Repertoriul jurisprudenței

CONCLUZIILE AVOCATULUI GENERAL
NILS WAHL
prezentate la 15 martie 2017 [1]

Cauza C-206/16

Marco Tronchetti Provera SpA și alții
împotriva
Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob)

[cerere de decizie preliminară formulată de Consiglio di Stato (Consiliul de Stat, Italia)]

„Dreptul societăților comerciale – Directiva 2004/25/CE – Protecția intereselor acționarilor minoritari în legătură cu ofertele publice de cumpărare – Articolul 5 alineatul (4) – Noțiunea «clar determinate» – Reglementări naționale care permit autorității de control să modifice prețul oferit în oferta publică de cumpărare – Coluziunea dintre ofertant sau persoanele care acționează în mod concertat cu acesta și unul sau mai mulți vânzători”

1. Prezenta cerere de decizie preliminară privește corecta interpretare a articolului 5 alineatul (4) din Directiva 2004/25/CE [2]. Această dispoziție permite statelor membre să își autorizeze autoritatea națională de control în domeniul valorilor mobiliare (denumită în continuare „ANC”) să modifice prețul oferit într-o ofertă publică obligatorie de cumpărare făcută în conformitate cu această directivă. Directiva impune însă ca astfel de măsuri să fie luate într-un mod care a fost „clar determinat”.

2. În cauza principală, Consiglio di Stato (Consiliul de Stat, Italia) are îndoieli cu privire la aspectul dacă eventuala aplicare a legislației italiene de transpunere a directivei menționate, care permite Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Comisia Națională pentru Societăți și Bursă, denumită în continuare „Consob”) – ANC italiană – ca, în caz de coluziune, să majoreze prețul oferit într-o ofertă publică obligatorie de cumpărare poate fi considerată, în circumstanțele acestei cauze, „clar determinată”, potrivit articolului 5 alineatul (4) din Directiva 2004/25.

3. Trăsătura particulară a cauzei principale este că modificarea prețului oferit a fost rezultatul unei alte tranzacții decât cea care a declanșat oferta publică obligatorie de cumpărare. În plus, nu este dovedit faptul că toate părțile implicate în această altă tranzacție au intenționat să formeze o coluziune sau că au fost conștiente de riscul acesteia. Prin urmare, această cauză va permite Curții să clarifice limitele competenței statelor membre de a-și autoriza ANC să deroge de la „regula prețului celui mai ridicat plătit” („highest price paid rule”, denumită în continuare „HPPR”), stabilită la articolul 5 alineatul (4) din Directiva 2004/25.

1 Limba originală: engleza.

2 Directiva Parlamentului European și a Consiliului din 21 aprilie 2004 privind ofertele publice de cumpărare (JO 2004, L 142, p. 12), astfel cum a fost modificată prin Regulamentul (CE) nr. 219/2009 al Parlamentului European și al Consiliului din 11 martie 2009 de adaptare la Decizia 1999/468/CE a Consiliului, a unor acte care fac obiectul procedurii menționate la articolul 251 din tratat, în ceea ce privește procedura de reglementare cu control – Adaptare la procedura de reglementare cu control – Partea a doua (JO 2009, L 87, p. 109).

4. După cum vom explica în continuare, articolul 5 alineatul (4) din Directiva 2004/25 permite în principiu statelor membre să își autorizeze ANC să modifice prețul oferit într-o ofertă publică obligatorie de cumpărare în cazul existenței unei coluziuni de tipul celei menționate la punctul anterior. Această dispoziție se opune însă aplicării unei astfel de reguli unei serii de circumstanțe care, dacă nu ar fi fost vorba despre aplicarea acestei directive, nu ar fi fost clasificate în legislația națională drept situație de coluziune.

I. **Cadrul juridic**

A. **Directiva 2004/25**

5. Procedura ofertei publice de cumpărare introdusă prin Directiva 2004/25 se aplică, în conformitate cu articolul 1 din aceasta („Domeniul de aplicare”), „ofertel[or] publice de cumpărare a valorilor mobiliare ale unei societăți care intră sub incidența legislației unui stat membru, atunci când toate aceste valori mobiliare sau o parte dintre ele sunt admise la tranzacționare pe o piață reglementată”. Articolul 2 alineatul (1) litera (a) din directivă („Definiții”) definește o „ofertă publică de cumpărare” (sau o „ofertă”) ca însemnând „o ofertă publică (cu excepția unei oferte făcute de însăși societatea în cauză) adresată deținătorilor de valori mobiliare ale unei societăți pentru achiziționarea tuturor acestor valori mobiliare sau a unei părți dintre ele, indiferent dacă oferta este obligatorie sau voluntară, cu condiția să urmărească sau să aibă ca obiectiv preluarea controlului societății în cauză în conformitate cu legislația internă”.

6. Articolul 3 din Directiva 2004/25 („Principii generale”) prevede:

„(1) În sensul aplicării prezentei directive, statele membre se asigură că sunt respectate următoarele principii:

(a) toți deținătorii de valori mobiliare la societatea în cauză care aparțin aceleiași categorii trebuie să beneficieze de tratament echivalent; de asemenea, în cazul în care o persoană preia controlul unei societăți, ceilalți deținători de valori mobiliare trebuie protejați;

(b) deținătorii de valori mobiliare la societatea în cauză trebuie să dispună de suficient timp și de suficiente informații pentru a putea lua o decizie privind oferta în deplină cunoștință de cauză […]

[…]

(d) nu trebuie create piețe false pentru valorile mobiliare ale societății în cauză, ale societății ofertante sau ale oricărei alte societăți interesate de ofertă, astfel încât creșterea sau scăderea cursului valorilor mobiliare să devină artificială și funcționarea normală a piețelor să fie perturbată;

[…]

(2) În sensul asigurării respectării principiilor prevăzute la alineatul (1), statele membre:

(a) se asigură că cerințele minime enunțate de prezenta directivă sunt respectate;

(b) pot să prevadă condiții suplimentare și dispoziții mai stricte decât cele prevăzute de prezenta directivă pentru reglementarea ofertelor.”

7. Articolul 4 alineatul (2) din Directiva 2004/25 („Autoritatea de control și legislația aplicabilă”) desemnează ANC competentă în ceea ce privește o ofertă publică de cumpărare. În special, litera (a) prevede că „[a]utoritatea competentă pentru controlul ofertei este cea a statului membru în care își are sediul social societatea în cauză, atunci când valorile mobiliare ale acestei societăți sunt admise la tranzacționare pe o piață reglementată a respectivului stat membru”.

8. Articolul 4 alineatul (5) din Directiva 2004/25 prevede:

„Autoritățile de control dispun de toate competențele necesare pentru exercitarea funcțiilor lor, printre care datoria de a se asigura că părțile la ofertă respectă normele adoptate sau introduse în aplicarea prezentei directive.

Sub rezerva respectării principiilor generale enunțate la articolul 3 alineatul (1), statele membre pot să prevadă în normele pe care le adoptă sau le introduc în aplicarea prezentei directive derogări de la normele menționate anterior:

(i) prin introducerea unor astfel de derogări în normele lor interne, pentru a lua în considerare circumstanțele determinate la nivel național

și/sau

(ii) prin autorizarea autorităților lor de control, în domeniul lor de competență, să facă derogări de la aceste norme interne pentru a ține seama de circumstanțele menționate la punctul (i) sau de alte circumstanțe speciale pentru care se impune o decizie motivată.”

9. Articolul 5 din Directiva 2004/25 („Protecția acționarilor minoritari, oferta obligatorie și prețul echitabil”) prevede:

„(1) Atunci când o persoană fizică sau juridică deține, ca urmare a unei achiziții făcute de ea însăși sau de persoane care acționează în mod concertat cu ea, valorile mobiliare ale unei societăți […] care, adăugate tuturor participațiilor la aceste valori mobiliare pe care le deține deja și celor deținute de persoanele cu care acționează în mod concertat cu ea îi conferă direct sau indirect un anumit procentaj din drepturile de vot la societatea respectivă, care îi oferă controlul respectivei societăți, statele membre se asigură că această persoană este obligată să facă o ofertă în vederea protecției acționarilor minoritari ai societății respective. Această ofertă se adresează în cel mai scurt termen tuturor deținătorilor acestor valori mobiliare și se referă la toate participațiile lor, la prețul echitabil definit la alineatul (4).

[…]

(4) Se consideră preț echitabil prețul cel mai ridicat plătit pentru aceleași valori mobiliare de către ofertant sau de către persoane care acționează în mod concertat cu acesta, pe parcursul unei perioade, determinate de statele membre, de minimum șase luni și maximum douăsprezece luni care preced oferta prevăzută la alineatul (1). În cazul în care, după publicarea ofertei și înainte de expirarea perioadei de acceptare a acesteia, ofertantul sau orice persoană care acționează în mod concertat cu acesta achiziționează valori mobiliare la un preț superior prețului din ofertă, ofertantul își face oferta la un preț cel puțin egal cu cel mai ridicat preț plătit pentru valorile mobiliare astfel achiziționate.

Sub rezerva respectării principiilor generale enunțate la articolul 3 alineatul (1), statele membre pot să-și autorizeze autoritățile de control să modifice prețul prevăzut la primul paragraf în circumstanțe și în conformitate cu criterii clar determinate. În acest sens, pot elabora o listă de circumstanțe în care prețul cel mai ridicat se poate modifica în sus sau în jos, de exemplu dacă prețul cel mai ridicat a fost stabilit prin acord între cumpărător și un vânzător, dacă prețurile de piață ale valorilor mobiliare în cauză au fost manipulate, dacă prețul de piață în general sau anumite prețuri de piață în special au fost

afectate de evenimente excepționale sau pentru a permite salvarea unei societăți aflate în dificultate. Statele membre pot, de asemenea, să definească criteriile care trebuie utilizate în aceste cazuri, de exemplu valoarea medie de piață pe parcursul unei anumite perioade, valoarea de lichidare a societății sau alte criterii obiective de evaluare utilizate în general în analiza financiară.

Orice decizie a autorităților de control care modifică prețul echitabil trebuie să fie motivată și făcută publică.

[…]”

B. **Dreptul italian**

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 (Decretul legislativ nr. 58 din 24 februarie 1998. Textul unic al dispozițiilor privind intermedierea financiară, în sensul articolelor 8 și 21 din Legea nr. 52 din 6 februarie 1996)[3], cu modificările ulterioare (denumit în continuare „Decretul legislativ nr. 58/1998”), conține dispoziții care transpun Directiva 2004/25. Articolul 106 din acesta („Oferta publică de cumpărare a tuturor acțiunilor”) prevede:

„3. Consob reglementează prin regulament ipotezele în care:

[…]

(d) oferta, în temeiul unei decizii motivate a Consob, este lansată la un preț mai mare decât cel mai ridicat preț plătit, în măsura în care acest lucru este necesar pentru protecția investitorilor și este îndeplinită cel puțin una dintre următoarele condiții:

[…]

(2) a existat o coluziune între ofertant sau persoanele care acționează în mod concertat cu acesta și unul sau mai mulți vânzători.”

11. Prin decizia din 14 mai 1999, Consob a adoptat Regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti (Regulamentul de punere în aplicare a Decretului legislativ nr. 58 din 24 februarie 1998 privind normele aplicabile emitenților)[4], cu modificările ulterioare (denumit în continuare „regulamentul de punere în aplicare”). Articolul 47 octies din acesta („Majorarea prețului în caz de coluziune”) prevede:

„1. Consob modifică în sus prețul ofertei, în temeiul articolului 106 alineatul 3 litera d) punctul 2) din [Decretul legislativ nr. 58/1998], în cazul în care din coluziunea dovedită dintre ofertant sau persoanele care acționează în mod concertat cu acesta și unul sau mai mulți vânzători reiese recunoașterea unei contrapartide mai ridicate decât cea declarată de ofertant. În acest caz, prețul ofertei este egal cu prețul dovedit.”

3 GURI Serie Generală nr. 71 din 26 martie 1998 – supliment ordinar nr. 52.

4 GURI Serie Generală nr. 123 din 28 mai 1999 – supliment ordinar nr. 100.

II. **Situația de fapt, procedura și întrebarea preliminară**

12. La 17 mai 2013, Marco Tronchetti Provera SpA (denumită în continuare „MTP”), o societate al cărei principal acționar este domnul Marco Tronchetti Provera, a constituit, prin intermediul unor societăți controlate de MTP și împreună cu alte entități, o societate denumită Lauro Sessantuno SpA (denumită în continuare „Lauro 61”).

13. La 5 iunie 2013, Lauro 61 a comunicat pe piață o ofertă publică de cumpărare a tuturor acțiunilor Camfin SpA la prețul unitar de 0,80 euro pe acțiune, stabilit pe baza prețurilor de piață ale acestei acțiuni din ultimele douăsprezece luni.

14. La momentul ofertei publice obligatorii de cumpărare, Camfin deținea, direct și indirect, 26,19 % din acțiunile societății Pirelli & C. SpA (denumită în continuare „Pirelli”). Anumiți acționari ai Pirelli, respectiv, printre alții, Malacalza Investimenti srl (denumită în continuare „MCI”), MTP, Camfin, Allianz SpA și Fondiaria SAI SpA (denumită în continuare „FonSai”), au încheiat în prealabil un așa-numit acord de blocare (denumit în continuare „acordul Pirelli”).

15. MCI, acționar și al Camfin, a acceptat oferta făcută de Lauro 61, transferându-i acesteia din urmă, la prețul indicat mai sus, 12,37 % din capitalul social al Camfin.

16. Tot la data de 5 iunie 2013, piața a fost informată că: (i) Lauro 61 anulase acordurile existente între MTP și MCI privind Camfin, (ii) MCI își vânduse acțiunile deținute în Camfin, (iii) MCI achiziționase de la Allianz și de la FonSai, la prețul de 7,80 euro pe acțiune, o participație care se ridica la 6,98 % din capitalul social al Pirelli și (iv) părțile la acordul Pirelli – al cărui președinte era domnul Tronchetti Provera – autorizaseră Allianz și FonSai să scoată de sub incidența acestui acord toate sau o parte din acțiunile deținute de ele și care făceau obiectul acordului menționat (denumite în continuare „acțiunile Pirelli”).

17. Oferta publică de cumpărare s-a finalizat la 11 octombrie 2013, după ce Lauro 61 a achiziționat mai întâi 95,95 % din capitalul social al Camfin și după ce, ulterior, și-a exercitat dreptul de a achiziționa restul acțiunilor, devenind astfel unicul deținător al capitalului social al Camfin, ale cărei acțiuni au fost, prin urmare, retrase de la cota bursei de valori.

18. La 12 septembrie 2013, în răspuns la o plângere formulată de unii dintre acționarii minoritari ai Camfin, Consob a inițiat o procedură de majorare a prețului ofertei publice de cumpărare în discuție.

19. Concluzionând că aceste schimburi au permis MCI să obțină din vânzarea acțiunilor Camfin o sumă totală mai mare de 0,80 euro pe acțiune, Consob a considerat că a avut loc o coluziune și, prin decizia nr. 18662 din 25 septembrie 2013 (denumită în continuare „decizia atacată”), a majorat cu 0,03 euro prețul unitar pe acțiune, stabilindu-l la 0,83 euro pe acțiune [5]. Legalitatea deciziei atacate a fost ulterior confirmată prin patru hotărâri pronunțate la 19 martie 2014 de Tribunale amministrativo regionale per il Lazio (Tribunalul Administrativ Regional din Lazio, Italia).

20. Aceste patru hotărâri fac în prezent obiectul unor recursuri aflate pe rolul instanței de trimitere. În context, instanța de trimitere precizează că noțiunea „coluziune” se regăsește în diferite domenii ale legislației italiene. Deși semnificația precisă a acestei noțiuni nu rămâne neschimbată, aceasta implică existența unui acord clandestin și fraudulos în detrimentul terților, care încalcă dispoziții legale

5 Acest preț mai ridicat a fost obținut printr-un calcul care constă în împărțirea sumei de 6,6 milioane de euro – care, potrivit Consob, constituia avantajul obținut de MCI ca urmare a prețului mai mic plătit pentru acțiunile Pirelli – la acțiunile Camfin achiziționate de Lauro 61. Noul preț, astfel stabilit, a însemnat pentru Lauro 61 o plată totală mai mare de aproximativ 8,5 milioane de euro.

obligatorii, ceea ce presupune existența elementului intențional din partea tuturor participanților la acord. În acest sens, instanța de trimitere consideră că Allianz și FonSai nu au fost părți la un astfel de acord. Prin urmare, în cazul în care s-ar aplica această interpretare a noțiunii „coluziune”, recursurile formulate, printre alții, de MTP și de Lauro 61 ar trebui să fie admise.

21. Instanța de trimitere continuă însă prin a afirma că noțiunea „coluziune” ar putea necesita o interpretare diferită, ținând cont printre altele de natura specifică a domeniului de drept în cauză, precum și de natura competențelor de reglementare conferite Consob. Totuși, o astfel de interpretare ar putea ridica probleme legate de securitatea juridică, întrucât ar putea face imposibil ca operatorii economici să prevadă modul în care trebuie să procedeze înainte de emiterea unei oferte publice de cumpărare. În consecință, având îndoieli cu privire la corecta interpretare a articolului 3 alineatul (1) și a articolului 5 alineatul (4) din Directiva 2004/25, instanța de trimitere a hotărât să suspende judecarea cauzei și să adreseze Curții următoarea întrebare preliminară:

„Se opune corectei aplicări a articolului 5 alineatul (4) al doilea paragraf din [Directiva 2004/25], în raport cu principiile generale prevăzute la articolul 3 alineatul (1) din aceeași directivă, precum și corectei aplicări a principiilor generale de drept european ale securității juridice, protecției încrederii legitime, proporționalității, caracterului rezonabil, transparenței și nediscriminării o reglementare națională precum cea prevăzută la articolul 106 alineatul 3 litera (d) punctul (2) din [Decretul legislativ nr. 58/1998], cu modificările ulterioare, și la articolul 47 octies din [regulamentul de punere în aplicare], cu modificările ulterioare, în măsura în care dispozițiile citate autorizează Consob să majoreze oferta publică de cumpărare prevăzută la articolul 106 citat mai sus în cazul în care este îndeplinită condiția «[să fi] existat o coluziune între ofertant sau persoanele care acționează în mod concertat cu acesta și unul sau mai mulți vânzători», fără a identifica comportamentele specifice care constituie o astfel de coluziune și, prin urmare, fără a stabili în mod clar condițiile și criteriile în conformitate cu care Consob este autorizată să modifice în sus prețul ofertei publice de cumpărare?”

III. **Analiză**

A. **Observații preliminare**

22. Aceasta este prima dată când i s-a solicitat Curții să interpreteze articolul 5 alineatul (4) din Directiva 2004/25. Și este de fapt abia a doua oară când Curtea va furniza clarificări cu privire la normele cuprinse în această reglementare [6]. În plus, ca urmare a deciziei Consiglio di Stato (Consiliul de Stat) de a trimite această cauză Curții, Tribunale amministrativo regionale per il Lazio (Tribunalul Administrativ Regional din Lazio) a decis de asemenea să adreseze Curții cinci întrebări cu privire la interpretarea articolului 5 alineatul (4) din Directiva 2004/25, în vederea pronunțării unei decizii preliminare [7].

23. În esență, instanța de trimitere dorește să afle dacă admiterea unei interpretări a noțiunii „coluziune”, astfel cum este utilizată la articolul 106 alineatul 3 litera (d) punctul (2) din Decretul legislativ nr. 58/1998 și la articolul 47 octies din regulamentul de punere în aplicare (denumite în continuare, împreună, „reglementările italiene în discuție”), în sensul că nu necesită identificarea acțiunilor specifice care constituie o astfel de situație poate fi permisă în temeiul articolului 5 alineatul (4) din Directiva 2004/25, interpretat în lumina articolului 3 alineatul (1) din aceasta, precum și în lumina anumitor principii generale, în special a principiului securității juridice.

6 A se vedea Hotărârea din 15 octombrie 2009, Audiolux și alții (C-101/08, EU:C:2009:626, în special punctele 47-51).

7 Cauzele Amber Capital Italia și Amber Capital Uk (C-654/16), Hitachi Rail Italy Investments (C-655/16), Finmeccanica (C-656/16), Bluebell Partners (C-657/16) și Elliot International și alții (C-658/16), toate aflate pe rolul Curții.

24. Din decizia de trimitere rezultă că instanța de trimitere are în vedere două posibile interpretări ale noțiunii „coluziune”: pe de o parte, o interpretare restrictivă, care necesită existența unui acord clandestin și fraudulos în detrimentul terților, care încalcă dispoziții legale obligatorii și presupune existența elementului intențional din partea tuturor participanților la acord (denumită în continuare „interpretarea restrictivă” sau „sensul restrictiv”) și, pe de altă parte, o interpretare extensivă a noțiunii „coluziune”, potrivit căreia acordul poate consta în elemente din afara tranzacției propriu-zise care declanșează oferta publică obligatorie de cumpărare și care nu necesită în mod necesar existența elementului intențional din partea tuturor participanților la acest acord (denumită în continuare „interpretarea extensivă” sau „sensul extensiv”).

25. Instanța de trimitere arată că, din moment ce Allianz și Fonsai nu au intenționat să participe la niciun acord fraudulos și clandestin, o interpretare restrictivă a noțiunii „coluziune” nu ar permite modificarea prețului, așa cum a procedat Consob. În opinia instanței de trimitere, răspunsul la întrebarea adresată va fi, așadar, decisiv în ceea ce privește prețul pe care Lauro 61 a fost obligată, în temeiul articolului 5 din Directiva 2004/25, să îl ofere pentru acțiunile Camfin atunci când a preluat această din urmă societate.

26. Cu titlu preliminar, am dori să subliniem cu tărie un aspect de o importanță majoră pentru prezenta cauză.

27. Pe scurt: nu revine Curții obligația de a stabili modul în care noțiunea „coluziune” utilizată în reglementările italiene în discuție ar trebui să fie interpretată. În special, nu revine Curții obligația de a alege pe care dintre cele două interpretări o preferă. Competența de a face acest lucru în mod corespunzător revine instanței de trimitere [8]. Revine instanței de trimitere obligația de a decide care interpretare a acestei noțiuni – interpretarea restrictivă sau cea extensivă – este valabilă.

28. Acestea fiind spuse, ceea ce Curtea, în ceea ce o privește, poate face și trebuie să facă pentru a sprijini instanța de trimitere în soluționarea litigiului cu care este sesizată este interpretarea dreptului Uniunii, care în acest caz constă în principal în interpretarea articolului 5 alineatul (4) din Directiva 2004/25 și în special a semnificației expresiei „clar determinate”. Deși această expresie este utilizată în legătură cu măsurile adoptate de statele membre, articolul 5 alineatul (4) din această directivă nu lasă legislației naționale sarcina de a defini această noțiune. Prin urmare, fiind o noțiune autonomă a dreptului Uniunii, ea trebuie să fie interpretată în mod uniform.

29. Pentru a ne ocupa însă de interpretarea articolului 5 alineatul (4) din Directiva 2004/25 într-un mod care să îi fie util instanței de trimitere, merită să reamintim faptul că această instanță a exclus deja ideea că interpretarea restrictivă a noțiunii „coluziune” poate justifica admiterea hotărârilor atacate și, pe cale de consecință, a deciziei atacate. Prin urmare, rămâne în sarcina Curții să analizeze aspectul dacă se poate spune că interpretarea extensivă a noțiunii „coluziune” este „clar determinată” în sensul articolului 5 alineatul (4) din Directiva 2004/25 și pe această interpretare trebuie să își focalizeze Curtea răspunsul.

8 În mod similar, întrebarea prin care o instanță națională solicită Curții să stabilească dacă aceasta poate sau ar trebui să interpreteze legislația națională într-un mod care respectă cel mai bine dreptul Uniunii rămâne o întrebare referitoare la interpretarea legislației naționale, care, în consecință, este inadmisibilă: a se vedea Hotărârea din 27 februarie 2014, Pohotovosť (C-470/12, EU:C:2014:101, punctele 58-61).

B. **Aprecierea întrebării preliminare**

1. ***Articolul 5 alineatul (4) din Directiva 2004/25: observații preliminare***

30. În timp ce articolul 5 alineatul (1) din Directiva 2004/25 stabilește condițiile care determină obligația unei persoane fizice sau juridice ca, la atingerea pragului prevăzut în legislația internă, să facă o ofertă obligatorie pentru restul valorilor mobiliare ale societății vizate, articolul 5 alineatul (4) reglementează prețul care trebuie oferit în momentul în care se face această ofertă.

31. Articolul 5 alineatul (4) primul paragraf din Directiva 2004/25 stabilește foarte clar acest preț, ca regulă generală. Acesta reprezintă pur și simplu prețul cel mai ridicat plătit de către ofertant (sau de către persoane care acționează în mod concertat cu acesta) într-o perioadă stabilită: minimum șase luni și maximum un an, astfel cum este determinată de statele membre (HPPR). Mai mult decât atât, potrivit directivei, acest preț reprezintă prețul echitabil. Motivul pare deci de la sine înțeles, întrucât HPPR stabilește în termeni clari prețul care trebuie oferit, într-un mod atât transparent, cât și previzibil.

32. Cu toate acestea, în temeiul articolului 5 alineatul (4) al doilea paragraf din Directiva 2004/25, statele membre pot să își autorizeze ANC să modifice prețul în anumite condiții. Textul acestei dispoziții se referă la (i) *circumstanțele* care stau la baza ofertei publice de cumpărare și la (ii) *criteriile* care trebuie utilizate atunci când se modifică prețul. În plus, atunci când fac acest lucru, statele membre trebuie să respecte principiile generale prevăzute la articolul 3 alineatul (1), iar aceste circumstanțe și criterii trebuie să fie „clar determinate”.

33. În opinia noastră, din cele de mai sus pare să reiasă cu claritate că articolul 5 alineatul (4) al doilea paragraf din Directiva 2004/25 reglementează *momentul în care*, *motivul pentru care* și *modul în care* un stat membru poate să își autorizeze autoritățile să intervină în raport cu o ofertă publică de cumpărare atunci când HPPR nu reflectă cu adevărat prețul echitabil[9]. După cum vom explica în continuare, numai acele circumstanțe care prezintă *o legătură clară și directă* cu tranzacția care declanșează oferta publică obligatorie de cumpărare pot fi luate în considerare în acest scop.

34. Vom analiza acum mai detaliat articolul 5 alineatul (4) al doilea paragraf din Directiva 2004/25, în discuție în cauza principală. Ce anume impune acest articol și ce se înțelege de fapt prin expresia „clar determinate”?

2. ***Paradigma: puterea de apreciere a statelor membre***

35. Ceea ce este imediat evident este faptul că articolul 5 alineatul (4) al doilea paragraf din Directiva 2004/25 cuprinde o listă a ceea ce ne putem doar imagina că nu sunt exemple exhaustive și din care statele membre se pot inspira în cazul în care doresc să își autorizeze ANC să modifice prețul.

36. Un alt aspect care pare evident este că noțiunea „circumstanțe”, menționată la articolul 5 alineatul (4) din Directiva 2004/25, care poate atrage o modificare a prețului este, din punct de vedere analitic, superioară noțiunii „criterii” care trebuie utilizate atunci când se efectuează această modificare.

37. În afară de aceste aspecte, articolul 5 alineatul (4) al doilea paragraf din Directiva 2004/25 nu prevede, în sine, mare lucru.

9 În acest sens, a se vedea *Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids*, Bruxelles, 10 ianuarie 2002, p. 50.

38. Și totuși, pare a fi destul de sigur faptul că articolul 5 alineatul (4) al doilea paragraf din Directiva 2004/25 conferă statelor membre posibilitatea de a-și autoriza ANC-urile să modifice prețul[10]. Istoricul formulării acestei dispoziții conferă susținere acestui punct de vedere[11], ca și contextul în care ea se încadrează. Astfel cum este prevăzut la articolul 3 alineatul (2) din directivă, aceasta stabilește doar cerințe minime[12] – ceea ce înseamnă că statele membre pot să prevadă condiții și dispoziții suplimentare mai stricte pentru reglementarea ofertelor. În același sens, articolul 4 alineatul (5) din directivă pare să confere statelor membre ample competențe de a deroga în general de la directivă.

39. Într-adevăr, merită să amintim faptul că Directiva 2004/25 a fost într-o foarte mare măsură rezultatul unui compromis la care au ajuns Parlamentul European și Consiliul[13]. În momentul ajungerii la acest compromis, Comisia, care încă din 1985 adera deja la ideea unor norme procedurale comune care să reglementeze modificările aduse participației la capital[14] și, în acest scop, prezenta legiuitorului Uniunii – fără succes – mai multe propuneri legislative cu privire la acest aspect[15], a emis o declarație, care trebuia să fie atașată la procesele-verbale ale Consiliului, exprimându-și regretul că textul adoptat în final nu era, în opinia sa, suficient de ambițios și că elemente esențiale deveniseră opționale[16]. Acest istoric legislativ schimbă în mod evident perspectiva asupra interpretării Directivei 2004/25.

40. Chiar și așa, puterea de apreciere conferită statelor membre de articolul 5 alineatul (4) din Directiva 2004/25 nu este nelimitată[17].

3. *Limitele puterii de apreciere a statelor membre*

a) *Principii de bază*

41. În primul rând, HPPR rămâne totuși regula de bază. Și există o logică a acestei reguli: o funcționare eficientă a piețelor de capital din Uniune necesită existența unui grad suficient de predictibilitate în ceea ce privește importanța care trebuie acordată unei oferte publice de cumpărare. În acest sens, HPPR oferă dublul avantaj de a permite acționarilor minoritari să împartă în întregime prima plătită de către achizitor, în orice moment din perioada examinată, acordând în același timp ofertantului certitudinea că nu va trebui să plătească mai mult în cadrul ofertei obligatorii decât a fost dispus să plătească în perioada precedentă și permițându-i, prin urmare, să stabilească el însuși care este prețul

10 În același sens, a se vedea Enriques, L., „The Mandatory Bid Rule in the Takeover Directive: Harmonization Without Foundation?”, *European Company and Financial Law Review*, numărul 4, 2004, p. 440, la p. 446, care precizează că, „în ceea ce privește în mod specific prețul echitabil, statele membre și autoritățile lor de supraveghere vor dispune de o mare putere de apreciere în stabilirea circumstanțelor și a criteriilor care justifică o reducere”.

11 Spre deosebire de Propunerea Comisiei de directivă a Parlamentului European și a Consiliului privind ofertele publice de cumpărare [COM(2002) 534 final, JO 2003, C 45 E, p. 1], articolul 5 alineatul (4) al doilea paragraf din Directiva 2004/25 nu precizează că statele membre „trebuie” mai degrabă decât „pot” să elaboreze o listă de circumstanțe în care prețul cel mai ridicat se poate modifica.

12 Potrivit considerentului (25) al Directivei 2004/25, aceasta din urmă urmărește „definirea orientărilor minime pentru desfășurarea ofertelor publice de cumpărare și garantarea unui nivel de protecție corespunzător deținătorilor de valori mobiliare din întreaga [Uniune]”.

13 A se vedea printre altele Raportul din 8 decembrie 2003 privind Propunerea de directivă a Parlamentului European și a Consiliului privind ofertele publice de cumpărare al Comisiei de afaceri juridice și de piață internă a Parlamentului European (A5-0469/2003 final, p. 18, cf. p. 6) și documentul nr. 16116/03 al Consiliului din 16 decembrie 2003, referitor la Propunerea de directivă a Parlamentului European și a Consiliului privind ofertele publice de cumpărare, punctul II [dosarul interinstituțional nr. 2002/0240 (COD)].

14 Cartea albă a Comisiei din 14 iunie 1985 către Consiliul European: Realizarea pieței interne [COM(85) 310 final], punctul 139 și următoarele.

15 A se vedea Propunerea Comisiei din 19 ianuarie 1989 pentru o a treisprezecea directivă a Consiliului în materia dreptului societăților privind ofertele publice de cumpărare și alte oferte generale [COM(88) 823 final, JO 1989, C 64, p. 8], precum și Propunerea Comisiei din 7 februarie 1996 pentru o a treisprezecea directivă a Parlamentului European și a Consiliului în materia dreptului societăților privind ofertele publice de cumpărare [COM(95) 655 final, JO 1996, C 162, p. 5].

16 A se vedea Declarația Comisiei cuprinsă în documentul nr. 7088/04 al Consiliului din 12 martie 2004, referitoare la adoptarea unei directive a Parlamentului European și a Consiliului privind ofertele publice de cumpărare, punctul 2 [dosarul interinstituțional nr. 2002/0240 (COD)].

17 În formularea considerentului (6) al Directivei 2004/25, „[p]entru a fi eficiente, este necesar ca normele referitoare la ofertele publice de cumpărare să fie flexibile și adaptabile noilor realități care apar și, în consecință, să prevadă posibilitatea unor excepții și derogări. *Cu toate acestea, pentru orice normă sau excepție stabilită sau orice derogare acordată, este necesar ca [ANC-urile] să se conformeze anumitor principii generale*” (sublinierea noastră).

maxim la care este pregătit să achiziționeze toate valorile mobiliare ale societății[18]. Prin urmare, din punct de vedere structural, această regulă ar trebui să fie interpretată în sens larg. În schimb, posibilitatea statelor membre de a deroga de la ea ar trebui să fie limitată la ceea ce este esențial[19]. În plus, orice încercare de a nu aplica HPPR și dubla garanție pe care aceasta o oferă trebuie să se bazeze pe un raționament solid și trebuie de asemenea să fie motivată corespunzător în temeiul articolului 5 alineatul (4) al treilea paragraf din directivă.

42. În al doilea rând, atunci când își exercită puterea de apreciere, statele membre trebuie să respecte principiile prevăzute la articolul 3 alineatul (1) din directivă. Aceste principii reprezintă principiile directoare pentru aplicarea de către acestea a directivei menționate[20].

43. În măsura în care este relevant pentru cauza principală, nu rezultă însă nicio amenințare la adresa acestor principii. În particular, nu identificăm nicio încălcare a drepturilor procedurale sau a tratamentului egal al acționarilor Camfin: în fapt, reglementările italiene în discuție pot justifica numai o modificare *în sus*, în caz de coluziune[21].

44. În plus, niciunul dintre aceste principii generale nu se referă în mod expres la obiectivul de a asigura predictibilitatea în beneficiul ofertantului sau al publicului larg, însă acest lucru rezultă în schimb din considerentele Directivei 2004/25, la care vom reveni mai jos, la punctul 59.

45. Articolul 3 alineatul (1) litera (d) din Directiva 2004/25 se referă mai degrabă la principiul general potrivit căruia nu trebuie create piețe false pentru valorile mobiliare ale societății în cauză, ale societății ofertante sau ale oricărei alte societăți interesate de ofertă, astfel încât creșterea sau scăderea cursului valorilor mobiliare în cauză să devină artificială și funcționarea normală a pieței să fie perturbată. Prin urmare, acest principiu general conferă în mod clar susținere punctului de vedere potrivit căruia un stat membru poate autoriza o ANC să modifice prețul oferit într-o ofertă publică de cumpărare în caz de coluziune în sens restrictiv. Acest lucru este confirmat de textul articolului 5 alineatul (4) din Directiva 2004/25, care prevede în mod specific circumstanțele legate de aspectul „dacă prețul cel mai ridicat a fost stabilit prin acord între cumpărător și un vânzător” sau „dacă prețurile de piață ale valorilor mobiliare în cauză au fost manipulate”.

46. Acum, în ceea ce privește interpretarea extensivă a noțiunii „coluziune” menționată de instanța de trimitere, principiile generale nu sunt la fel de concludente. Cu toate acestea, nu le putem interpreta în sensul că se opun unei astfel de interpretări.

47. Dimpotrivă, High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids (Grupul de experți la nivel înalt în domeniul dreptului societăților privind aspectele legate de ofertele publice de cumpărare) a făcut referire în recomandările sale, care fac parte din istoricul legislativ al articolului 5 alineatul (4) din Directiva 2004/25, la noțiunea „coluziune” ca fiind „un acord încheiat cu vânzătorul care vizează derogarea de la regula celui mai ridicat preț plătit”[22]. Această definiție, care se

18 A se vedea *Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids*, Bruxelles, 10 ianuarie 2002, p. 49 și 50.

19 În ceea ce privește o interpretare restrictivă privind posibilitatea ANC-urilor de a deroga de la HPPR, a se vedea Papadopoulos, T., „The European Union Directive on Takeover Bids: Directive 2004/25/EC”, *International and Comparative Law Journal*, volumul 6, capitolul 3, p. 13, la p. 30 și 31, care susține că o mare libertate de a majora prețul în ofertele publice de cumpărare ar fi incompatibilă cu principiul general prevăzut la articolul 3 alineatul (1) litera (a) din Directiva 2004/25 (o modificare în jos a prețului fără o justificare adecvată ar putea încălca principiul egalității de tratament al acționarilor), precum și cu principiul prevăzut la articolul 49 TFUE (o modificare în sus a prețului fără o justificare adecvată ar putea descuraja ofertanții).

20 A se vedea Hotărârea din 15 octombrie 2009, Audiolux și alții (C-101/08, EU:C:2009:626, punctul 51).

21 Astfel, Curtea a statuat că principiul general al tratamentului egal al acționarilor menționat la articolul 3 alineatul (1) litera (a) din Directiva 2004/25 nu necesită interpretarea dispozițiilor naționale într-un mod care să fie întotdeauna cel mai favorabil față de acționarii minoritari ai unei societăți: a se vedea în acest sens Hotărârea din 15 octombrie 2009, Audiolux și alții (C-101/08, EU:C:2009:626, punctele 47-52).

22 *Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids*, Bruxelles, 10 ianuarie 2002, p. 50.

concentrează în mod unilateral pe vânzător, pare suficient de cuprinzătoare pentru a viza noțiunea „coluziune”, atât în sens restrictiv, cât și în sens extensiv. În plus, textul articolului 5 alineatul (4) din directivă nu menționează nici în mod direct, nici în mod implicit o cerință a cunoașterii sau a intenției.

48. În al treilea rând, puterea discreționară a statelor membre de a-și autoriza ANC să modifice prețul unei oferte publice de cumpărare este limitată pentru mai multe motive generale: în afara faptului că o ANC trebuie să acționeze în cadrul competențelor sale definite la articolul 4 din Directiva 2004/25 atunci când se decide să modifice prețul unei oferte, jurisprudența arată că directiva nu se aplică situațiilor care ies din domeniul său de aplicare [23]. Cu alte cuvinte, directiva se aplică *ratione materiae* ofertelor publice de cumpărare, adică raportului dintre ofertant și deținătorii de valori mobiliare din societatea vizată. Prin urmare, aceasta nu se poate aplica în mod prezumtiv tranzacțiilor care nu au nimic în comun cu declanșarea unei oferte publice obligatorii de cumpărare – contrariul nu ar avea nici un sens.

49. Prin urmare, noțiunea „circumstanțe” menționată la articolul 5 alineatul (4) al doilea paragraf din Directiva 2004/25 cuprinde numai acele circumstanțe de fapt sau de drept *care prezintă o legătură clară și directă cu o anumită ofertă publică obligatorie de cumpărare*. După cum a sugerat și guvernul italian în cadrul ședinței, o tranzacție care, *prima facie*, este distinctă de cea care dă naștere ofertei publice obligatorii de cumpărare trebuie să fie în realitate indispensabilă pentru aplicarea ofertei publice de cumpărare (*sine qua non*), în cazul în care ar fi luată în considerare atunci când se efectuează o modificare în sus a prețului respectivei oferte.

50. Faptul că, potrivit articolului 3 alineatul (2) din Directiva 2004/25, directiva nu asigură decât o armonizare parțială a normelor referitoare la ofertele publice de cumpărare nu modifică acest lucru. Un stat membru nu poate să își autorizeze ANC să deroge de la articolul 5 alineatul (4) din Directiva 2004/25 prin modificarea prețului în cadrul ofertei publice obligatorii de cumpărare într-un mod care, deși ar spori protecția acționarilor minoritari, ar avea drept consecință privarea HPPR de efectul său util, permițând ANC să ia în considerare tranzacții care nu intră în sfera competenței respectivei ANC și/sau în domeniul de aplicare al directivei [24].

b) *Semnificația și efectul expresiei „clar determinate”*

51. Acum, în ceea ce privește semnificația precisă a expresiei „clar determinate”, ambele părți din cauza principală se întemeiază pe Hotărârea Periscopus [25] în susținerea propriilor interese. În această hotărâre, Curtea AELS a statuat că este incompatibilă cu articolul 5 alineatul (4) al doilea paragraf din Directiva 2004/25 autorizarea ANC de a deroga de la HPPR atunci când este evident că acest preț nu reflectă prețul de piață, fără a oferi clarificări suplimentare ale noțiunii „preț de piață”. Această hotărâre nu soluționează însă problema de față. În primul rând, deoarece problema din cauza principală nu este că prețul oferit a fost în mod clar mai scăzut decât prețul de piață, ci mai degrabă că a fost rezultatul unei coluziuni, ceea ce constituie în mod evident o circumstanță diferită. În al doilea rând, deoarece reglementările italiene în discuție în prezenta cauză nu sunt la fel de laconice ca dispozițiile norvegiene în discuție în hotărârea menționată. În sfârșit, deoarece această hotărâre nu este obligatorie pentru Curte.

23 A se vedea în acest sens Hotărârea din 15 octombrie 2009, Audiolux și alții (C-101/08, EU:C:2009:626, punctul 49).

24 A se vedea prin analogie Hotărârea din 21 decembrie 2016, AGET Iraklis (C-201/15, EU:C:2016:972, punctele 36 și 37).

25 Hotărârea Curții AELS din 10 decembrie 2010, Periscopus/Oslo Børs și Erik Must, E-1/10, EFTA Court Report, 2009-10, p. 200.

52. În opinia noastră, expresia „clar determinate” impune ca autorizația acordată ANC-urilor de a modifica prețul să ia forma unei serii de norme scrise publicate în prealabil și care sunt ușor accesibile publicului larg (denumite în continuare „norme corective naționale”). Aspectul dacă astfel de norme sunt adoptate de un departament guvernamental sau de ANC nu are importanță, după cum nu are importanță nici aspectul dacă aceste norme iau forma legislației primare sau secundare atât timp cât sunt obligatorii.

53. Cu toate acestea, nu considerăm că este posibil ca din expresia „clar determinate” să se deducă o cerință potrivit căreia normele corective naționale trebuie să descrie în prealabil, în mod exhaustiv și în detaliu, fiecare situație specifică [26]. În ceea ce privește acest aspect, suntem de acord cu guvernul italian asupra faptului că, în loc să enumere în mod individual și exhaustiv situațiile specifice în care o ANC are dreptul să procedeze la modificarea prețului unei oferte publice obligatorii de cumpărare, legiuitorul Uniunii a ales mai degrabă să utilizeze noțiunea mai generică „circumstanțe”. De asemenea, am tinde să fim de acord cu Comisia că articolul 5 alineatul (4) din Directiva 2004/24 nu împiedică statele membre să recurgă la noțiuni juridice abstracte.

54. Pe baza acestor considerații, nu vedem niciun inconvenient în a accepta faptul că expresia „clar determinate” permite unui stat membru să adopte norme corective naționale care să permită propriei ANC să modifice prețul unei oferte publice obligatorii de cumpărare în caz de coluziune *atât în sens restrictiv, cât și în sens extensiv.*

55. Oricum ar fi, instanța de trimitere – o instanță supremă națională – consideră că o interpretare restrictivă a noțiunii „coluziune” este cea care se aplică în general în dreptul italian. După cum am precizat, nu revine Curții obligația de a adopta o poziție în ceea ce privește care dintre cele două interpretări ale reglementărilor italiene în discuție este cea corectă. Singura chestiune la care Curtea trebuie să răspundă este dacă expresia „clar determinate”, așa cum este utilizată la articolul 5 alineatul (4) din Directiva 2004/25, modifică acest lucru sau dacă, pentru a preciza mai concret realitatea asupra căreia Curtea este solicitată să se pronunțe, *impune* o astfel de interpretare extensivă.

56. Considerăm că răspunsul este negativ.

57. În primul rând, a face acest lucru ar fi echivalent cu a interpreta articolul 5 alineatul (4) al doilea paragraf din Directiva 2004/25 în sens larg, contrar naturii sale de derogare de la HPPR.

58. În al doilea rând, statele membre pot alege dacă să exercite puterea de apreciere care le este conferită prin articolul 5 alineatul (4) al doilea paragraf din Directiva 2004/25 și, în caz afirmativ, să stabilească normele corective naționale, în conformitate cu principiul autonomiei procedurale. În cauza principală s-a optat, la stabilirea reglementărilor italiene în discuție, să se recurgă la o noțiune care – după câte înțelegem – nu este nouă în dreptul italian, și anume cea de „coluziune”. În acest sens, a adopta interpretarea extensivă a noțiunii „coluziune” doar ca urmare a legăturii cu directiva, când nu acesta este cazul în ceea ce privește aspectele care implică în mod exclusiv dreptul național, pare exagerat. Principiul echivalenței impune doar ca cererile întemeiate pe dreptul Uniunii să fie analizate în același mod ca și cererile întemeiate pe dreptul național, nu să li se acorde un tratament preferențial.

59. În al treilea rând, în ceea ce privește în mod specific principiul general al securității juridice, pe care instanța de trimitere îl menționează în textul întrebării sale preliminare, unul dintre obiectivele majore ale Directivei 2004/25 este „să se asigure, la nivelul [Uniunii], claritate și transparență în privința chestiunilor juridice care trebuie reglementate în cazul ofertelor publice de cumpărare” [27]. În plus, atât acest principiu, cât și necesitatea de a garanta, în temeiul articolului 288 TFUE, punerea în

26 A se vedea în acest sens Hotărârea Curții AELS din 10 decembrie 2010, Periscopus/Oslo Børs și Erik Must, E-1/10, EFTA Court Report, 2009-10, p. 200, punctul 47.

27 A se vedea considerentul (3) al Directivei 2004/25.

aplicare deplină a directivelor, în drept, iar nu numai în fapt, impun ca toate statele membre să reproducă normele directivei vizate într-un cadru clar, precis și transparent, care să prevadă dispoziții juridice cu caracter obligatoriu [28]. Această obligație trebuie să se aplice cu atât mai mult normelor corective naționale pe care statele membre le-au adoptat sau le-au menținut în conformitate cu articolul 5 alineatul (4) din directivă.

60. Principiul securității juridice impune în special să se examineze dacă actul juridic în cauză comportă o asemenea ambiguitate încât ar face dificilă pentru cei implicați înlăturarea cu suficientă certitudine a oricăror îndoieli cu privire la domeniul de aplicare sau la semnificația acestuia [29]. În schimb, chiar dacă Directiva 2004/25 nu este, cu siguranță, un instrument juridic de drept penal, care necesită în sine aplicarea noțiunilor tradiționale de drept și de procedură penale, simplul fapt că un operator nu poate să cunoască în avans cu precizie nivelul sancțiunii sau tipul de sancțiune care ar putea fi impusă în fiecare caz pentru un comportament dat nu echivalează cu o încălcare a principiului legalității pedepselor [30].

61. Cu toate acestea, în timp ce linia jurisprudenței menționate la punctul anterior se referă în mod obișnuit la excepția, invocată de o persoană privată, că dispoziția nu era suficient de clară pentru a se putea prevedea consecințele juridice ale unui comportament dat – ceea ce în mod normal nu constituie o scuză (*ignorantia iuris non excusat*) –, aceasta nu rezolvă problema în mod satisfăcător în cazul în care o instanță națională are îndoieli cu privire la modul în care să interpreteze propriile dispoziții (*iura non novit curia*). În cazul în care în legislația italiană ar prevala în general interpretarea extensivă a noțiunii „coluziune”, atunci circumstanțele modificării prețului ar fi „clar determinate”. Decizia de trimitere arată însă că nu aceasta este situația în speță.

62. Acesta este contextul în care expresia „clar determinate”, în sensul articolului 5 alineatul (4) din Directiva 2004/25, care nu este decât o emanație a principiului securității juridice, își dezvăluie adevărata semnificație. Normele corective naționale pot face, desigur, recurs la noțiuni nedeterminate, care pot evolua treptat în timp prin interpretarea dată de instanțele statelor membre. Totuși, astfel de noțiuni nu își pot modifica în mod drastic conținutul în funcție de un capriciu, numai pentru faptul că o ANC dorește să le aplice unei noi serii de circumstanțe care nu sunt vizate de interpretarea anterioară a acestora, susținând în același timp că sunt „clar determinate” [31]. A permite existența unui astfel de caracter arbitrar ar pune în pericol obiectivul directivei de a asigura claritate și transparență la nivelul Uniunii și nu în ultimul rând pentru operatori.

63. Ilustrativ în această privință este faptul că instanța de trimitere arată că ar fi admis recursurile formulate de MTP și de Lauro 61 dacă nu ar fi fost la mijloc Directiva 2004/25. De fapt, îndoielile instanței de trimitere cu privire la corecta interpretare a propriilor dispoziții sunt suficiente ele însele pentru a demonstra că reglementările italiene în discuție nu sunt „clar determinate”, în sensul articolului 5 alineatul (4) din directivă, astfel încât să permită o interpretare extensivă a noțiunii „coluziune” în scopul de a deroga de la HPPR.

64. În lumina celor de mai sus, considerăm că articolul 5 alineatul (4) din Directiva 2004/25 se opune aplicării unei reglementări de drept național care autorizează o ANC să majoreze prețul oferit într-o ofertă publică de cumpărare în caz de coluziune unei serii de circumstanțe care, dacă nu ar fi fost vorba despre aplicarea acestei directive, nu ar fi fost clasificate în legislația națională drept situație de coluziune.

28 A se vedea, cu titlu de exemplu, Hotărârea din 15 martie 1990, Comisia/Țările de Jos (C-339/87, EU:C:1990:119, punctele 6, 22 și 25), și Hotărârea din 14 ianuarie 2010, Comisia/Republica Cehă (C-343/08, EU:C:2010:14, punctul 40).

29 A se vedea în acest sens Hotărârea din 14 aprilie 2005, Belgia/Comisia (C-110/03, EU:C:2005:223, punctul 31).

30 A se vedea în acest sens Hotărârea din 18 iulie 2013, Schindler Holding și alții/Comisia (C-501/11 P, EU:C:2013:522, punctul 58 și jurisprudența citată).

31 A se vedea în acest sens Hotărârea din 28 iunie 2005, Dansk Rørindustri și alții (C-189/02 P, C-202/02 P, C-205/02 P-C-208/02 P și C-213/02 P, EU:C:2005:408, punctele 217 și 218).

65. Prin urmare, considerăm că nu este necesar să se adopte o poziție cu privire la aspectul dacă vânzarea acțiunilor Pirelli – în special efectul acordului încheiat de acționari – prezintă o legătură clară și directă cu tranzacția care a determinat obligația Lauro 61 de a face o ofertă publică de cumpărare. În orice caz, efectuarea acestei sarcini, care necesită adunarea elementelor de fapt și a dovezilor, ar reveni în cele din urmă instanței de trimitere.

IV. **Concluzie**