-kumpanija li qed tirċievi l-offerta, tal-kumpanija li qed tagħmel l-offerta jew ta' kwalunkwe kumpanija milquta mill-offerta fejn żieda jew roħs tal-prezzijiet tas-sigurtajiet isiru foloz u l-funzjonijiet normali tas-swieq jiġu mfixkla;

…

2. Bl-iskop li tiġi aċċertata l-konformità mal-prinċipji stabbiliti fil-paragrafu 1, l-Istati Membri:

(a) għandhom jassiguraw li l-ħtiġiet minimi kif stabbiliti f'din id-Direttiva jiġu osservati;

(b) jistgħu jistabbilixxu kondizzjonijiet addizzjonali u disposizzjonijiet aktar stretti minn dawk ta' din id-Direttiva għall-kontroll ta' l-offerti".

7. L-Artikolu 4(2) tad-Direttiva 2004/25 ("Awtorità superviżorja u l-liġi applikabbli") jinnomina l-ASN kompetenti fir-rigward ta' xiri. B'mod partikolari, is-subparagrafu (a) jipprevedi li "[l]-awtorità kompetenti biex tissorvelja l-offerta għandha tkun dik ta' l-Istat Membru fejn il-kumpannija li qed tirċievi l-offerta jkollha l-uffiċċju tagħha irreġistrat, jekk is-sigurtajiet ta' dik il-kumpannija jkunu aċċettati għall-kummerċ fis-suq regolat f'dak l-Istat Membru".

8. L-Artikolu 4(5) tad-Direttiva 2004/25 jipprevedi:

"L-awtoritajiet superviżorji għandu jkollhom il-poteri kollha meħtieġa biex ikunu jistgħu jaqdu d-doveri tagħhom, inkluż dak li jassiguraw li l-partijiet tal-offerta jikkonformaw mar-regoli magħmula jew introdotti skond din id-Direttiva.

Waqt li jkun ipprovdut li l-prinċipji ġenerali stabbiliti fl-Artikolu 3(1) ikunu rispettati, l-Istati Membri jistgħu jipprovdu fir-regoli li huma jagħmlu jew jintroduċu skond din id-Direttiva għad-derogi minn dawk ir-regoli:

(i) billi jinkludu derogi ta' dan it-tip fir-regoli nazzjonali tagħhom, sabiex jieħdu kont taċ-ċirkostanzi stabbiliti fuq livell nazzjonali

u/jew

(ii) billi jagħtu lill-awtoritajiet superviżorji tagħhom, fejn dawn ikunu kompetenti, il-poteri li jinjoraw regoli nazzjonali bħal dawn, biex jieħdu kont taċ-ċirkostanzi msemmija f'(i) jew f'ċirkostanzi speċifiċi oħra fejn deċiżjoni raġonevoli tkun meħtieġa".

9. L-Artikolu 5 tad-Direttiva 2004/25 ("Il-protezzjoni tal-azzjonisti f'minoranza, l-offerta obbligatorja u l-prezz raġonevoli") jipprevedi:

"1. Fejn persuna naturali jew legali, bħala riżultat ta' l-akkwist tagħha jew ta' l-akkwist tal-persuni li qed jaħdmu magħha, iżżomm sigurtajiet tal-kumpannija kif imsemmija fl-Artikolu 1(1) li, b'żieda ma' l-assi eżistenti ta' dawk is-sigurtajiet tagħha u l-assi ta' dawk is-sigurtajiet tal-persuni li qed jaħdmu magħha, b'mod dirett jew indirett, jagħtuha l-persentaġġ speċifiku tad-drittijiet tal-vot f'dik il-kumpannija, li jagħtuha l-kontroll ta' dik il-kumpannija, l-Istati Membri għandhom jassiguraw li persuni bħal dawn ikunu meħtieġa jagħmlu offerta bħala mezz ta' protezzjoni għall-azzjonisti f'minoranza ta' dik il-kumpannija. Offerta bħal din għandha tiġi indirizzata fl-aktar opportunità kmieni lid-detenturi kollha ta' dawk is-sigurtajiet għall-assi kollha tagħhom bi prezz raġonevoli kif stabbilit fil-paragrafu 4.

…

4. L-għola prezz imħallas għall-istess sigurtajiet minn min qed jagħmel l-offerta, jew mill-persuni li qed jaħdmu flimkien magħha, f'perjodu li għandu jiġi stabbilit mill-Istati Membri, ta' mhux inqas minn sitt xhur u mhux aktar minn 12-il xahar qabel ma l-offerta msemmija fil-paragrafu 1 tibda titqies bħala l-prezz raġonevoli. Jekk, wara li l-offerta tkun saret pubblika u qabel ma l-offerta tingħalaq għall-aċċettazzjoni, dak li qed jagħmel l-offerta jew kwalunkwe persuna li taħdem flimkien miegħu jixtru sigurtajiet bi prezz għola mill-prezz ta' l-offerta, dak li qed jagħmel l-offerta għandu jgħolli l-offerta tiegħu biex ma tkunx anqas mill-għola prezz imħallas għas-sigurtajiet miksuba b'dan il-mod.

Jekk jiġu rispettati l-prinċipji ġenerali stabbiliti fl-Artikolu 3(1), l-Istati Membri jistgħu jawtorizzaw lill-awtoritajiet superviżorji tagħhom biex jemendaw il-prezz imsemmi fl-ewwel subparagrafu fiċ-ċirkostanzi u skond il-kriterji li huma determinati b'mod ċar. Għal dak il-għan, huma jistgħu jagħmlu lista taċ-ċirkostanzi li fihom l-għola prezz jista' jiġi rranġat 'il fuq jew 'l isfel, per eżempju fejn l-għola prezz ikun stabbilit permezz ta' ftehim bejn dak li jbiegħ u dak li jixtri, fejn il-prezzijiet tas-suq tas-sigurtajiet imsemmija jiġu manipulati, fejn il-prezzijiet tas-suq in ġenerali jew ċerti prezzijiet tas-suq ikunu partikolarment milquta minn ċirkostanzi eċċezzjonali jew biex tiġi mgħejjuna ditta li tkun f'diffikultà. Huma jistgħu jiddeterminaw ukoll il-kriterji li jiġu applikati f'dawn il-każi, per eżempju il-medja tal-valur tas-suq f'perjodu partikolari, il-valur maqsum ta' kumpannija jew kriterji oħra ta' valutazzjoni li ġeneralment jintużaw fl-analiżi finanzjarja.

Kull deċiżjoni ta' awtorità superviżorja għall-irranġar tal-prezz raġonevoli għandha tiġi verifikata u mressqa għall-pubbliku.

…"

B. **Id-dritt Taljan**

10. Id-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 (Digriet Leġiżlattiv Nru 58 tal-24 ta' Frar 1998 li jikkonsolida d-dispożizzjonijiet kollha fil-qasam tal-intermedjazzjoni finanzjarja skont it-tifsira tal-Artikoli 8 u 21 tal-Liġi Nru 52 tas-6 ta' Frar 1996)[3], kif emendat ("Digriet Leġiżlattiv Nru 58/1998"), fih dispożizzjonijiet li jimplementaw id-Direttiva 2004/25. L-Artikolu 106 tiegħu ("Offerta tax-xiri totali") jipprevedi:

"3. Consob għandha tirregola permezz ta' ordni każijiet fejn:

(d) l-offerta, suġġetta għal deċiżjoni motivata ta' Consob, issir bi prezz ikbar mill-ogħla wieħed imħallas, sakemm dan ikun meħtieġ sabiex jiġu protetti l-investituri u mill-inqas waħda miċ-ċirkustanzi li ġejjin ikunu preżenti:

…

(2) kien hemm kollużjoni bejn l-offerent jew il-persuni li qed jaħdmu flimkien miegħu u bejjiegħ wieħed jew iktar".

11. Permezz ta' Deċiżjoni tal-14 ta' Mejju 1999, Consob adottat ir-Regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti (Ordni ta' Implementazzjoni tad-Digriet Leġiżlattiv Nru 58 tal-24 ta' Frar 1998 li jistabbilixxi regoli applikabbli għal min jirċievi l-offerta)[4], kif emendata ("l-Ordni ta' Implementazzjoni"). L-Artikolu 47 *octies* tagħha ("Żieda fil-prezz f'każ ta' kollużjoni") jipprevedi:

"1. Il-prezz tal-offerta għandu jiġi aġġustat 'il fuq minn Consob, skont l-Artikolu 106(3)(d)(2) tad-[Digriet Leġiżlattiv Nru 58/1998], fejn il-kollużjoni stabbilita bejn l-offerent u l-persuni li jaħdmu flimkien miegħu u bejjiegħ wieħed jew iktar minn wieħed tagħti lok għall-ħlas ta' ammont ikbar minn dak iddikjarat mill-offerent. F'dak il-każ il-prezz tal-offerta għandu jkun ekwivalenti għal dak li huwa stabbilit".

II. **Il-fatti li wasslu għall-kawża, il-kawża prinċipali u d-domandi preliminari**

12. Fis-17 ta' Mejju 2013, Marco Tronchetti Provera SpA ("MTP"), kumpannija li l-azzjonista prinċipali tagħha huwa Marco Tronchetti Provera, stabbilita, permezz ta' kumpanniji kkontrollati mill-MTP u flimkien ma' oħrajn, kumpannija msemmija Lauro Sessantuno SpA ("Lauro 61").

13. Fil-5 ta' Ġunju 2013, Lauro 61 ikkomunikat lis-suq offerta ta' xiri għall-ishma kollha f'Camfin SpA bi prezz ta' unità ta' EUR 0.80 għal kull sehem, stabbilit fuq il-bażi tal-prezzijiet tas-suq ta' dak is-sehem fit-12-il xahar ta' qabel.

3 GURI Serie Generale n. 71 del 26 marzo 1998 — Supplemento Ordinario n. 52

4 GURI Serie Generale n. 123 del 28 maggio 1999 — Supplemento Ordinario n. 100.

14. Fiż-żmien tal-offerta ta' xiri obbligatorja, Camfin żammet, direttament u indirettament, 26.19 % tal-ishma f'Pirelli & C. SpA ("Pirelli"). Ċerti azzjonisti ta' Pirelli li jikkonsistu, *inter alia*, f'Malacalza Investimenti srl ("MCI"), MTP, Camfin, Allianz SpA u Fondiaria SAI SpA ("FonSai"), kienu preċedentement ikkonkludew dak li jissejjaħ ftehim lock-up ("il-ftehim Pirelli").

15. MCI, ugwalment azzjonista f'Camfin, issottoskriviet fl-offerta ta' Lauro 61, u ttrasferixxiet lil Lauro 61 12.37 % tal-kapital f'Camfin bil-prezz iddikjarat hawn fuq.

16. Fil-5 ta' Ġunju 2013 ukoll, is-suq kien infurmat li (i) Lauro 61 kienet ħassret il-ftehimiet eżistenti bejn MTP u MCI dwar Camfin; (ii) MCI kienet biegħet l-ishma tagħha f'Camfin; (iii) MCI kienet akkwistat parteċipazzjoni li tammonta għal 6.98 % tal-kapital ta' Pirelli minn Allianz u FonSai bil-prezz ta' EUR 7.80 għal kull sehem; u (iv) il-partijiet fil-ftehim Pirelli — li l-President tiegħu kien Tronchetti Provera — kienu awtorizzaw lil Allianz u FonSai jirrilaxxaw minn dak il-ftehim l-ishma kollha jew xi wħud minn dawk miżmuma minnhom koperti minn dak il-ftehim ("l-ishma Pirelli").

17. Ix-xiri ġie konkluż fil-11 ta' Ottubru 2013 wara li Lauro 61 l-ewwel akkwistat 95.95 % tal-kapital ta' Camfin u mbagħad eżerċitat id-dritt tagħha li takkwista l-ishma li fadal, biex b'hekk saret l-unika proprjetarja tal-kapital ta' Camfin li l-ishma tagħha għalhekk ġew imneħħija.

18. Bi tweġiba għal ilment magħmul minn uħud mill-azzjonisti minoritarji ta' Camfin, fit-12 ta' Settembru 2013 Consob fetħet proċedura sabiex jiżdied il-prezz tal-offerta ta' xiri inkwistjoni.

19. Fuq il-konklużjoni li dawk l-iskambji kienu ppermettew lil MCI tikseb ħlas totali mill-bejgħ ta' ishma f'Camfin ikbar minn EUR 0.80 għal kull sehem, Consob qieset li kienet seħħet kollużjoni u, permezz tad-Deċiżjoni Nru 18662 tal-25 ta' Settembru 2013 ("id-deċiżjoni kkontestata"), żiedet b'EUR 0.03 il-prezz tal-unità għal kull sehem għal EUR 0.83 għal kull sehem [5]. Il-legalità tad-deċiżjoni kkontestata ġiet sussegwentement ikkonfermata minn erba' sentenzi tad-19 ta' Marzu 2014 tat-Tribunale amministrativo regionale per il Lazio (qorti amministrattiva reġjonali ta' Lazio).

20. Dawn l-erba' sentenzi bħalissa huma s-suġġett ta' appelli pendenti quddiem il-qorti tar-rinviju. F'dak ir-rigward, il-qorti tar-rinviju tindika li l-kunċett ta' "kollużjoni" jidher f'diversi partijiet tal-leġiżlazzjoni Taljana. Għalkemm it-tifsira preċiża ta' dak il-kunċett ma hijiex statika, din teħtieġ ftehim klandestin u frawdolenti għad-detriment ta' terzi li jevita d-dispożizzjonijiet statutorji obbligatorji, li jippresupponi l-eżistenza ta' element ta' intenzjoni f'isem il-parteċipanti kollha fil-ftehim. F'dak ir-rigward, dik il-qorti tqis li Allianz u FonSai ma kinux meqjusa bħala parti minn tali ftehim. Għaldaqstant, jekk dik l-interpretazzjoni tal-kunċett ta' "kollużjoni" hija applikata, l-appelli magħmula, *inter alia*, minn MTP u Lauro 61 għandhom jiġu permessi.

21. Madankollu, il-qorti tar-rinviju tkompli tgħid li l-kunċett ta' "kollużjoni" jista' jeħtieġ interpretazzjoni differenti minħabba, *inter alia*, l-ispeċifiċità tal-qasam tal-liġi inkwistjoni u n-natura tas-setgħat regolatorji mogħtija lil Consob. Madankollu, tali interpretazzjoni tista' tqajjem kwistjonijiet ta' ċertezza legali, peress li tista' tagħmilha impossibbli għall-operaturi ekonomiċi biex jipprevedu kif

5 . Dak il-prezz ogħla inkiseb permezz ta' kalkolu li bih l-ammont ta' EUR 6.6 miljun — li, skont il-Consob, kien jikkostitwixxi l-vantaġġ mogħti lill-MCI f'termini tal-prezz iktar baxx imħallas għall-ishma Pirelli — kien diviż bl-ishma ta' Camfin akkwistati minn Lauro 61. Il-prezz il-ġdid, stabbilit hekk, involva żieda fil-ħlas globali għal Lauro 61 ta' madwar EUR 8.5 miljun.

wieħed għandu jipproċedi qabel ma tinħareġ offerta ta' xiri. Għaldaqstant, minħabba li kellha xi dubji dwar l-interpretazzjoni korretta tal-Artikoli 3(1) u 5(4) tad-Direttiva 2004/25, il-qorti tar-rinviju ddeċidiet li tissospendi l-proċeduri u li tagħmel id-domanda li ġejja lill-Qorti tal-Ġustizzja għal deċiżjoni preliminari:

"Leġizlazzjoni nazzjonali, bħall-Artikolu 106(3)(d), punt (2) tad-Digriet Leġiżlattiv tal-24 ta' Frar 1998, Nru 58 […] u l-emendi suċċessivi, u bħall-Artikolu 47-octies tad-deċiżjoni tal-Commissione Nazionale per le Società e la Borsa – Consob Nru 11971, tal-[Ordni ta' Implimentazzjoni] u l-emendi suċċessivi, sa fejn dawn id-dispożizzjonijiet jippermettu lill-Consob iżżid il-prezz tal-offerta pubblika ta' xiri, previst fl-Artikolu 106 imsemmi hawn fuq, meta tkun issodisfatta l-kundizzjoni li tgħid li 'kien hemm kollużjoni bejn l-offerent u l-persuni li jaġixxu bi ftehim ma' dan tal-aħħar u bejjiegħ wieħed jew iktar', mingħajr ma tippreċiża l-aġir speċifiku li jikkostitwixxi dan il-kunċett ta' kollużjoni, u għaldaqstant mingħajr ma tiddetermina b'mod ċar iċ-ċirkustanzi u l-kriterji li fil-preżenza tagħhom il-Consob hija awtorizzata żżid il-prezz tal-offerta pubblika ta' xiri, tipprekludi l-applikazzjoni korretta tat-tieni subparagrafu tal-Artikolu 5(4) tad-Direttiva 2004/25/KE […], fid-dawl tal-prinċipji ġenerali previsti mill-Artikolu 3(1) tal-istess direttiva, kif ukoll l-applikazzjoni korretta tal-prinċipji ġenerali tad-dritt Ewropew ta' ċertezza legali, ta' protezzjoni tal-aspettattivi leġittimi, ta' proporzjonalità, ta' raġonevolezza, ta' trasparenza u ta' nondiskriminazzjoni?"

III. **Analiżi**

A. **Rimarki ta' introduzzjoni**

22. Din hija l-ewwel darba li l-Qorti tal-Ġustizzja hija mitluba tinterpreta l-Artikolu 5(4) tad-Direttiva 2004/25. Fil-fatt, hija biss it-tieni darba li l-Qorti tal-Ġustizzja se tagħti gwida dwar ir-regoli li jinsabu f'dik il-leġiżlazzjoni [6].Barra minn hekk, wara d-deċiżjoni tal-Consiglio di Stato (kunsill tal-istat) li tirreferi din il-kawża lill-Qorti, it-Tribunale amministrativo regionale per il Lazio (qorti amministrattiva reġjonali ta' Lazio) iddeċidiet ukoll li tagħmel ħames domandi dwar l-interpretazzjoni tal-Artikolu 5(4) tad-Direttiva 2004/25 għal deċiżjoni preliminari [7].

23. Essenzjalment, il-qorti tar-rinviju tistaqsi jekk l-aċċettazzjoni ta' interpretazzjoni tal-kunċett ta' "kollużjoni", kif użat fl-Artikolu 106(3)(d)(2) tad-Digriet Leġiżlattiv Nru 58 tal-24 ta' Frar 1998 u l-Artikolu 47 *octies* tal-Ordni ta' Implementazzjoni (ikkunsidrati flimkien: "ir-regoli Taljani inkwistjoni"), bħala li ma teħtieġx li jiġu identifikati l-azzjonijiet speċifiċi li jikkostitwixxu tali sitwazzjoni, hijiex permissibbli skont l-Artikolu 5(4) tad-Direttiva 2004/25, moqri fid-dawl tal-Artikolu 3(1) tagħha u ċerti prinċipji ġenerali, notevolment il-prinċipju ta' ċertezza legali.

24. Jirriżulta mid-deċiżjoni tar-rinviju li l-qorti tar-rinviju tipprevedi żewġ interpretazzjonijiet possibbli tal-kunċett ta' "kollużjoni": minn naħa waħda, interpretazzjoni stretta, li teħtieġ ftehim klandestin u frawdolenti għad-detriment ta' terzi li jevita d-dispożizzjonijiet statutorji obbligatorji, u li jippresupponi l-eżistenza ta' element ta' intenzjoni f'isem il-parteċipanti kollha fil-ftehim ("interpretazzjoni stretta" jew "sens strett"); u, min-naħa l-oħra, interpretazzjoni wiesgħa tal-kunċett ta' "kollużjoni", skont liema l-ftehim jista' jikkonsisti f'elementi lil hinn mit-tranżazzjoni attwali li tiskatta l-offerta ta' xiri obbligatorja, u li ma jeħtieġx neċessarjament l-eżistenza ta' element ta' intenzjoni f'isem il-parteċipanti kollha fil-ftehim ("interpretazzjoni wiesgħa" jew "sens wiesa'").

6 *Vide* s-sentenza tal-15 ta' Ottubru 2009, Audiolux *et*, C-101/08, EU:C:2009:626, b'mod partikolari il-paragrafi 47 sa 51.

7 Kawżi *Amber Capital Italia and Amber Capital UK*, C-654/16; *Hitachi Rail Italy Investments*, C-655/16; *Finmeccanica*, C-656/16; *Bluebell Partners Limited*, C-657/16; u *Elliot International and Others*, C-658/16, kollha pendenti quddiem il-Qorti tal-Ġustizzja.

25. Il-qorti tar-rinviju tindika li peress li Allianz u Fonsai ma kellhomx l-intenzjoni li jipparteċipaw fi kwalunkwe ftehim frawdolenti u klandestin, interpretazzjoni stretta tal-kunċett ta' "kollużjoni" ma tippermettix aġġustament tal-prezz kif sar minn Consob. Fil-fehma tal-qorti tar-rinviju, ir-risposta għad-domanda magħmula għalhekk se tkun deċiżiva għall-prezz li Lauro 61 kienet obbligata li toffri, skont l-Artikolu 5 tad-Direttiva 2004/25, għall-ishma f'Camfin meta tieħu f'idejha din il-kumpannija tal-aħħar.

26. F'dan l-istadju preliminari, nixtieq li niċċara b'mod enfatiku punt ta' importanza kbira għall-każ preżenti.

27. Fil-qosor: il-Qorti tal-ġustizzja ma għandhiex is-setgħa li tiddikjara kif il-kunċett ta' "kollużjoni" użat fil-leġiżlazzjoni Taljana inkwistjoni għandu jiġi interpretat. B'mod partikolari, il-Qorti tal-Ġustizzja ma għandhiex id-diskrezzjoni li tagħżel liema waħda miż-żewġ interpretazzjonijiet tippreferi. Il-ġurisdizzjoni biex tagħmel dan hija b'mod xieraq tal-qorti tar-rinviju [8]. Hija l-qorti tar-rinviju li għandha tiddeċiedi liema interpretazzjoni ta' dak il-kunċett — stretta jew wiesgħa — hija valida.

28. Inkunsiderazzjoni ta' dan, min-naħa tagħha, dak li tista' u li għandha tagħmel il-Qorti tal-Ġustizzja sabiex tgħin lill-qorti tar-rinviju ssolvi t-tilwima quddiemha huwa li tinterpreta d-dritt tal-Unjoni — li f'dan il-każ jikkonsisti essenzjalment fl-Artikolu 5(4) tad-Direttiva 2004/25 u, b'mod partikolari, xi tfisser eżatt "determinati b'mod ċar". Minkejja li dawn it-termini tal-aħħar huma użati fir-rigward ta' miżuri meħuda mill-Istati Membri, l-Artikolu 5(4) ta' dik id-direttiva ma jħallix f'idejn il-liġi nazzjonali sabiex tiddefinixxi dan il-kunċett. Għalhekk, bħala kunċett awtonomu tad-dritt tal-UE, huwa għandu jiġi interpretat b'mod uniformi.

29. Madankollu, sabiex tingħata interpretazzjoni tal-Artikolu 5(4) tad-Direttiva 2004/25 b'mod li jista' jkun utli għall-qorti tar-rinviju, tajjeb li wieħed jiftakar li l-qorti msemmija diġà eskludiet l-idea li l-interpretazzjoni stretta tal-kunċett ta' "kollużjoni" tista' tiġġustifika li jiġu kkonfermati s-sentenzi appellati u, konsegwentement, id-deċiżjoni kkontestata. Li jifdal għall-kunsiderazzjoni tal-Qorti għalhekk huwa jekk l-interpretazzjoni wiesgħa tal-kunċett ta' "kollużjoni" jistax jitqies li huwa "determinat b'mod ċar" skont l-Artikolu 5(4) tad-Direttiva 2004/25, u din hija l-interpretazzjoni li fuqha l-Qorti, fir-realtà, għandha tiffoka r-risposta tagħha.

B. **Evalwazzjoni tad-domanda preliminari**

1. ***L-Artikolu 5(4) tad-Direttiva 2004/25: kummenti preliminari***

30. Filwaqt li l-Artikolu 5(1) tad-Direttiva 2004/25 jistipula l-kundizzjonijiet li jikkawżaw id-dmir li persuna fiżika jew ġuridika, meta tilħaq il-limitu speċifikat fil-liġi nazzjonali, tagħmel offerta obbligatorja għas-sigurtajiet li jifdal fil-kumpannija fil-mira, l-Artikolu 5(4) jirregola l-prezz li għandu jiġi offrut meta jsir dan.

31. L-ewwel subparagrafu tal-Artikolu 5(4) tad-Direttiva 2004/25 jagħmel dan il-prezz, bħala regola ġenerali, ċarissimu. Huwa sempliċement l-ogħla prezz imħallas mill-offerent (jew il-persuni li qed jaħdmu flimkien miegħu) matul perijodu speċifiku: mhux inqas minn sitt xhur, u mhux iktar minn sena, kif iddeterminat mill-Istati Membri (l-HPPR). Barra minn hekk, dak il-prezz, skont id-direttiva, huwa l-prezz ekwu. Ir-raġuni għalhekk tidher evidenti, peress li l-HPPR tistabbilixxi, f'termini sempliċi, il-prezz li għandu jiġi offrut b'mod li huwa kemm trasparenti kif ukoll prevedibbli.

8 B'mod simili, domanda li permezz tagħha qorti tar-rinviju tistaqsi lill-Qorti tal-Ġustizzja jekk tistax jew għandhiex tinterpreta l-liġi nazzjonali b'mod li huwa l-iktar konformi mad-dritt tal-UE tibqa' domanda dwar l-interpretazzjoni tal-liġi nazzjonali li, konsegwentement, hija inammissibbli: *vide* s-sentenza tas-27 ta' Frar 2014, Pohotovosť, C-470/12, EU:C:2014:101, paragrafi 58 sa 61.

32. Madankollu, skont it-tieni subparagrafu tal-Artikolu 5(4) tad-Direttiva 2004/25, l-Istati Membri jistgħu jawtorizzaw lill-ASN tagħhom sabiex taġġusta l-prezz taħt ċerti kundizzjonijiet. Il-formulazzjoni ta' dik id-dispożizzjoni tirreferi għal i) iċ-*ċirkustanzi* madwar l-offerta ta' xiri u ii) il-*kriterji* li għandhom jintużaw meta jiġi aġġustat il-prezz. Barra minn hekk, meta jagħmlu hekk, l-Istati Membri għandhom josservaw il-prinċipji ġenerali stabbiliti fl-Artikolu 3(1), u dawk iċ-ċirkustanzi u kriterji għandhom ikunu "determinati b'mod ċar".

33. Fl-opinjoni tiegħi, jidher pjuttost ċar minn dak li ntqal preċedentement li t-tieni subparagrafu tal-Artikolu 5(4) tad-Direttiva 2004/25 jirregola *meta, għaliex u kif* Stat Membru jista' jawtorizza lill-awtoritajiet tiegħu biex jintervjenu fir-rigward ta' offerta ta' xiri fejn l-HPPR ma tirriflettix verament il-prezz ekwu [9]. Kif se nispjega hawn taħt, huma biss dawk iċ-ċirkustanzi li jippreżentaw *rabta ċara u diretta* mat-tranżazzjoni li tiskatta l-offerta ta' xiri obbligatorja li jistgħu jittieħdu inkunsiderazzjoni meta jsir dan.

34. Issa se nanalizza f'iktar dettall minn dak li ntqal hawn fuq it-tieni subparagrafu tal-Artikolu 5(4) tad-Direttiva 2004/25, suġġett tal-kawża ewlenija. X'inhu meħtieġ u, fir-realtà, xi tfisser "determinat b'mod ċar"?

2. *Il-mudell: diskrezzjoni tal-Istat Membru*

35. Dak li huwa immedjatament evidenti huwa li t-tieni subparagrafu tal-Artikolu 5(4) tad-Direttiva 2004/25 fih lista li nista' nimmaġina li huma eżempji mhux eżawrjenti li l-Istati Membri jistgħu jieħdu ispirazzjoni minnhom, jekk ikunu jixtiequ jawtorizzaw lill-ASN tagħhom taġġusta l-prezz.

36. Punt ieħor li jidher ċar huwa li ċ-"ċirkostanzi" imsemmija fl-Artikolu 5(4) tad-Direttiva 2004/25 li jistgħu jikkawżaw aġġustament fil-prezz jinsabu, b'mod analitiku, upstream tal-"kriterji" li għandhom jintużaw meta jitwettaq dak l-aġġustament.

37. Apparti hekk, it-tieni subparagrafu tal-Artikolu 5(4) tad-Direttiva 2004/25 fih innifsu, ma jgħidx wisq.

38. Minkejja dan, punt wieħed li jidher li huwa pjuttost ċert huwa li t-tieni subparagrafu tal-Artikolu 5(4) tad-Direttiva 2004/25 jagħti diskrezzjoni lill-Istati Membri jawtorizzaw lill-ASN tagħhom jaġġustaw il-prezz [10]. L-istorja tal-abbozzar ta' dik id-dispożizzjoni tappoġġja dik il-fehma [11], kif jagħmel il-kuntest li tidher fih. Kif iddikjarat fl-Artikolu 3(2) tagħha, dik id-direttiva tistipula biss ir-rekwiżiti minimi [12] — li jfisser li l-Istati Membri jistgħu jadottaw kundizzjonijiet u dispożizzjonijiet addizzjonali iktar stretti għar-regolazzjoni tal-offerti. B'mod simili, l-Artikolu 4(5) tad-direttiva jidher li jagħti lill-Istati Membri setgħat wiesgħin sabiex jidderogaw b'mod ġenerali mid-direttiva.

9 Ara, f'dan is-sens, ir-Rapport tal-Grupp ta' Livell Għoli ta' Esperti tal-Liġi tal-Kumpanniji dwar Kwistjonijiet Relatati ma' Offerti ta' Xiri, Brussell, l-10 ta' Jannar 2002, p. 50.

10 B'mod konformi ma' dan, *vide* Enriques, L., "The Mandatory Bid Rule in the Takeover Directive: Harmonization Without Foundation?", *European Company and Financial Law Review*, Ħarġa 4, 2004, p. 440, fil-p. 446, fejn jiġi ddikjarat li "fir-rigward speċifiku tal-prezz ekwu, l-Istati Membri u l-awtoritajiet superviżorji tagħhom se jkollhom setgħa diskrezzjonali wiesgħa sabiex jiddeterminaw iċ-ċirkustanzi u l-kriterji li jiġġustifikaw skont".

11 Għall-kuntrarju tal-Proposta tal-Kummissjoni għal Direttiva tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill dwar offerti ta' xiri, COM (2002) 534 finali (ĠU 2003, C 45 E, p. 1), it-tieni paragrafu tal-Artikolu 5(4) tad-Direttiva 2004/25 ma jgħidx li l-Istati Membri "għandhom" iżda pjuttost li huma "jistgħu" ifasslu lista ta' ċirkustanzi li fihom l-ogħla prezz jista' jiġi aġġustat.

12 Skont il-premessa 25 tad-Direttiva 2004/25, id-direttiva għandha l-għan li tistabbilixxi "regoli minimi ta' gwida għall-immaniġġjar ta' offerti ta' xiri u biex jiġi assigurat livell ta' protezzjoni adegwat lid-detenturi tas-sigurtajiet madwar [l-Unjoni]".

39. Fil-fatt, ta' min ifakkar li d-Direttiva 2004/25 kienet ir-riżultat ta' kompromess li ntlaħaq bejn il-Parlament Ewropew u l-Kunsill [13]. Meta ntlaħaq dak il-kompromess, il-Kummissjoni, li mill-1985 kienet diġà aċċennat għall-idea ta' regoli proċedurali komuni li jirregolaw bidliet fis-sjieda tal-ishma [14] u li, għal dak l-iskop, kienet issottomettiet — mingħajr suċċess — diversi proposti leġiżlattivi lil-leġiżlatura tal-Unjoni dwar dak is-suġġett [15], ħarġet dikjarazzjoni lill-minuti tal-Kunsill tesprimi d-dispjaċir tagħha li t-test adottat finalment, fil-fehma tagħha, ma kienx ambizzjuż biżżejjed, u li partijiet kruċjali kienu saru fakultattivi [16]. Dik l-istorja leġiżlattiva ovvjament tikkaratterizza l-interpretazzjoni tad-Direttiva 2004/25.

40. Madankollu, id-diskrezzjoni mogħtija mill-Artikolu 5(4) tad-Direttiva 2004/25 lill-Istati Membri ma hijiex mingħajr limiti [17].

3. *Limiti fuq id-diskrezzjoni tal-Istat Membru*

a) *Il-prinċipji bażiċi*

41. Fl-ewwel lok, l-HPPR xorta tibqa' r-regola bażika. U hemm loġika wara dik ir-regola: funzjonament effiċjenti tas-swieq kapitali fl-Unjoni jeħtieġ livell ta' prevedibbiltà suffiċjenti fir-rigward tal-kunsiderazzjoni li għandha tiġi offruta f'offerta obbligatorja. F'dak ir-rigward, l-HPPR toffri l-benefiċċju doppju li jippermetti lill-azzjonisti minoritarji jaqsmu bis-sħiħ il-primjum imħallas mill-akkwirent fi kwalunkwe ħin fil-perijodu li qed jiġi kkunsidrat, filwaqt li fl-istess ħin jagħti ċ-ċertezza lill-offerent li ma huwiex se jkollu jħallas iktar fl-offerta obbligatorja milli kien lest li jħallas fil-perijodu preċedenti u, bħala riżultat ta' dan, ikun jista jiddetermina huwa stess il-prezz massimu li lest jakkwista s-sigurtajiet kollha tal-kumpannija [18]. Konsegwentement, minn perspettiva strutturali, dan għandu jiġi interpretat b'mod wiesa'. Għall-kuntrarju, il-possibbiltà għall-Istati Membri li jidderogaw minnu għandu jkun limitat għal dak li huwa indispensabbli [19]. Barra minn hekk, kull tentattiv li ma tiġix applikata l-HPPR, u l-garanzija doppja li toffri, għandu jkun ibbażat fuq motivazzjoni soda u għandu wkoll jiġi ssostanzjat kif xieraq skont it-tielet subparagrafu tal-Artikolu 5(4) tad-Direttiva.

42. Fit-tieni lok, meta jeżerċitaw id-diskrezzjoni tagħhom, l-Istati Membri għandhom josservaw il-prinċipji stabbiliti fl-Artikolu 3(1) tad-Direttiva. Dawk il-prinċipji huma prinċipji ta' gwida għall-implementazzjoni ta' dik id-Direttiva mill-Istati Membri [20].

13 *Vide*, *inter alia*, ir-Rapport tat-8 ta' Diċembru 2003 dwar il-Proposta għal Direttiva tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill dwar offerti ta' xiri, il-Kumitat tal-Parlament Ewropew Kumitat dwar l-Affarijiet Legali u s-Suq Intern, A5-0469/2003 final, p. 18, cf. p. 6, u d-Dokument tal-Kunsill Nru 16116/03 tas-16 ta' Diċembru 2003, dwar il-Proposta għal Direttiva tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill dwar offerti ta' xiri, punt II (Fajl Interistituzzjonali Nru 2002/0240 (COD)).

14 White Paper tal-14 ta' Ġunju 1985 mill-Kummissjoni lill-Kunsill Ewropew: It-Tlestija tas-Suq Intern (COM(85) 310 finali), paragrafu 139 *et seq*.

15 Ara l-Proposta tal-Kummissjoni tad-19 ta' Jannar 1989 għal Direttiva tal-Kunsill Numru Tlettax dwar il-Liġi tal-Kumpaniji rigward offerti ta' xiri u offerti ġenerali oħrajn (COM(88) 823 final; ĠU 1989 C 64, p. 8), u l-Proposta tal-Kummissjoni tas-7 ta' Frar 1996 għal Direttiva Numru Tlettax tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill dwar il-liġi tal-kumpaniji rigward offerti ta' xiri (COM(95) 655 finali; ĠU 1996 C 162, p. 5).

16 Ara Dikjarazzjoni mill-Kummissjoni fid-Dokument tal-Kunsill Nru 7088/04 tat-12 ta' Marzu 2004 dwar l-adozzjoni ta' Direttiva tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill dwar offerti ta' xiri, punt 2 (Fajl Interistituzzjonali Nru 2002/0240 (COD)).

17 Il-premessa 6 tad-Direttiva 2004/25 tipprovdi li "[s]abiex ikun effettiv, regolament ta' xiri għandu jkun flessibli u kapaċi jimxi ma' ċirkostanzi ġodda li jinħolqu u fejn meħtieġ għandu jkollu l-possibilità ta' eċċezzjonijiet u derogi. *Madankollu, fl-applikazzjoni ta' kwalunkwe regola jew eċċezzjoni stabbilita jew fl-għotja ta' xi deroga, l-[ASN] għandhom isegwu ċerti prinċipji ġenerali*".

18 Ara r-Rapport tal-Grupp ta' Livell Għoli ta' Esperti tal-Liġi tal-Kumpaniji dwar Kwistjonijiet Relatati ma' Offerti ta' Xiri, Brussell, l-10 ta' Jannar 2002 p. 49 u 50.

19 Għal perspettiva restrittiva rigward id-diskrezzjoni tal-ASN sabiex jitbiegħdu mill-HPPR, *vide* Papadopoulos, T., "The European Union Directive on Takeover Bids: Directive 2004/25/EC", *International and Comparative Law Journal*, Volum 6, Ħarġa 3, p. 13, f'p. 30 u 31, li jargumenta li diskrezzjoni wiesgħa għall-aġġustament tal-prezz fl-offerta ta' xiri ma tkunx kompatibbli mal-prinċipju ġenerali stabbilit fl-Artikolu 3(1)(a) tad-Direttiva 2004/25 (aġġustament għal tnaqqis fil-prezz mingħajr ġustifikazzjoni adegwata jista' jikser il-prinċipju ta' trattament ugwali tal-azzjonisti) kif ukoll fl-Artikolu 49 TFUE (aġġustament għal żieda fil-prezz mingħajr ġustifikazzjoni adegwata jista' jiskoraġġixxi lill-offerenti).

20 *Vide* s-sentenza tal-15 ta' Ottubru 2009, *Audiolux et*, C-101/08, EU:C:2009:626, paragrafu 51.

43. Madankollu, sa fejn huwa rilevanti għall-kawża prinċipali, ma teżisti l-ebda theddida għal dawk il-prinċipji. B'mod partikolari, jien ma narax ksur tad-drittijiet proċedurali jew tat-trattament ugwali tal-azzjonisti ta' Camfin: il-leġiżlazzjoni Taljana inkwistjoni tista', fil-fatt, tiġġustifika biss aġġustament *'il fuq* f'każ ta' kollużjoni[21].

44. Barra minn hekk, ebda wieħed minn dawn il-prinċipji ġenerali ma jirreferu espressament għall-għan li tiġi żgurata prevedibbiltà lill-offerent jew lill-pubbliku inġenerali — li, madankollu, hija evidenti mill-premessi tad-Direttiva 2004/25, li se nirreferi għalihom iktar 'il quddiem fil-punt 59.

45. Pjuttost, l-Artikolu 3(1)(d) tad-Direttiva 2004/25 jirreferi għall-prinċipju ġenerali li s-swieq foloz ma għandhomx jinħolqu fis-sigurtajiet tal-kumpannija li qed tirċievi l-offerta, il-kumpannija li qed tagħmel l-offerta jew ta' kwalunkwe kumpannija oħra milquta mill-offerta fejn żieda jew roħs tal-prezzijiet tas-sigurtajiet ikkonċernati jsiru foloz u l-funzjonament normali tas-swieq jiġu mfixkla. Dak il-prinċipju ġenerali għalhekk jappoġġja b'mod ċar l-opinjoni li Stat Membru jista' jawtorizza ASN taġġusta l-prezz offrut f'offerta ta' xiri f'każ ta' kollużjoni dwar l-interpretazzjoni stretta ta' dak il-kunċett. Dan huwa kkonfermat mill-formulazzjoni tal-Artikolu 5(4) tad-Direttiva 2004/25, li jipprevedi speċifikament ċirkustanzi "li fihom […] l-għola prezz ikun stabbilit permezz ta' ftehim bejn dak li jbiegħ u dak li jixtri", jew "fejn il-prezzijiet tas-suq tas-sigurtajiet imsemmija jiġu manipulati".

46. Issa, f'dak li jirrigwarda l-interpretazzjoni wiesgħa tal-kunċett ta' "kollużjoni" imsemmija mill-qorti tar-rinviju, il-prinċipji ġenerali ma humiex daqshekk konklużivi. Madankollu ma nistax ninterpretahom bħala li jipprojbixxu tali interpretazzjoni.

47. Għall-kuntrarju, il-Grupp ta' Livell Għoli ta' Esperti tal-Liġi tal-Kumpanniji dwar Kwistjonijiet Relatati ma' Offerti ta' Xiri għamel referenza, fir-rakkomandazzjonijiet tiegħu li jiffurmaw parti mill-ġenesi leġiżlattiva tal-Artikolu 5(4) tad-Direttiva 2004/25, għall-kunċett ta' "kollużjoni" bħala "ftehim mal-bejjiegħ bil-għan li jevadi r-regola tal-ogħla prezz"[22]. Dik id-definizzjoni, li tiffoka unilateralment fuq il-bejjiegħ, tidher wiesgħa biżżejjed biex tkopri "kollużjoni" kemm b'mod strett kif ukoll b'mod wiesa'. Barra minn hekk, il-formulazzjoni tal-Artikolu 5(4) tad-Direttiva ma jsemmix, direttament jew impliċitament, rekwiżit ta' għarfien jew intenzjoni.

48. Fit-tielet lok, id-diskrezzjoni tal-Istati Membri biex jawtorizzaw l-ASN tagħhom taġġusta l-prezz ta' offerta ta' xiri hija limitata għal raġunijiet iktar ġenerali: minbarra l-fatt li ASN għandha taġixxi fil-ġurisdizzjoni tagħha kif iddefinita fl-Artikolu 4 tad-Direttiva 2004/25 meta tiddeċiedi li taġġusta l-prezz ta' offerta, il-ġurisprudenza turi li d-Direttiva ma tapplikax għal sitwazzjonijiet li jaqgħu barra mill-portata tagħha[23]. Fi kliem ieħor, id-Direttiva tapplika, *ratione materiae*, għal offerti ta' xiri, jiġifieri r-relazzjoni bejn l-offerent u d-detenturi tas-sigurtajiet fil-kumpannija fil-mira. Għalhekk ma tistax tapplika b'mod preżuntiv għal tranżazzjonijiet li ma għandhom xejn x'jaqsmu mal-attivazzjoni ta' offerta ta' xiri obbligatorja — il-kuntrarju jagħmel sens daqs kemm jagħmel ġobon tal-Gvern.

49. Għalhekk, iċ-"ċirkostanzi" imsemmija fit-tieni paragrafu tal-Artikolu 5(4) tad-Direttiva 2004/25 jinkludu biss dawk iċ-ċirkustanzi legali jew fattwali *li jippreżentaw konnessjoni ċara u diretta ma' offerta ta' xiri obbligatorja partikolari*. Peress li l-Gvern Taljan issuġġerixxa wkoll waqt is-seduta, tranżazzjoni li, mill-apparenza, hija differenti minn dik li twassal għall-offerta ta' xiri obbligatorja għandha, fir-realtà, tkun indispensabbli għall-operazzjoni ta' xiri (*sine qua non*) jekk għandha titqies meta jsir aġġustament tal-prezz ta' dik l-offerta.

21 Min-naħa l-oħra, il-Qorti tal-Ġustizzja ddeċidiet li l-prinċipju ġenerali ta' trattament ugwali tal-azzjonisti elenkati fl-Artikolu 3(1)(a) tad-Direttiva 2004/25 jistipulax li r-regoli nazzjonali jiġu interpretati b'mod li huwa dejjem l-iktar favorevoli lejn l-azzjonisti minoritarji ta' kumpannija: *vide*, f'dak ir-rigward, is-sentenza tal-15 ta' Ottubru 2009, *Audiolux et*, C-101/08, EU:C:2009:626, punti 47 sa 52.

22 Rapport tal-Grupp ta' Livell Għoli ta' Esperti tal-Liġi tal-Kumpanniji dwar Kwistjonijiet Relatati ma' Offerti ta' Xiri, Brussell, l-10 ta' Jannar 2002, p. 50.

23 Ara, f'dan is-sens, is-sentenza tal-15 ta' Ottubru 2009, *Audiolux et*, C-101/08, EU:C:2009:626, paragrafu 49.

50. Il-fatt li, skont l-Artikolu 3(2) tad-Direttiva 2004/25, id-direttiva tarmonizza biss parzjalment ir-regoli dwar offerti ta' xiri, ma jbiddilx dan. Stat Membru ma jistax jawtorizza lill-ASN tiegħu tidderoga mill-Artikolu (4) tad-Direttiva 2004/25 billi taġġusta l-prezz fl-offerta ta' xiri obbligatorja b'mod li, għalkemm itejjeb il-protezzjoni tal-azzjonisti minoritarji, ikollu l-konsegwenza li jċaħħad l-HPPR mill-effettività tagħha billi jippermetti lill-ASN tqis tranżazzjonijiet li jaqgħu barra mill-ġurisdizzjoni tal-ASN u/jew il-portata tad-Direttiva [24].

b) ***It-tifsira u l-effett tat-termini "determinati b'mod ċar"***

51. Issa, f'dak li jirrigwarda t-tifsira speċifika tat-termini "determinati b'mod ċar", iż-żewġ naħat fil-kawża prinċipali jiddependu fuq is-sentenza *Periscopus* [25] għall-użu tagħhom. F'dik is-sentenza, il-Qorti tal-EFTA ddeċidiet li ma jkunx kompatibbli mat-tieni subparagrafu tal-Artikolu 5(4) tad-Direttiva 2004/25 li l-ASN tiġi awtorizzata tiddevja mill-HPPR meta jkun ċar li dan il-prezz ma jirriflettix il-prezz tas-suq mingħajr ma tiġi pprovduta kjarifika ulterjuri tal-kunċett ta' "prezz tas-suq". Madankollu, dik is-sentenza ma ssolvix il-kwistjoni preżenti. L-ewwel nett, peress li l-kwistjoni fil-kawża prinċipali ma tinvolvix il-fatt li l-prezz offrut kien b'mod ċar iktar baxx mill-prezz tas-suq, iżda pjuttost kienet tinvolvi l-fatt li dan kien ir-riżultat ta' kollużjoni, li wisq probabbli jikkostitwixxi ċirkustanza differenti. It-tieni nett, peress li r-regoli Taljani inkwistjoni fil-kawża preżenti ma humiex lakoniċi daqs ir-regoli Norveġiżi inkwistjoni f'dik is-sentenza. Fl-aħħar nett minħabba li dik is-sentenza ma torbotx lil din il-qorti.

52. Fil-fehma tiegħi, it-termini "determinati b'mod ċar" jeħtieġu li l-awtorizzazzjoni mogħtija lill-ASN sabiex taġġusta l-prezz għandha tieħu l-forma ta' sett ta' regoli bil-miktub li huma ppubblikati minn qabel u faċilment aċċessibbli għall-pubbliku inġenerali ("regoli korrettivi nazzjonali"). Il-fatt li dawn ir-regoli huma adottati minn dipartiment tal-Gvern jew l-ASN ma huwiex importanti, bħalma ma huwiex importanti lanqas jekk dawk ir-regoli jiġux fil-forma ta' leġiżlazzjoni primarja jew sekondarja, sakemm ikunu vinkolanti.

53. Madankollu, ma naħsibx li huwa possibbli li mill-espressjoni "determinati b'mod ċar" jinħareġ rekwiżit li r-regoli korrettivi nazzjonali għandhom jiddeskrivu, b'mod eżawrjenti u fid-dettall, kull sitwazzjoni speċifika bil-quddiem. [26] Fuq dak il-punt, naqbel mal-Gvern Taljan li pjuttost milli jsir elenku b'mod individwali u eżawrjenti tas-sitwazzjonijiet speċifiċi li fihom ASN tkun intitolata tipproċedi sabiex taġġusta l-prezz ta' offerta ta' xiri obbligatorja, il-leġiżlatur tal-Unjoni għażel minflok li juża t-terminu iktar ġeneriku "ċirkostanzi". Bl-istess mod, jiena inklinat li naqbel mal-Kummissjoni li l-Artikolu 5(4) tad-Direttiva 2004/24 ma jipprekludix lill-Istati Membri milli jirreferu għal kunċetti legali astratti.

54. Abbażi tal-kunsiderazzjonijiet preċedenti, jien ma nsibx diffikultà biex naċċetta li l-espressjoni "determinati b'mod ċar" tippermetti lil Stat Membru jadotta regoli korrettivi nazzjonali li jippermettu lill-ASN tiegħu taġġusta l-prezz ta' offerta ta' xiri obbligatorja fil-każ ta' kollużjoni *kemm fis-sens strett kif ukoll f'dak wiesa*'.

24 *Vide*, b'mod analogu, is-sentenza tal-21 ta' Diċembru 2016, AGET Iraklis, C-201/15, EU:C:2016:972, paragrafi 36 u 37.

25 Sentenza tal-Qorti tal-EFTA tal-10 ta' Diċembru 2010, *Periscopus* v *Oslo Børs u Erik Must*, E-1/10, Rapport tal-Qorti tal-EFTA 2009-10, p. 200.

26 *Vide*, f'dan is-sens, is-sentenza tal-Qorti tal-EFTA tal-10 ta' Diċembru 2010, *Periscopus* v *Oslo Børs u Erik Must*, E-1/10, Rapport tal-Qorti tal-EFTA 2009-10, p. 200, paragrafu 47.

55. Ikun x'ikun, il-qorti tar-rinviju — qorti suprema nazzjonali — tqis li interpretazzjoni stretta tal-kunċett ta' "kollużjoni" hija dik li tapplika b'mod ġenerali fil-liġi Taljana. Kif intqal, ma huwiex f'idejn il-Qorti tal-Ġustizzja li tieħu pożizzjoni fuq liema waħda miż-żewġ interpretazzjonijiet tal-leġiżlazzjoni Taljana inkwistjoni hija dik it-tajba. L-unika kwistjoni li għandha tagħti risposta għaliha l-Qorti tal-Ġustizzja hija jekk l-espressjoni "determinati b'mod ċar", kif użata fl- Artikolu 5(4) tad-Direttiva 2004/25, tibdilx dan — jew, tindika sabiex tiġi ddikjarata b'mod iżjed veru r-realtà ta' dak li l-Qorti tal-Ġustizzja hija mitluba tiddeċiedi dwaru, *teħtieġx* li tingħata interpretazzjoni wiesgħa.

56. Ma naħsibx hekk.

57. L-ewwel, jekk tagħmel hekk ikun tfisser li t-tieni paragrafu tal-Artikolu 5(4) tad-Direttiva 2004/25 jiġi interpretat b'mod wiesa', kuntrarjament għan-natura tiegħu bħala deroga mill-HPPR.

58. It-tieni, l-Istati Membri jistgħu jagħżlu jekk jeżerċitawx id-diskrezzjoni mogħtija lilhom mit-tieni paragrafu tal-Artikolu 5(4) tad-Direttiva 2004/25 u, jekk jagħmlu hekk, sabiex jistabbilixxu r-regoli korrettivi nazzjonali għalhekk, skont il-prinċipju ta' awtonomija proċedurali. Fil-kawża prinċipali, l-għażla saret, meta ġew stabbiliti r-regoli Taljani inkwistjoni, li jirrikorru għall-kunċett li — nassumi — ma huwiex xi ħaġa ġdida fil-liġi Taljana, jiġifieri dak ta' "kollużjoni". F'dak ir-rigward, l-adozzjoni ta' interpretazzjoni wiesgħa tal-kunċett ta' "kollużjoni" sempliċement minħabba r-rabta mad-Direttiva, meta dan ma huwiex il-każ għal kwistjonijiet li jinvolvu esklużivament liġi nazzjonali, tidher eżaġerata. Il-prinċipju ta' ekwivalenza jeħtieġ biss li talbiet ibbażati fuq id-dritt tal-Unjoni jiġu ttrattati bl-istess mod bħal talbiet ibbażati fuq il-liġi nazzjonali, u mhux jingħataw trattament preferenzjali.

59. It-tielet, f'dak li jikkonċerna speċifikament il-prinċipju ġenerali ta' ċertezza legali, li l-qorti tar-rinviju tirreferi għalih fil-formulazzjoni tad-domanda tagħha għal deċiżjoni preliminari, wieħed mill-għanijiet komprensivi tad-Direttiva 2004/25 huwa li tinħoloq ċarezza u trasparenza fl-Unjoni kollha rigward kwistjonijiet legali li għandhom jiġu riżolti fil-każ ta' offerti ta' xiri [27]. Barra minn hekk, kemm dak il-prinċipju kif ukoll il-ħtieġa, skont l-Artikolu 288 TFUE, li tiġi żgurata l-implementazzjoni sħiħa tad-direttivi, fil-liġi u mhux biss fil-fatt, jirrikjedu li l-Istati Membri kollha jirriproduċu r-regoli tad-Direttiva konċernata f'qafas ċar, preċiż u trasparenti li jipprevedi dispożizzjonijiet legali obbligatorji [28]. Dak l-obbligu għandu japplika iktar u iktar għal regoli korrettivi nazzjonali li l-Istati Membri jkunu adottaw jew żammew skont l-Artikolu 5(4) tad-Direttiva.

60. Il-prinċipju ta' ċertezza legali jeħtieġ, b'mod partikolari, li jiġi eżaminat jekk il-miżura legali inkwistjoni hijiex daqstant ambigwa li tagħmilha diffiċli għal dawk ikkonċernati li jirriżolvu b'ċertezza suffiċjenti, kwalunkwe dubji dwar il-portata jew it-tifsira tiegħu [29]. Għall-kuntrarju, għalkemm id-Direttiva 2004/25 mingħajr dubju ma hijiex strument legali tal-liġi kriminali li fih innifsu jeħtieġ l-applikazzjoni ta' kunċetti konvenzjonali tal-liġi u l-proċedura kriminali, is-sempliċi fatt li kummerċjant ma jistax ikun jaf minn qabel preċiżament liema livell jew tip ta' sanzjoni jista' jiġi impost f'kull każ individwali għal imġiba partikolari ma jammontax għal ksur tal-prinċipju li l-pieni għandu jkollhom bażi legali xierqa [30].

61. Madankollu, filwaqt li l-ġurisprudenza msemmija fil-punt preċedenti tipikament tikkonċerna l-oġġezzjoni, minn individwu privat, li l-liġi ma kinitx ċara biżżejjed sabiex jiġu previsti l-konsegwenzi legali ta' mġiba partikolari — li normalment ma hijiex skuża tajba (*ignorantia iuris non excusat*) — hija ma ssolvix il-kwistjoni b'mod sodisfaċenti meta hija qorti nazzjonali li jkollha dubju dwar kif

27 Ara l-premessa 3 tad-Direttiva 2004/25.

28 Ara, bħala eżempji, is-sentenzi tal-15 ta' Marzu 1990, *Il-Kummissjoni vs L-Olanda*, C-339/87, EU:C:1990:119, paragrafi 6, 22 u 25, u tal-14 ta' Jannar 2010, *Il-Kummissjoni vs Ir-Repubblika Ċeka*, C-343/08, EU:C:2010:14, paragrafu 40.

29 *Vide*, f'dan is-sens, is-sentenza tal-14 ta' April 2005, *Il-Belġju vs Il-Kummissjoni*, C-110/03, EU:C:2005:223, paragrafu 31.

30 *Vide*, f'dan is-sens, is-sentenza tat-18 ta' Lulju 2013, *Schindler Holding et* vs *Il-Kummissjoni*, C-501/11 P, EU:C:2013:522, paragrafu 58 u l-ġurisprudenza ċċitata.

tinterpreta r-regoli tagħha stess (*iura non novit curia*). Kieku l-interpretazzjoni wiesgħa tal-kunċett ta' "kollużjoni" fil-liġi Taljana kienet ġeneralment prevalenti, allura ċ-ċirkustanzi għall-aġġustament tal-prezz ikunu "determinati b'mod ċar". Madankollu t-talba għal deċiżjoni preliminari tindika li dan ma huwiex il-każ fil-kawża prinċipali.

62. Hawnhekk huwa fejn il-kunċett ta' "determinat b'mod ċar" skont l-Artikolu 5(4) tad-Direttiva 2004/25, li huwa biss espressjoni tal-prinċipju ta' ċertezza legali, jiżvela n-natura vera tiegħu. Ir-regoli korrettivi nazzjonali jistgħu ovvjament jirreferu għal kunċetti indeterminati, li gradwalment jistgħu jevolvu maż-żmien permezz ta' interpretazzjoni mill-qrati tal-Istati Membri. Madankollu, dawn il-kunċetti ma jistgħux ibiddlu l-kontenut drastikament għal xejn, sempliċiment għax l-ASN tixtieq li tapplikahom għal sett ġdid ta' ċirkustanzi li ma humiex koperti mill-interpretazzjoni preċedenti tagħhom filwaqt li tafferma, fl-istess ħin, li jkunu "determinati b'mod ċar".[31] Jekk titħalla ssir tali arbitrarjetà, dan jipperikola l-għan tad-Direttiva li tiżgura ċ-ċarezza u t-trasparenza fl-Unjoni kollha, mhux l-inqas għall-kummerċjanti.

63. F'dan ir-rigward huwa ta' eżempju l-fatt li l-qorti tar-rinviju tindika li kienet tilqa' l-appelli tal-MTP u Lauro 61 kieku ma kinitx teżisti d-Direttiva 2004/25. Fil-fatt, id-dubji tal-qorti tar-rinviju dwar l-interpretazzjoni korretta tar-regoli tagħha stess waħedhom huma biżżejjed sabiex juru li r-regoli Taljani inkwistjoni ma humiex "determinati b'mod ċar" skont l-Artikolu 5(4) tad-direttiva sabiex jippermettu interpretazzjoni wiesgħa tal-kunċett ta' "kollużjoni" biex issir deroga mill-HPPR.

64. Fid-dawl tal-kunsiderazzjonijiet preċedenti, jiena nikkunsidra li l-Artikolu 5(4) tad-Direttiva 2004/25 jipprekludi li tiġi applikata regola tal-liġi nazzjonali, li tawtorizza lill-ASN iżżid il-prezz offrut f'offerta ta' xiri f'każ ta' kollużjoni, għal sett ta' ċirkustanzi li, kieku ma kinitx għall-applikazzjoni ta' dik id-direttiva, altrimenti ma kinux jiġu kklassifikati fil-liġi nazzjonali bħala każ ta' kollużjoni.

65. Għalhekk, ma naħsibx li huwa neċessarju li tittieħed pożizzjoni dwar jekk il-bejgħ tal-ishma Pirelli — u, b'mod partikolari, l-effett tal-ftehim tal-azzjonisti — jippreżentax rabta ċara u diretta mat-tranżazzjoni li tiskatta għall-obbligu ta' Lauro 61 li toħroġ offerta ta' xiri. Fi kwalunkwe każ, dik l-analiżi, li teħtieġ evalwazzjoni tal-fatti u tal-provi, fl-analiżi finali, taqa' taħt ir-responsabbiltà tal-qorti tar-rinviju.

IV. **Konklużjoni**

Fid-dawl tal-kunsiderazzjonijiet preċedenti, nipproponi li l-Qorti tal-Ġustizzja għandha tirrispondi d-domanda magħmula mill-Consiglio di Stato (kunsill tal-istat, l-Italja) fis-sens li, fuq interpretazzjoni korretta tal-Artikolu 5(4) tad-Direttiva tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill, Nru 2004/25/KE, tal-21 ta' April 2004, fuq offerti ta' xiri, kif emendata bir-Regolament tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill (KE) Nru 219/2009, tal-11 ta' Marzu 2009 li jadatta numru ta' atti suġġetti għall-proċedura msemmija fl-Artikolu 251 tat-Trattat mad-Deċiżjoni tal-Kunsill 1999/468/KE fir-rigward tal-proċedura regolatorja bi skrutinju Adattament għall-proċedura regolatorja bi skrutinjuIt-tieni Parti, dik id-dispożizzjoni tipprekludi l-applikazzjoni ta' regola tal-liġi nazzjonali li tawtorizza lil awtorità superviżorja nazzjonali taġġusta l-prezz offrut f'offerta ta' xiri f'każ ta' kollużjoni li, kieku ma kinitx l-applikazzjoni ta' dik id-direttiva, altrimenti ma kinitx tkun ikklassifikata fil-liġi nazzjonali bħala każ ta' kollużjoni

31 *Vide*, f'dan is-sens, is-sentenza tat-28 ta' Ġunju 2005, *Dansk Rørindustri et* vs *Commission*, C-189/02 P, C-202/02 P, C-205/02 P sa C-208/02 P and C-213/02 P, EU:C:2005:408, paragrafi 217 u 218.