Сборник съдебна практика

ЗАКЛЮЧЕНИЕ НА ГЕНЕРАЛНИЯ АДВОКАТ
N. WAHL
представено на 15 март 2017 година*

Дело C-206/16

Marco Tronchetti Provera SpA и др.
срещу
Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob)

(Преюдициално запитване, отправено от Consiglio di Stato (Държавен съвет, Италия)

„Дружествено право — Директива 2004/25/ЕО — Защита на интересите на миноритарните акционери във връзка с публични предложения за поглъщане — Член 5, параграф 4 — Понятието „ясно определени“ — Национални разпоредби, позволяващи надзорните органи да коригират цената на публично предложение за поглъщане — Тайно споразумение между оферента или лицата, които действат съгласувано с него, и един или повече продавачи“

1. Настоящото преюдициално запитване се отнася до правилното тълкуване на член 5, параграф 4 от Директива 2004/25/ЕО**. Съгласно тази разпоредба държавите членки могат официално да разрешат на своите надзорни органи в областта на ценните книжа (наричани по-нататък „ННО”) да коригират цената, предложена в задължително публично предложение за поглъщане, отправено в съответствие с тази директива. Директивата обаче изисква подобни мерки да бъдат въвеждани при обстоятелства, които са „ясно определени“.

2. В главното производство Consiglio di Stato (Държавен съвет, Италия) иска да се установи дали може да се счита за „ясно определен[о]“ по смисъла на член 5, параграф 4 от Директива 2004/25 прилагането към обстоятелствата по главното производство на италианско законодателство за транспониране на тази директива, което позволява Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Национална комисия за дружествата и фондовата борса, наричана по-нататък „Consob“) — италианският ННО — да увеличава цената на задължително публично предложение в случай на тайно споразумение.

3. Специфичната особеност на главното производство се изразява в това, че коригирането на предложената цена е резултат от сделка, различна от тази, която е довела до задължителното предложение за поглъщане. Освен това не е доказано, че всички страни, участващи в тази друга сделка, са възнамерявали да сключат тайно споразумение или са знаели за опасността от това. Следователно настоящият случай ще позволи на Съда да изясни границите на правомощията на държавите членки официално да разрешават на своите ННО да се отклоняват от „правилото за най-високата платена цена“ (наричано по-нататък „ПНПЦ“), въведено в член 5, параграф 4 от Директива 2004/25.

* Език на оригиналния текст: английски.

** Директива 2004/25/ЕО на Европейския парламент и на Съвета от 21 април 2004 година относно предложенията за поглъщане (ОВ L 142, 2004 г., стр. 12; Специално издание на български език, 2007 г., глава 17, том 2, стр. 44), изменена с Регламент (ЕО) № 219/2009 на Европейския парламент и на Съвета от 11 март 2009 година за адаптиране към Решение 1999/468/ЕО на Съвета на някои актове, за които се прилага процедурата, предвидена в член 251 от Договора, във връзка с процедурата по регулиране с контрол — Адаптиране към процедурата по регулиране с контрол — втора част (ОВ L 87, 2009 г., стр. 109).

4. Както ще обясня по-нататък, член 5, параграф 4 от Директива 2004/25 по принцип позволява на държавите членки официално да разрешат на своите ННО да коригират цената на задължително публично предложение за поглъщане в случай на тайно споразумение от описания в предходната точка вид. Тази разпоредба обаче не допуска подобно правило да се прилага към определени обстоятелства, които, ако не се прилагаше тази директива, нямаше да бъдат класифицирани по националното право като случаи на тайно споразумение.

I. **Правна уредба**

A. Директива 2004/25

5. Съгласно член 1 от Директива 2004/25, озаглавен „Приложно поле“, предвидената в нея процедура за предложенията за поглъщане се прилага по отношение на „предложения за покупка на ценни книжа на дружества, чиято дейност се урежда от законодателството на държавите членки, когато всички или част от тези ценни книжа се търгуват на регулиран пазар“. Член 2, параграф 1, буква а) от Директивата, озаглавен „Определения“, дефинира „предложение за поглъщане“ (или „предложение“) като „публично предложение (различно от предложение, направено от самото дружество, обект на предложението), отправено към притежателите на ценни книжа на дружество за придобиване на всички или на част от тези книжа, било то по задължение или доброволно, което следва или има за своя цел придобиване на контрол върху дружеството, предмет на предложението, в съответствие с националното законодателство“.

6. Член 3 от Директива 2004/25, озаглавен „Общи принципи“, гласи:

„1. С цел прилагане на настоящата директива държавите членки гарантират изпълнението на следните принципи:

а) отношението към всички притежатели на ценни книжа от един и същи клас в дружество, обект на предложение, трябва да бъде отношение като към равнопоставени; освен това, в случай че едно лице придобие контрол върху дружество, останалите притежатели на ценни книжа трябва да бъдат защитени;

б) притежатели на ценни книжа на дружество, предмет на предложение, трябва да разполагат с достатъчно време и информация, за да могат да вземат решение, разполагайки с цялата информация относно предложението; […]

[…]

г) не трябва да се създават фалшиви пазари на ценните книжа на дружеството, обект на предложението, на дружеството, което предлага, или на което и да е друго дружество, засегнато от предложението, по такъв начин, че повишаването или спадането на цените на ценните книжа да става изкуствено и да се нарушава нормалното функциониране на пазарите;

[…]

2. С оглед да се осигури изпълнението на принципите, установени в параграф 1, държавите членки:

а) гарантират, че се спазват минималните изисквания, установени в настоящата директива;

б) за регулиране на предложенията могат да се определят допълнителни условия и норми, които са по-стриктни от предвидените съгласно настоящата директива“.

7. Член 4, параграф 2 от Директива 2004/25, озаглавен „Контролен орган и приложимо законодателство“, определя компетентния ННО, що се отнася до поглъщанията. По-специално буква а) гласи, че „[о]рганът, компетентен да упражнява контрол върху предложението, е орган на държавата членка, в която се намира адресът на управление на дружеството, предмет на предложението, в случай че ценните книжа на това дружество са допуснати до търговия на регулиран пазар в тази държава членка“.

8. Член 4, параграф 5 от Директива 2004/25 предвижда следното:

„На контролните органи се предоставят всички необходими правомощия за целите на изпълнение на техните задължения, включително и това да гарантират, че страните по предложението съответстват на правилата, установени или въведени съгласно настоящата директива.

При условие, че се съблюдават принципите, определени в член 3, параграф 1, в правилата, които установяват или въвеждат съгласно настоящата директива, държавите членки могат да предвидят дерогации от тези правила:

i) като включат такива дерогации в своите национални правила, за да имат предвид обстоятелства, определени на национално ниво;

и/или

ii) като предоставят на своите контролни органи, когато последните са компетентни, правомощия да освобождават от спазване на такива национални правила, за да се вземат предвид обстоятелствата, посочени в i), или при други специфични обстоятелства, в който случай следва да се изисква мотивирано решение“.

9. Член 5 от Директива 2004/25 (озаглавен „Защита на миноритарни акционери, задължително предложение и справедлива цена“) предвижда следното:

„1. Когато дадено физическо или юридическо лице, което в резултат на придобиване лично или чрез лица, които действат съгласувано с него, притежава ценни книжа на дружество, […], които, добавени към всички негови съществуващи дялове от тези ценни книжа и дяловете от тези книжа на лицата, които действат съгласувано с него, пряко или непряко му дават определен процент от правото на глас в това дружество, което му осигурява контрола върху това дружество, държавите членки гарантират, че от това лице се изисква да направи предложение с цел да се защитят миноритарните акционери в дружеството. Това предложение се отправя при първа възможност към всички притежатели на тези ценни книжа за всички техни дялове по справедливата цена, както е определено в параграф 4.

[…]

4. Най-високата цена, платена за едни и същи ценни книжа от предложителя или от лица, които действат съгласувано с него, за срок, който се определя от държавите членки, не по-кратък от шест месеца и не по-дълъг от 12 преди предложението, посочено в параграф 1, се разглежда като справедливата цена. В случай че, след като предложението е оповестено публично и преди да изтече срокът за приемане на предложението, предложителят или всички лица, които действат съгласувано с него, закупят ценни книжа по цена, по-висока от цената на предложението, предложителят е длъжен да увеличи своето предложение, така че тя да не е по-ниска от най-високата цена, платена за така придобитите ценни книжа.

При условие че се съблюдават общите принципи, установени в член 3, параграф 1, държавите членки могат официално да разрешат на своите надзорни органи да коригират цената, указана в първата алинея, при обстоятелства и в съответствие с критерии, които са ясно определени. За тази цел те могат да изготвят списък с обстоятелства, при които може да се коригира най-високата цена било във възходяща или низходяща посока, например когато най-високата цена е била установена чрез споразумение между купувача и продавача, когато пазарните цени на въпросните ценни книжа са били манипулирани, когато пазарните цени най-общо или някои пазарни цени по-специално, са повлияни от извънредни събития, или за да се даде възможност за спасяване на изпаднала в затруднение фирма. Те могат също така да определят критериите, които трябва да се приложат за такива случаи, например средна пазарна стойност за определен период, стойността при прекратяване на дружеството или други критерии за обективна оценка, които най-общо се използват при финансов анализ.

Всички решения на надзорния орган за коригиране на справедливата цена се мотивират и се оповестяват публично.

[…]“.

Б. Италианското право

10. Законодателен декрет № 58 от 24 февруари 1998 г., единен текст на разпоредбите в областта на финансовото посредничество по смисъла на членове 8 и 21 от Закон № 52 от 6 февруари 1996 г. (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)*** и последващите му изменения (наричан по-нататък „Законодателен декрет № 58/1998“) съдържа разпоредби, с които се транспонира Директива 2004/25. Член 106 от него, озаглавен „Общо публично предложение за поглъщане“, предвижда следното:

„3. Consob урежда с правилник хипотезите, при които:

d) след мотивиран акт на Consob предложението е отправено за цена, по-висока от най-високата платена цена, стига това да е необходимо за защита на инвеститорите и да е налице поне едно от следните обстоятелства:

[…]

2) налице е тайно споразумение между оферента или лицата, които действат съгласувано с него, и един или повече продавачи“.

11. С решение от 14 май 1999 г. Consob приема Правилник за прилагане на Законодателен декрет № 58 от 24 февруари 1998 г. относно правната уредба за емитентите (Regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti)**** и последващите му изменения (наричан по-нататък „Правилникът за прилагане“). Член 47 octies от него, озаглавен „Увеличение на цената при тайно споразумение“, предвижда следното:

„1. Цената на предложението се коригира с увеличение от Consob по смисъла на член 106, параграф 3, буква d), подточка 2) от [Законодателен декрет № 58/1998], когато от установеното тайно споразумение между оферента или лицата, които действат съгласувано с него, и един или повече продавачи е видно признаването на по-висока сума от обявената от оферента. В такъв случай цената на предложението е равна на установената цена“.

*** GURI Serie Generale № 71 от 26 март 1998 г. — редовна притурка № 52.

**** GURI Serie Generale № 123 от 28 май 1999 г. — редовна притурка № 100.

II. **Факти, производство и преюдициален въпрос**

12. На 17 май 2013 г. Marco Tronchetti Provera SpA (наричано по-нататък „MTP”) — дружество, чийто основен акционер е г-н Marco Tronchetti Provera, чрез контролирани от MTP дружества и заедно с други дружества учредяват дружеството Lauro Sessantuno SpA (наричано по-нататък „Lauro 61“).

13. На 5 юни 2013 г. Lauro 61 обявява на пазара публично предложение за придобиване на всички акции на Camfin SpA на единична цена от 0,80 EUR за акция, определена въз основа на пазарните цени на същите акции през предходните дванадесет месеца.

14. Към момента на задължителното публично предложение за поглъщане Camfin държи пряко или косвено 26,19 % от акциите на Pirelli & C. SpA (наричано по-нататък „Pirelli“). Някои от акционерите на Pirelli, сред които по-специално Malacalza Investimenti srl (наричано по-нататък „MCI“), MTP, Camfin, Allianz SpA и Fondiaria SAI SpA (наричано по-нататък „FonSai“) са сключили по-рано така нареченото споразумение за задържане, т.е. споразумение, по силата на което страните се съгласяват да не продават акциите си за определен период от време (наричано по-нататък „споразумението Pirelli“).

15. MCI, което е акционер и в Camfin, приема условията на публичното предложение на Lauro 61, като му прехвърля 12,37 % от дружествения капитал на Camfin на горепосочената цена.

16. На 5 юни 2013 г. също така е обявено на пазара, че i) Lauro 61 е прекратило действащите споразумения между MTP и MCI относно Camfin; ii) MCI е продало акциите си в Camfin; iii) MCI е придобило от Allianz и FonSai на цена от 7,80 EUR за акция дялово участие, равняващо се на 6,98 % от дружествения капитал на Pirelli, и iv) страните по споразумението Pirelli, чийто председател е г-н Tronchetti Provera, са разрешили на Allianz и FonSai да не включват в споразумението всички или част от притежаваните от тях акции, предмет на това споразумение (наричани по-нататък „акциите на Pirelli“).

17. Поглъщането се осъществява на 11 октомври 2013 г., като Lauro 61 първо придобива 95,95 % от дружествения капитал на Camfin, а след това упражнява правото на придобиване на останалите акции, като по този начин става едноличен собственик на капитала на Camfin, чиито акции са изтеглени от търговия на борсата.

18. По молба на някои от миноритарните акционери на Camfin на 12 септември 2013 г. Consob започва процедура за увеличаване на цената на въпросното публично предложение.

19. След като стига до извода, че тези промени са позволили на MCI да получи от продажбата на акциите на Camfin обща сума, по-висока от 0,80 EUR за акция, Consob установява, че е налице тайно споразумение и с решение № 18662 от 25 септември 2013 г. (наричано по-нататък „спорното решение“) увеличава с 0,03 EUR единичната цена за акция, като я определя на 0,83 EUR*****. Законосъобразността на спорното решение се потвърждава впоследствие с четири решения от 19 март 2014 г. на Tribunale amministrativo regionale per il Lazio (Регионален административен съд Лацио).

***** Тази по-висока цена е получена чрез изчисление, представляващо разделяне на сумата от 6,6 милиона евро — която според Consob представлява предимството, получено от MCI във вид на по-ниска цена, заплатена за акциите на Pirelli — на акциите на Camfin, придобити от Lauro 61. Така определената нова цена представлява за Lauro 61 по-висок общ разход от около 8,5 милиона евро.

20. Тези четири решения понастоящем са обжалвани пред запитващата юрисдикция. В тази връзка запитващата юрисдикция твърди, че понятието „тайно споразумение“ се съдържа в различни части от италианското законодателство. Въпреки че точното значение на това понятие не е статично, то предполага тайно и измамно споразумение в ущърб на трети лица при заобикаляне на императивни разпоредби на закона, което предполага наличието на елемент на волево и умишлено действие от страна на всички участници в споразумението. В това отношение тази юрисдикция счита, че Allianz и FonSai не са посветени в тайната на такова споразумение. Следователно, ако се приложи това тълкуване на понятието „тайно споразумение“, подадените по-специално от MTP и Lauro 61 жалби трябва да бъдат уважени.

21. Запитващата юрисдикция обаче твърди също, че понятието „тайно споразумение“ може да се нуждае от различно тълкуване, по-специално поради спецификата на разглежданата област на правото и естеството на предоставените на Consob регулаторни правомощия. Въпреки това подобно тълкуване може да породи проблеми, свързани с правната сигурност, тъй като то може да направи невъзможно за икономическите оператори да предвидят как да действат преди отправянето на публично предложение за поглъщане. Поради наличието на съмнения относно правилното тълкуване на член 3, параграф 1 и член 5, параграф 4 от Директива 2004/25 запитващата юрисдикция решава да спре производството и да отправи до Съда следния преюдициален въпрос:

„Възпрепятства ли правилното прилагане на член 5, параграф 4, втора алинея от [Директива 2004/25], във връзка с общите принципи, установени в член 3, параграф 1 от същата директива, както и правилното прилагане на общите принципи на правото на Съюза — на правната сигурност, защита на оправданите правни очаквания, пропорционалност, разумност, прозрачност и недопускане на дискриминация — национална разпоредба като член 106, параграф 3, буква d), подточка 2) от [Законодателен декрет № 58/1998] и последващите му изменения и като член 47 octies от [Правилника за прилагане] и последващите му изменения, в частта, в която посочените разпоредби овластяват Consob да увеличава цената на публичните предложения за поглъщане по горепосочения член 106, когато е налице обстоятелството „тайно споразумение между оферента или лицата, които действат съгласувано с него, и един или повече продавачи“, без да се конкретизира специфичното поведение, с което се осъществява фактическият състав, и следователно без да се установят ясно обстоятелствата и критериите, при наличието на които Consob е овластена да коригира с увеличение цената на публичните предложения за поглъщане?“.

III. **Анализ**

А. Встъпителни бележки

22. Това е първият път, когато от Съда се иска да даде тълкуване на член 5, параграф 4 от Директива 2004/25. Всъщност това е едва вторият път, когато Съдът дава указания относно правилата, съдържащи се в този нормативен акт******. Освен това след решението на Consiglio di Stato (Държавния съвет) да отправи настоящото преюдициално запитване до Съда Tribunale amministrativo regionale per il Lazio (Регионален административен съд Лацио) също решава да постави пет преюдициални въпроса относно тълкуването на член 5, параграф 4 от Директива 2004/25*******.

****** Вж. решение от 15 октомври 2009 г., Audiolux и др. (C-101/08, EU:C:2009:626, по-конкретно т. 47—51).

******* Дела Amber Capital Italia и Amber Capital Uk, C-654/16, Hitachi Rail Italy Investments, C-655/16, Finmeccanica, C-656/16, Bluebell Partners, C-657/16, и Elliot International и др., C-658/16, висящи пред Съда.

23. Запитващата юрисдикция по същество иска да се установи дали е допустимо, съгласно член 5, параграф 4 от Директива 2004/25 във връзка с член 3, параграф 1 от същата и с някои общи принципи, по-специално принципа на правната сигурност, да се възприеме тълкуване на понятието „тайно споразумение“ по смисъла на член 106, параграф 3, буква d), подточка 2) от Законодателен декрет № 58/1998 и член 47 octies от Правилника за прилагане (наричани заедно „разглежданата италианска правна уредба“), което не изисква да се конкретизира специфичното поведение, с което се осъществява фактическият състав.

24. От акта за преюдициално запитване става ясно, че запитващата юрисдикция предвижда две възможни тълкувания на понятието „тайно споразумение“: от една страна, тясно тълкуване, което изисква тайно и измамно споразумение в ущърб на трети лица при заобикаляне на императивни разпоредби на закона и което предполага наличието на елемент на волево и умишлено действие от страна на всички участници в споразумението (наричано по-нататък „тясно тълкуване“ или „тесен смисъл“), и от друга страна, широко тълкуване на понятието „тайно споразумение“, съобразно което споразумението може да се състои от елементи извън рамките на конкретната сделка, която е довела до задължителното публично предложение за поглъщане, и което не изисква непременно наличието на елемент на волево и умишлено действие от страна на всички участници в това споразумение (наричано по-нататък „широко тълкуване“ или „широк смисъл“).

25. Запитващата юрисдикция посочва, че тъй като Allianz и FonSai не са възнамерявали да участват в каквото и да е измамно и тайно споразумение, тясно тълкуване на понятието „тайно споразумение“ не би позволило коригиране на цената, както е направила Consob. Следователно според запитващата юрисдикция отговорът на преюдициалния въпрос е от решаващо значение за цената, която съгласно член 5 от Директива 2004/25 Lauro 61 е длъжно да предложи за акциите на Camfin при поглъщането на последното дружество.

26. На този предварителен етап бих искал категорично да изясня един въпрос от основно значение за настоящия случай.

27. Накратко: не е задача на Съда да указва как трябва да се тълкува използваното в разглежданата италианска правна уредба понятие „тайно споразумение“. По-точно не е задача на Съда да избира кое от двете тълкувания предпочита. Компетентна да разреши този въпрос е запитващата юрисдикция********. Тя трябва да реши кое тълкуване на това понятие е валидно — тясното или широкото.

28. След така изложените съображения това, което Съдът от своя страна може и трябва да направи, за да съдейства на запитващата юрисдикция при разрешаване на висящия пред нея спор, е да даде тълкуване на правото на Съюза — което в този случай включва основно член 5, параграф 4 от Директива 2004/25, и по-специално — какво точно означава „ясно определени“. Въпреки че последният израз се използва по отношение на мерки, които се вземат от държавите членки, член 5, параграф 4 от тази директива не оставя на националното право да определя това понятие. Ето защо като самостоятелно понятие от правото на Съюза то следва да бъде тълкувано еднообразно.

29. За да може обаче да се пристъпи към тълкуване на член 5, параграф 4 от Директива 2004/25 по начин, който да е от полза за запитващата юрисдикция, си струва да се припомни, че въпросната юрисдикция вече е отхвърлила идеята, че тясното тълкуване на понятието „тайно споразумение“ може да обоснове потвърждаването на обжалваните решения и вследствие

******** Също така въпрос, с който национален съд пита Съда дали може или трябва да тълкува националното право по начин, който в най-голяма степен съответства на правото на Съюза, си остава въпрос по тълкуването на национално право, който следователно е недопустим: вж. решение от 27 февруари 2014 г., Pohotovosť (C-470/12, EU:C:2014:101, т. 58—61).

това — на спорното решение. Следователно това, което Съдът остава да прецени, е дали широкото тълкуване на понятието „тайно споразумение“ може да се счита за „ясно определен[о]“ по смисъла на член 5, параграф 4 от Директива 2004/25 и дали, като такова, това е тълкуването, върху което Съдът трябва да съсредоточи своя отговор.

Б. Анализ на преюдициалния въпрос

1. *Член 5, параграф 4 от Директива 2004/25: предварителни бележки*

30. Докато член 5, параграф 1 от Директива 2004/25 определя условията, при които се поражда задължение за физическо или юридическо лице, при достигане на установен в националното право праг, да направи задължително предложение за остатъка от ценните книжа в целевото дружество, член 5, параграф 4 урежда цената, която трябва да бъде предложена в такъв случай.

31. Член 5, параграф 4, първа алинея от Директива 2004/25 предвижда ясен общ принцип за определяне на цената. Това чисто и просто е най-високата цена, платена от предложителя (или от лица, които действат съгласувано с него) за конкретен период: не по-кратък от шест месеца и не по-дълъг от една година, определен от държавите членки (ПНПЦ). Освен това тази цена съгласно Директивата е справедливата цена. Причината за това изглежда очевидна, тъй като ПНПЦ определя много ясно цената да бъде предложена по начин, който е едновременно прозрачен и предвидим.

32. Съгласно член 5, параграф 4, втора алинея от Директива 2004/25 обаче държавите членки могат официално да разрешат на своя ННО да коригира цената при определени условия. Текстът на тази разпоредба се отнася до i) *обстоятелствата*, свързани с публичното предложение за поглъщане, и ii) *критериите*, които следва да се прилагат при коригиране на цената. По-нататък, при това коригиране държавите членки трябва да съблюдават общите принципи, установени в член 3, параграф 1, а въпросните обстоятелства и критерии трябва да бъдат „ясно определени“.

33. Струва ми се, че от гореизложеното доста ясно следва, че член 5, параграф 4, втора алинея от Директива 2004/25 урежда въпросите *кога, защо и как* една държава членка може официално да разреши на своите органи да се намесят в публично предложение за поглъщане, когато ПНПЦ не отразява реално справедливата цена*********. Както ще обясня по-нататък, само обстоятелствата, които показват *ясна и пряка връзка* със сделката, водеща до задължителното публично предложение за поглъщане, могат да се вземат предвид за тази цел.

34. Понастоящем ще анализирам по-подробно член 5, параграф 4, втора алинея от Директива 2004/25, разглеждан в главното производство. Какво се изисква и какво всъщност се разбира под „ясно определени“?

2. *Парадигмата: право на преценка на държавите членки*

35. От текста на член 5, параграф 4, втора алинея от Директива 2004/25 е видно, че той съдържа изброяване, според мен неизчерпателно, на примери, от които държавите членки биха могли да черпят вдъхновение, ако възнамеряват официално да разрешат на своите ННО да коригират цената.

********* Вж. в този смисъл Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids, Брюксел, 10 януари 2002 г., стр. 50.

36. Друг въпрос, който изглежда ясен, е, че посочените в член 5, параграф 4 от Директива 2004/25 „обстоятелства“, които могат да доведат до коригиране на цената, аналитично погледнато, са с предимство пред „критериите“, които се прилагат при извършване на това коригиране.

37. Освен това член 5, параграф 4, втора алинея от Директива 2004/25 сам по себе си не дава много полезна информация.

38. Все пак нещо, което изглежда относително сигурно, е, че член 5, параграф 4, втора алинея от Директива 2004/25 дава право на преценка на държавите членки официално да разрешават на своите ННО да коригират цената*********. Подготвителните работи по приемането на тази разпоредба са в подкрепа на това становище**********, както и контекстът, в който същата възниква. Както се посочва в член 3, параграф 2 от тази директива, тя установява само минимални изисквания**********, което означава, че държавите членки могат да приемат допълнителни по-стриктни условия и разпоредби за регулиране на предложенията за поглъщане. Също така член 4, параграф 5 от Директивата предоставя на държавите членки широки правомощия да се отклоняват поначало от Директивата.

39. Наистина струва си да се припомни, че Директива 2004/25 до голяма степен е резултат от постигнат компромис между Европейския парламент и Съвета**********. При постигането на този компромис Комисията, която още от 1985 г. загатва идеята за общи процесуални правила за уреждане на промените в дяловото участие********** и която за тази цел неуспешно е внесла няколко законодателни предложения до законодателя на Съюза в тази материя**********, прави изявление, което да бъде записано в протокола на Съвета, изразявайки съжалението си, че окончателно приетият текст според нея не е достатъчно амбициозен и че съществени части са станали незадължителни**********. Тази законодателна история очевидно променя тълкуването на Директива 2004/25.

40. Въпреки всичко обаче правото на преценка, предоставено на държавите членки по силата на член 5, параграф 4 от Директива 2004/25, не е неограничено**********.

********* В същия смисъл вж. *Enriques*, L. The Mandatory Bid Rule in the Takeover Directive: Harmonization Without Foundation? — European Company and Financial Law Review, 4/2004, p. 440—446, който посочва, че „специално по отношение на справедливата цена държавите членки и техните надзорни органи ще имат широко право на преценка при определяне на обстоятелствата и критериите, обосноваващи отстъпка“.

********** За разлика от Предложението на Комисията за Директива на Европейския парламент и на Съвета относно предложенията за поглъщане (COM(2002) 534 окончателен; ОВ C 45 E, 2003 г., стр. 1), член 5, параграф 4, втора алинея от Директива 2004/25 не указва, че държавите членки „трябва“, а по-скоро, че те „могат“ да изготвят списък с обстоятелства, при които може да се коригира най-високата цена.

********** Съгласно съображение 25 от Директива 2004/25 тя цели „да се дадат минимални насоки за процедиране с предложения за поглъщане и да се осигури адекватно ниво на защита на притежателите на ценни книжа в целия [Съюз]“.

********** Вж. по-специално Доклад от 8 декември 2003 г. относно Предложението за директива на Европейския парламент и Съвета относно предложенията за поглъщане, Комисия на Европейския парламент по правните въпроси и вътрешния пазар, A5-0469/2003 окончателен, стр. 18, вж. стр. 6, и документ № 16116/03 на Съвета от 16 декември 2003 г. по Предложението за Директива на Европейския парламент и на Съвета относно предложенията за поглъщане, точка II (Междуинституционална преписка № 2002/0240 (COD).

********** Бяла книга от 14 юни 1985 г. от Комисията до Европейския съвет: Завършването на вътрешния пазар (COM(85) 310 окончателен, точка 139 и сл.).

********** Вж. Предложение на Комисията от 19 януари 1989 г. за Тринадесета директива на Съвета в областта на дружественото право относно поглъщанията и други общи предложения (COM(88) 823 окончателен; ОВ C 64, 1989 г., стр. 8) и Предложение на Комисията от 7 февруари 1996 г. за 13-та Директива на Европейския парламент и на Съвета в областта на дружественото право относно предложенията за поглъщане (COM(95) 655 окончателен; ОВ C 162, 1996 г., стр. 5).

********** Вж. изявление на Комисията в документ № 7088/04 на Съвета от 12 март 2004 г. относно приемането на Директива на Европейския парламент и на Съвета относно предложенията за поглъщане, точка 2 (Междуинституционална преписка № 2002/0240 (COD).

********** Съображение 6 от Директива 2004/25 гласи, че „[с] цел да бъдат ефективни, нормативните разпоредби за поглъщанията следва да са гъвкави и да бъдат [годни] за справяне с нови обстоятелства в хода на тяхното възникване, и съответно следва да предвиждат възможности за изключения и дерогации. *Въпреки това, при прилагането на установените правила или изключения или при предоставяне на дерогации, [ННО] следва да спазват определени общи принципи*“ (курсивът е мой).

3. ***Ограничения на правото на преценка на държавите членки***

а) Основни принципи

41. На първо място, ПНПЦ си остава основното правило. Това е логично: ефективното функциониране на капиталовите пазари в Съюза изисква достатъчна степен на предвидимост на престацията, която се предлага при задължително предложение. В това отношение ПНПЦ предлага двойното предимство да позволява на миноритарните акционери да си поделят изцяло платената от приобретателя премия по всяко време през разглеждания период, като същевременно дава на оферента сигурността, че той няма да плати повече по задължителното предложение, отколкото е бил склонен да плати през предходния период, и така му позволява сам да определи на каква максимална цена е готов да придобие всички ценни книжа на дружеството**********. Следователно от структурна гледна точка то трябва да се тълкува широко. Напротив, възможността на държавите членки да се отклоняват от него трябва да бъде ограничена до съществените елементи**********. Освен това всеки опит да се остави без приложение ПНПЦ и двойната гаранция, която той предлага, трябва да бъде добре обоснован и надлежно мотивиран съгласно член 5, параграф 4, трета алинея от Директивата.

42. На второ място, при упражняване на правото си на преценка държавите членки трябва да съблюдават принципите, установени в член 3, параграф 1 от Директивата. Тези принципи са водещи принципи при прилагането на посочената директива от държавите членки**********.

43. Въпреки това, доколкото е от значение в главното производство, тези принципи не са застрашени по никакъв начин. По-точно не виждам нарушение на процесуалните права или равното третиране на акционерите на Camfin: всъщност разглежданата италианска правна уредба може да обоснове само коригиране *във възходяща посока* в случай на тайно споразумение**********.

44. Нещо повече, в никой от тези общи принципи не се посочва изрично целта за осигуряване на предвидимост за оферента или за обществеността като цяло — това обаче е видно от съображенията на Директива 2004/25, на които ще се спра по-нататък в точка 59.

45. Член 3, параграф 1, буква г) от Директива 2004/25 се отнася по-скоро до общия принцип, че не трябва да се създават фалшиви пазари на ценните книжа на дружеството, обект на предложението, на дружеството, което предлага, или на което и да е друго дружество, засегнато от предложението, по такъв начин, че повишаването или спадането на цените на ценните книжа да става изкуствено и да се нарушава нормалното функциониране на пазарите. Следователно този общ принцип ясно подкрепя становището, че държава членка може официално да разреши на ННО да коригира цената, предложена в публично предложение за поглъщане, в случай на

********** Вж. Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids, Брюксел, 10 януари 2002 г., стр. 49 и 50.

********** За ограничително виждане относно дискреционното правомощие на ННО да се отклоняват от ПНПЦ вж. *Papadopoulos*, T. The European Union Directive on Takeover Bids: Directive 2004/25/EC. — International and Comparative Law Journal, vol. 6, № 3, p. 13, et 30—31, който твърди, че широката свобода на преценка за коригиране на цената в предложение за поглъщане би била несъвместима с общия принцип, прогласен в член 3, параграф 1, буква а) от Директива 2004/25 (коригиране на цената в низходяща посока без адекватна обосновка може да накърни принципа на равно третиране на акционерите), както и член 49 ДФЕС (коригиране на цената във възходяща посока без адекватна обосновка може да обезкуражи наддаващите).

********** Вж. решение от 15 октомври 2009 г., Audiolux и др. (C-101/08, EU:C:2009:626, т. 51).

********** От друга страна, Съдът е постановил, че общият принцип на равно третиране на акционерите, установен в член 3, параграф 1, буква а) от Директива 2004/25, не изисква националната правна уредба да се тълкува по начин, който да е винаги най-благоприятният за миноритарните акционери на дадено дружество: вж. в този смисъл решение от 15 октомври 2009 г., Audiolux и др. (C-101/08, EU:C:2009:626, т. 47—52).

тайно споразумение при тясното тълкуване на това понятие. Това се потвърждава от текста на член 5, параграф 4 от Директива 2004/25, който изрично предвижда обстоятелства „когато най-високата цена е била установена чрез споразумение между купувача и продавача“ или „когато пазарните цени на въпросните ценни книжа са били манипулирани“.

46. Що се отнася до широкото тълкуване на понятието „тайно споразумение“, споменато от запитващата юрисдикция, общите принципи съвсем не са така определящи. Въпреки това не мога да ги разглеждам като недопускащи такова тълкуване.

47. Напротив, Групата на високо равнище от експерти в областта на дружественото право по въпроси, свързани с предложенията за поглъщане, в препоръките си, които са част от подготвителните работи по член 5, параграф 4 от Директива 2004/25, определя понятието „тайно споразумение“ като „споразумение с прехвърлителя с цел заобикаляне на правилото за най-високата платена цена“**********. Това определение, което е съсредоточено едностранно върху продавача, изглежда достатъчно широко, за да обхване „тайното споразумение“ както в тесен, така и в широк смисъл. Освен това в текста на член 5, параграф 4 от Директивата не се споменава, независимо дали пряко или имплицитно, изискване за знание или намерение.

48. На трето място, правото на преценка на държавите членки официално да разрешават на своите ННО да коригират цената на предложение за поглъщане е ограничено на по-общи основания: освен факта, че когато решава да коригира цената на публично предложение ННО, трябва да действа в рамките на компетентността си, определена в член 4 от Директива 2004/25, съдебната практика показва, че Директивата не се прилага към ситуации, които попадат извън приложното ѝ поле**********. С други думи, Директивата се прилага ratione materiae към предложенията за поглъщане, тоест към отношението между оферента и притежателите на ценни книжа в целевото дружество. Следователно тя не може да се прилага по презумпция към сделки, които не водят по никакъв начин до задължително предложение за поглъщане — обратното не би имало смисъл.

49. Следователно „обстоятелствата“, посочени в член 5, параграф 4, втора алинея от Директива 2004/25, включват само тези правни или фактически обстоятелства, *които показват ясна и пряка връзка с дадено задължително предложение за поглъщане*. Както предлага и италианското правителство в съдебното заседание, сделка, която по самата си същност се различава от сделката, довела до задължителното предложение за поглъщане, трябва в действителност да е необходима за осъществяването на поглъщането (sine qua non), за да може тя да се взема предвид в процедурата по коригиране на цената на това предложение.

50. Това не се променя от факта, че съгласно член 3, параграф 2 от Директива 2004/25 тя осигурява само частична хармонизация на правилата, свързани с предложенията за поглъщане. Държава членка не може официално да разреши на своя ННО да се отклони от член 5, параграф 4 от Директива 2004/25, като коригира цената на задължително предложение за поглъщане по начин, който, макар и от естество да гарантира засилена защита на миноритарните акционери, би довел до лишаване от полезно действие на ПНПЦ, като се допуска ННО да взема предвид сделки, които са извън компетентността на последния и/или извън приложното поле на Директивата**********.

********** Доклад на Групата на високо равнище от експерти в областта на дружественото право по въпроси, свързани с предложенията за поглъщане, Брюксел, 10 януари 2002 г., стр. 50.

********** Вж. в този смисъл решение от 15 октомври 2009 г., Audiolux и др. (C-101/08, EU:C:2009:626, т. 49).

********** Вж. по аналогия решение от 21 декември 2016 г., AGET Iraklis (C-201/15, EU:C:2016:972, т. 36 и 37).

б) Значение и проявление на израза „ясно определени“

51. Що се отнася до специфичното значение на израза „ясно определени“, и двете страни по главното производство се позовават на решение Periscopus**********, но по различни съображения. В това решение Съдът на ЕАСТ постановява, че е несъвместимо с член 5, параграф 4, втора алинея от Директива 2004/25 официално да се разрешава на ННО да се отклонява от ПНПЦ, когато е ясно, че тази цена не отразява пазарната, без да се предоставят допълнителни разяснения относно понятието „пазарна цена“. Решението обаче не урежда настоящия въпрос. Първо, спорът в главното производство не се отнася до това, че предложената цена очевидно е по-ниска от пазарната цена, а по-скоро до това, че тя е резултат от тайно споразумение, което по всяка вероятност представлява различно обстоятелство. Второ, разглежданата в настоящия случай италианска правна уредба не е така лаконична както разглежданата в това решение норвежка правна уредба. Накрая, това решение не е обвързващо за Съда.

52. Според мен изразът „ясно определени“ изисква предоставяното на ННО разрешение да коригират цената да е под формата на набор от писмени правила, които се публикуват предварително и са лесно достъпни за обществеността като цяло (наричани по-нататък „национални корективни правила“). Обстоятелството дали такива правила се приемат от публичноправен орган или от самия ННО, не е от значение, точно както не е от значение дали тези правила се приемат под формата на първично или вторично законодателство, стига да са обвързващи.

53. Не считам обаче, че е възможно от израза „ясно определени“ да се изведе изискване националните корективни правила да описват предварително, изчерпателно и в подробности всеки конкретен случай**********. По този въпрос съм съгласен с италианското правителство, че вместо да изброява поотделно и изчерпателно конкретните случаи, в които ННО е овластен да извърши коригиране на цената на задължително предложение за поглъщане, законодателят на Съюза е избрал да използва по-общия термин „обстоятелства“. Също така съм склонен да се съглася с Комисията, че член 5, параграф 4 от Директива 2004/25 не изключва възможността държавите членки да използват абстрактни правни понятия.

54. Въз основа на гореизложените съображения не се затруднявам да приема, че изразът „ясно определени“ позволява държава членка да приема национални корективни правила, които дават възможност на ННО да коригира цената на задължително предложение за поглъщане в случай на тайно споразумение, възприето *както в тесен, така и в широк смисъл*.

55. Във всички случаи запитващата юрисдикция, която е национален върховен съд, счита, че в италианското право обикновено се прилага тясното тълкуване на понятието „тайно споразумение“. Както вече бе отбелязано, не е задача на Съда да заема позиция по въпроса кое от двете тълкувания на разглежданата италианска правна уредба е правилното. Единственият въпрос, на който Съдът трябва да отговори, е дали изразът „ясно определени“ по смисъла на член 5, параграф 4 от Директива 2004/25 променя това положение, или по-точно казано с оглед на въпроса, по който се иска от Съда да се произнесе — дали той *изисква* подобно широко тълкуване.

56. Не мисля така.

********** Решение на Съда на ЕАСТ от 10 декември 2010 г., Periscopus c/y Oslo Børs и Erik Must (E-1/10, Доклад на Съда на ЕАСТ, 2009-10, стр. 200).

********** Вж. в този смисъл решение на Съда на ЕАСТ от 10 декември 2010 г., Periscopus c/y Oslo Børs и Erik Must (E-1/10, Доклад на Съда на ЕАСТ, 2009-10, стр. 200, точка 47).

57. Първо, да се възприеме това, би означавало член 5, параграф 4, втора алинея от Директива 2004/25 да се тълкува широко, противно на естеството на тази разпоредба като отклонение от ПНПЦ.

58. Второ, държавите членки могат да избират дали да упражнят правото си на преценка, предоставено им по силата на член 5, параграф 4, втора алинея от Директива 2004/25, и при необходимост да предвидят национални корективни правила за това в съответствие с принципа на процесуална автономия. По главното производство, при приемането на разглежданата италианска правна уредба е направен избор да се използва понятие, което според мен не е ново за италианското право, а именно понятието „тайно споразумение“. В това отношение изглежда пресилено приемането на широко тълкуване на понятието „тайно споразумение“ просто поради връзката му с Директивата, когато това не е така в хипотезите, които се отнасят изключително до националното право. Принципът на равностойност изисква само исковете, основани на правото на ЕС, да се третират по същия начин като исковете, основани на националното право, а не изисква преференциално третиране.

59. Трето, що се отнася по-конкретно до общия принцип на правната сигурност, на който се позовава запитващата юрисдикция в текста на преюдициалния си въпрос, една от основните цели на Директива 2004/25 е „да се внесе яснота, в рамките на Съюза, и прозрачност по отношение на правните въпроси, които трябва да се уредят в случай на предложения за поглъщане“ **********. Освен това както този принцип, така и необходимостта, съгласно член 288 ДФЕС, да се гарантира цялостното изпълнение на директивите от правна, а не само от фактическа гледна точка, изискват всички държави членки да възпроизведат правилата на Директивата в ясна, точна и прозрачна рамка, която предвижда задължителни правни разпоредби **********. Това задължение трябва да се прилага на още по-силно основание към националните корективни правила, които държавите членки приемат или запазват в съответствие с член 5, параграф 4 от Директивата.

60. Принципът на правна сигурност изисква по-специално да се прецени дали съответната правна мярка съдържа двусмисленост, която да попречи на правните субекти с достатъчна сигурност да отхвърлят евентуалните съмнения относно обхвата или смисъла на тази мярка **********. Същевременно, макар и Директива 2004/25 несъмнено да не е наказателноправен инструмент, който сам по себе си да изисква прилагането на конвенционални понятия от наказателното право и процедура, единствено фактът, че един оператор не може предварително да узнае с точност равнището или вида на санкциите, които могат да бъдат наложени във всеки конкретен случай за определено поведение, не може да представлява нарушение на принципа за законоустановеност на наказанията **********.

61. Все пак, макар споменатата в предходната точка съдебна практика по принцип да се отнася до възраженията от страна на частноправен субект, че правната уредба не е достатъчно ясна, за да предвиди правните последици от дадено поведение — което обикновено не е извинение (ignorantia iuris non excusat) — тя не разрешава достатъчно задоволително проблема в хипотезата, когато национален съд има съмнения как да тълкува собствените си правила (iura

********** Вж. съображение 3 от Директива 2004/25.

********** Вж. например решения от 15 март 1990 г., Комисия/Нидерландия (C-339/87, EU:C:1990:119, т. 6, 22 и 25) и от 14 януари 2010 г., Комисия/Чешка република (C-343/08, EU:C:2010:14, т. 40).

********** Вж. в този смисъл решение от 14 април 2005 г., Белгия/Комисия (C-110/03, EU:C:2005:223, т. 31).

********** Вж. в този смисъл решение от 18 юли 2013 г., Schindler Holding и др./Комисия (C-501/11 P, EU:C:2013:522, т. 58 и цитираната съдебна практика).

non novit curia). Ако като цяло в италианското право преобладаваше широкото тълкуване на понятието „тайно споразумение“, то обстоятелствата, свързани с коригиране на цената, биха били „ясно определени“. В акта за преюдициално запитване обаче се посочва, че в главното производство случаят не е такъв.

62. Точно в това се разкрива истинската същност на понятието „тайно споразумение“ по смисъла на член 5, параграф 4 от Директива 2004/25, който е просто израз на принципа на правната сигурност. В националните корективни правила могат, разбира се, да се използват неопределени понятия, които постепенно да бъдат доразвивани във времето чрез тълкуване от съдилищата на държавите членки. Съдържанието на тези понятия обаче не може да се променя драстично просто така, само защото даден ННО иска да ги приложи към нов набор от обстоятелства, които не са били обхванати от предходни тълкувания на тази разпоредба, като същевременно твърди, че са „ясно определени“ **********. Допускането на такъв произвол би застрашило целта на Директивата за осигуряване на яснота и прозрачност в рамките на Съюза, а не на последно място — и за икономическите оператори.

63. Показателен в това отношение е фактът, че съгласно посоченото от запитващата юрисдикция, ако не съществуваше Директива 2004/25, тя би уважила жалбите на MTP и Lauro 61. Всъщност съмнението на запитващата юрисдикция относно правилното тълкуване на собствените ѝ правила само по себе си е достатъчно показателно за това, че разглежданата италианска правна уредба не е „ясно определен[а]“ по смисъла на член 5, параграф 4 от Директивата, за да позволи широко тълкуване на понятието „тайно споразумение“ с цел отклонение от ПНПЦ.

64. Предвид гореизложеното считам, че член 5, параграф 4 от Директива 2004/25 не допуска прилагането на национална разпоредба, която овластява ННО в случай на тайно споразумение да увеличава цената на публично предложение за поглъщане, при редица обстоятелства, които, ако не се прилагаше тази директива, нямаше да бъдат квалифицирани по националното право като пример за тайно споразумение.

65. Следователно смятам, че не е необходимо да се изразява становище по въпроса дали продажбата на акциите на Pirelli — и по-специално последиците от споразумението на акционерите — показват ясна и пряка връзка със сделката, пораждаща задължението на Lauro 61 да направи публично предложение за поглъщане. Във всички случаи анализът, при който се изисква преценка на фактите и доказателствата, в последна сметка трябва да се извърши от запитващата юрисдикция.

IV. **Заключение** Предвид гореизложеното предлагам на Съда да отговори на поставения от Consiglio di Stato (Държавен съвет, Италия) преюдициален въпрос в смисъл, че при правилно прилагане на член 5, параграф 4 от Директива 2004/25/ЕО на Европейския парламент и на Съвета от 21 април 2004 година относно предложенията за поглъщане, изменена с Регламент (ЕО) № 219/2009 на Европейския парламент и на Съвета от 11 март 2009 година за адаптиране към Решение 1999/468/ЕО на Съвета на някои актове, за които се прилага процедурата, предвидена в член 251 от Договора, във връзка с процедурата по регулиране с контрол — Адаптиране към процедурата по регулиране с контрол — втора част, тази разпоредба не допуска прилагането на национална разпоредба, която овластява национален надзорен орган да коригира цената на публично предложение за поглъщане в случай на тайно споразумение, което, ако не се прилагаше тази директива, нямаше да бъде класифицирано по националното право като случай на тайно споразумение.

********** Вж. в този смисъл решение от 28 юни 2005 г., Dansk Rørindustri и др./Комисия (C-189/02 P, C-202/02 P, C-205/02 P—C-208/02 P и C-213/02 P, EU:C:2005:408, т. 217 и 218).