Zbiór Orzeczeń

OPINIA RZECZNIKA GENERALNEGO
NILSA WAHLA
przedstawiona w dniu 15 marca 2017 r.[1]

Sprawa C-206/16

Marco Tronchetti Provera SpA i in.
przeciwko
Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob)

[wniosek o wydanie orzeczenia w trybie prejudycjalnym złożony przez Consiglio di Stato (radę stanu, Włochy)]

Prawo spółek – Dyrektywa 2004/25/WE – Ochrona interesów akcjonariuszy mniejszościowych w odniesieniu do ofert przejęcia – Artykuł 5 ust. 4 – Wyrażenie „jasno ustalone" – Przepisy krajowe upoważniające organ nadzoru do dostosowania ceny proponowanej w ofercie przejęcia – Zmowa pomiędzy oferentem lub osobami działającymi z nim w porozumieniu a jednym lub kilkoma zbywcami

1. Niniejszy wniosek o wydanie orzeczenia w trybie prejudycjalnym dotyczy prawidłowej wykładni art. 5 ust. 4 dyrektywy 2004/25/WE[2]. Przepis ten pozwala państwom członkowskim na upoważnienie ich organu nadzoru w zakresie papierów wartościowych (zwanego dalej „organem nadzoru") do dostosowania ceny proponowanej w obligatoryjnej ofercie przejęcia, złożonej zgodnie z tą dyrektywą. Jednakże owa dyrektywa wymaga, aby środki takie były podejmowane w sposób, który jest „jasno ustalon[y]".

2. W postępowaniu głównym Consiglio di Stato (rada stanu, Włochy) powzięła wątpliwość, czy planowane stosowanie przepisów włoskich wdrażających tę dyrektywę, pozwalających Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (narodowej komisji ds. spółek i giełdy, zwanej dalej „Consob") – włoskiemu organowi nadzoru – na podwyższenie ceny oferowanej w obligatoryjnej ofercie przejęcia w przypadku zmowy, w okolicznościach takich jak w tym postępowaniu, może zostać uznane za „jasno ustalone" w rozumieniu art. 5 ust. 4 dyrektywy 2004/25.

3. Specyfika postępowania głównego polega na tym, że dostosowanie oferowanej ceny było wynikiem transakcji innej niż ta, która doprowadziła do obligatoryjnej oferty przejęcia. Ponadto nie zostało ustalone, czy wszystkie strony tej innej transakcji zamierzały działać w zmowie lub były świadome takiego ryzyka. Sprawa ta pozwoli zatem Trybunałowi na określenie granic uprawnienia państw członkowskich do upoważnienia ich organów nadzoru do wprowadzenia odstępstwa od „zasady najwyższej zapłaconej ceny" ustanowionej w art. 5 ust. 4 dyrektywy 2004/25.

1 Język postępowania: angielski.

2 Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia (Dz.U. 2004, L 142, s. 12), zmieniona rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) nr 219/2009 z dnia 11 marca 2009 r. dostosowującym do decyzji Rady 1999/468/WE niektóre akty podlegające procedurze, o której mowa w art. 251 traktatu, w zakresie procedury regulacyjnej połączonej z kontrolą – Dostosowanie do procedury regulacyjnej połączonej z kontrolą – Część druga (Dz.U. 2009, L 87, s. 109).

4. Jak wyjaśnię poniżej, art. 5 ust. 4 dyrektywy 2004/25 co do zasady pozwala państwom członkowskim na upoważnienie ich organów nadzoru do dostosowania ceny oferowanej w obligatoryjnej ofercie przejęcia w przypadku zmowy takiego rodzaju jak wspomniana w poprzednim punkcie. Jednakże przepis ów wyklucza stosowanie takiej zasady w okolicznościach, które – gdyby nie była stosowana dyrektywa – nie zostałyby zgodnie z prawem krajowym zakwalifikowane jako przypadek zmowy.

I. Ramy prawne

A. Dyrektywa 2004/25

5. Przewidziane w dyrektywie 2004/25 postępowanie w sprawie ofert przejęcia stosuje się, zgodnie z art. 1 tej dyrektywy, zatytułowanym „Zakres", „do ofert przejęcia dotyczących papierów wartościowych spółek podlegających prawom państw członkowskich w sytuacji, gdy wszystkie lub niektóre z tych papierów wartościowych są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym". Artykuł 2 ust. 1 lit. a) owej dyrektywy, zatytułowany „Definicje", określa „ofertę przejęcia" (lub „ofertę") jako „ofertę publiczną (inną niż dokonywana przez samą spółkę będącą przedmiotem oferty) złożoną posiadaczom papierów wartościowych spółki w celu nabycia wszystkich lub niektórych z tych papierów wartościowych, czy to z mocy prawa czy dobrowolnie, która następuje po lub ma na celu przejęcie kontroli nad spółką będącą przedmiotem oferty zgodnie z prawem krajowym".

6. Artykuł 3 dyrektywy 2004/25, zatytułowany „Zasady ogólne", stanowi:

„1. Do celów wykonania niniejszej dyrektywy państwa członkowskie zapewniają, że spełnione są następujące zasady:

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

b) posiadacze papierów wartościowych spółki będącej przedmiotem oferty muszą mieć wystarczający czas i informacje, które pozwolą im na podjęcie uzasadnionej okolicznościami decyzji w sprawie oferty […];

[…]

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

[…].

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

a) zapewniają, że minimalne wymagania wymienione w niniejszej dyrektywie są przestrzegane;

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

7. Artykuł 4 dyrektywy 2004/25, zatytułowany „Organ nadzoru i prawo właściwe”, wyznacza w ust. 2 właściwe organy nadzoru w odniesieniu do przejęcia. W szczególności przepis ten w lit. a) stanowi, że „[o]rganem właściwym do nadzoru nad ofertami jest organ państwa członkowskiego, w którym swoją siedzibę statutową ma spółka będąca przedmiotem oferty, jeżeli papiery wartościowe tej spółki są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym w tym państwie członkowskim”.

8. Artykuł 4 ust. 5 dyrektywy 2004/25 stanowi:

„Organy nadzoru posiadają wszelkie uprawnienia niezbędne do wykonywania swoich obowiązków, w tym czuwania nad przestrzeganiem przez strony oferty przepisów ustanowionych lub wprowadzonych na mocy niniejszej dyrektywy.

Pod warunkiem że zasady ogólne ustalone w art. 3 ust. 1 są przestrzegane, państwa członkowskie mogą przewidzieć w przepisach ustanowionych lub wprowadzonych na mocy niniejszej dyrektywy odstępstwa od ich stosowania:

i) poprzez ustanowienie takich odstępstw w swoich przepisach krajowych, w celu wzięcia pod uwagę okoliczności określonych na szczeblu krajowym

[lub]

ii) poprzez przyznanie organom nadzoru, tam gdzie są one właściwe, uprawnień do uchylenia takich przepisów krajowych w celu wzięcia pod uwagę okoliczności, o których mowa w [ppkt (i)], lub w innych szczególnych okolicznościach, w którym to przypadku należy wydać uzasadnioną decyzję”.

9. Artykuł 5 dyrektywy 2004/25, zatytułowany „Ochrona akcjonariuszy mniejszościowych, obowiązkowa oferta i uczciwa cena”, stanowi:

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

[…]

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

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

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

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

[…]”.

B. Prawo włoskie

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 (dekret ustawodawczy nr 58 z dnia 24 lutego 1998 r. konsolidujący wszystkie przepisy o pośrednictwie finansowym w rozumieniu art. 8 i 21 ustawy nr 52 z dnia 6 lutego 1996 r.)[3], w brzmieniu po zmianach (zwany dalej „dekretem ustawodawczym nr 58/1998”), zawiera przepisy transponujące dyrektywę 2004/25. Artykuł 106 tego dekretu, zatytułowany „Całościowa oferta przejęcia”, stanowi:

„3. Consob reguluje sytuacje, w których:

d) oferta, w oparciu o uzasadnione decyzje Consob, jest składana po cenie wyższej niż najwyższa cena zapłacona, pod warunkiem że jest to konieczne dla ochrony inwestorów i zachodzi przynajmniej jedna z następujących okoliczności:

[…]

(2) miała miejsce zmowa pomiędzy oferentem lub osobami działającymi z nim w porozumieniu a jednym lub kilkoma zbywcami”.

11. Decyzją z dnia 14 maja 1999 r. Consob przyjął Regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti (rozporządzenie wykonawcze do dekretu ustawodawczego nr 58 z dnia 24 lutego 1998 r. w przedmiocie uregulowania dotyczącego emitentów)[4], ze zmianami (zwane dalej „rozporządzeniem wykonawczym”). Artykuł 47g, zatytułowany „Zwiększenie ceny w przypadku zmowy”, stanowi:

„1. Cena oferty, na mocy art. 106 ust. 3 lit. d) pkt 2 [dekretu ustawodawczego nr 58/1998], jest podwyższana przez Consob, w sytuacji gdy z potwierdzonej zmowy pomiędzy oferentem lub osobami działającymi z nim w porozumieniu a jednym lub kilkoma zbywcami wynika wyższe wynagrodzenia niż wskazane przez oferenta. W takim przypadku cena oferty jest równa cenie ustalonej”.

II. Okoliczności faktyczne, postępowanie i pytanie prejudycjalne

12. W dniu 17 maja 2013 r. spółka Marco Tronchetti Provera SpA (zwana dalej „MTP” lub „spółką MTP”), w której akcjonariuszem jest Marco Tronchetti Provera, za pośrednictwem kontrolowanych przez siebie spółek wraz z innymi utworzyła spółkę o nazwie Lauro Sessantuno SpA (zwaną dalej „spółką Lauro 61”).

3 GURI seria ogólna nr 71 z dnia 26 marca 1998 r. – dodatek zwyczajny nr 52.

4 GURI seria ogólna nr 123 z dnia 28 maja 1999 r. – dodatek zwyczajny nr 100.

13. W dniu 5 czerwca 2013 r. spółka Lauro 61 poinformowała rynek o złożeniu oferty przejęcia całości akcji Camfin SpA po cenie jednostkowej 0,80 EUR za akcję, ustalonej w prawie włoskim na podstawie cen rynkowych tej akcji w ostatnich 12 miesiącach.

14. W momencie złożenia obligatoryjnej oferty przejęcia Camfin posiadał bezpośrednio lub pośrednio 26,19% akcji w spółce Pirelli & C. SpA (zwanej dalej „Pirellim"). Niektórzy akcjonariusze Pirellego, w tym między innymi Malacalza Investimenti srl (zwana dalej „MCI" lub „spółką MCI"), MTP, Camfin, Allianz SpA i Fondiaria SAI SpA (zwana dalej „FonSai" lub „spółką FonSai"), wcześniej zawarli umowę ograniczającą zbywanie akcji typu lock-up (zwaną dalej „porozumieniem Pirelli").

15. Spółka MCI, również będąca akcjonariuszem Camfinu, przystąpiła do oferty spółki Lauro 61, przenosząc na spółkę Lauro 61 12,37% kapitału zakładowego Camfinu po wyżej wskazanej cenie.

16. Również w dniu 5 czerwca 2013 r. rynek został poinformowany, że (i) spółka Lauro 61 rozwiązała istniejące umowy z MTP i MCI dotyczące Camfinu; (ii) spółka MCI sprzedała swoje akcje w Camfinie; (iii) spółka MCI nabyła pakiet akcji równy 6,98% kapitału zakładowego Pirellego od spółek Allianz SpA i FonSai po cenie 7,80 EUR za akcję; i (iv) strony porozumienia Pirelli – zarządzanego przez M. Tronchettiego Proverę – upoważniły spółki Allianz i FonSai do uwolnienia od tego porozumienia wszystkich lub części posiadanych przez nie akcji objętych owym porozumieniem (zwanych dalej „akcjami Pirelli").

17. Przejęcie zakończyło się w dniu 11 października 2013 r., po tym, jak spółka Lauro 61 nabyła najpierw 95,95% kapitału zakładowego Camfinu, a następnie skorzystała z przysługującego jej prawa do nabycia pozostałych akcji, stając się w ten sposób jedynym właścicielem całego kapitału Camfinu, którego akcje zostały następnie wycofane z giełdy (tzw. delisting).

18. Na wniosek niektórych mniejszościowych akcjonariuszy Camfinu Consob w dniu 12 września 2013 r. wszczął postępowanie w przedmiocie podwyższenia ceny przedmiotowej oferty przejęcia.

19. Stwierdziwszy, że takie wymiany w istocie umożliwiły spółce MCI otrzymanie za sprzedaż akcji Camfinu wyższego o 0,80 EUR za akcję wynagrodzenia ogółem, Consob uznał, że zaistniała zmowa, i decyzją nr 18662 z dnia 25 września 2013 r. (zwaną dalej „zaskarżoną decyzją") podwyższył o 0,03 EUR cenę jednostkową za akcję, ustalając ją na 0,83 EUR [5]. Zgodność z prawem tej decyzji została następnie potwierdzona czterema wyrokami Tribunale amministrativo regionale per il Lazio (regionalnego sądu administracyjnego dla regionu Lacjum) w dniu 19 marca 2014 r.

20. Te cztery wyroki stanowią obecnie przedmiot zaskarżenia przed sądem odsyłającym. W związku z tym sąd odsyłający stwierdza, że pojęcie „zmowy" pojawia się w różnych miejscach we włoskim ustawodawstwie. Chociaż konkretne znaczenie tego pojęcia nie jest stałe, zakłada ono istnienie nielegalnego i oszukańczego porozumienia na szkodę osób trzecich, zawieranego celem obejścia bezwzględnie obowiązujących przepisów prawa, przy czym po stronie wszystkich uczestników porozumienia istnieje element zamiaru. W tym względzie spółki Allianz i FonSai nie uczestniczyły w takim porozumieniu. Zatem jeśli zastosujemy taką interpretację pojęcia „zmowy", odwołania wniesione między innymi przez spółki MTP i Lauro 61 powinny zostać uznane za dopuszczalne.

5 Ta wyższa cena została uzyskana w wyniku obliczenia polegającego na podzieleniu kwoty 6,6 mln EUR – która zdaniem Consob miała stanowić korzyść uzyskaną przez MCI w odniesieniu do niższej ceny zapłaconej za akcje Pirelli – przez akcje Camfinu zakupione przez spółkę Lauro 61. Tak wyznaczona nowa cena wiązała się dla spółki Lauro 61 z wydatkiem wyższym ogółem o około 8,5 mln EUR.

21. Jednakże sąd odsyłający stwierdza dalej, że pojęcie „zmowy” może wymagać innej interpretacji ze względu między innymi na szczególny charakter rozpatrywanego działu prawa i charakter uprawnień regulacyjnych przysługujących Consob. Tym niemniej taka interpretacja mogłaby spowodować wątpliwości co do pewności prawa, gdyż podmioty gospodarcze nie mogłyby przewidzieć, jak powinny postępować przed wydaniem oferty przejęcia. Sąd krajowy powziął zatem wątpliwość co do właściwej wykładni art. 3 ust. 1 i art. 5 ust. 4 dyrektywy 2004/25, wobec czego postanowił zawiesić postępowanie i zwrócić się do Trybunału z następującym pytaniem prejudycjalnym:

„Czy prawidłowemu zastosowaniu art. 5 ust. 4 akapit drugi [dyrektywy 2004/25], w świetle ogólnych zasad ustanowionych w art. 3 ust. 1 tej samej dyrektywy, jak również prawidłowemu zastosowaniu przyjętych w prawie Unii ogólnych zasad dotyczących pewności prawa, ochrony uzasadnionych oczekiwań, proporcjonalności, racjonalności, przejrzystości i niedyskryminacji stoi na przeszkodzie uregulowanie prawa krajowego, takie jak zawarte w art. 106 ust. 3 lit. d) pkt 2 [dekretu ustawodawczego nr 58 z dnia 24 lutego 1998 r.], ze zmianami, i w art. 47g [rozporządzenia wykonawczego], ze zmianami, w zakresie, w jakim przywołane przepisy upoważniają Consob do podwyższenia oferty przejęcia, o którym mowa we wspomnianym art. 106, w sytuacji kiedy »miała miejsce zmowa pomiędzy oferentem lub osobami działającymi z nim w porozumieniu a jednym lub kilkoma zbywcami«, bez określenia konkretnych zachowań, które stanowią taki przypadek, a zatem bez wyraźnego wskazania okoliczności i kryteriów, przy wystąpieniu których Consob jest uprawniony do skorygowania ceny oferty przejęcia poprzez jej podwyższenie?”.

III. Analiza

A. Uwagi wstępne

22. O wykładnię art. 5 ust. 4 dyrektywy 2004/25 zwrócono się do Trybunału po raz pierwszy. Jest to także zaledwie drugi przypadek, gdy Trybunał udzieli wskazówek dotyczących przepisów tego aktu prawnego [6]. Co więcej, już po zapadnięciu decyzji Consiglio di Stato (rady stanu) o przedłożeniu pytania prejudycjalnego Trybunałowi Tribunale amministrativo regionale per il Lazio (regionalny sąd administracyjny dla regionu Lacjum) postanowił także przedłożyć Trybunałowi pięć pytań prejudycjalnych dotyczących wykładni art. 5 ust. 4 dyrektywy 2004/25 [7].

23. W istocie, sąd odsyłający pyta, czy utrzymanie interpretacji pojęcia „zmowy” w takim znaczeniu jak użyte w art. 106 ust. 3 lit. d) pkt 2 dekretu ustawodawczego nr 58 z dnia 24 lutego 1998 r. i art. 47g rozporządzenia wykonawczego (zwanych łącznie „rozpatrywanymi przepisami prawa włoskiego”), jako niewymagającego wskazania konkretnych zachowań, które stanowią taki przypadek, jest dopuszczalne w świetle art. 5 ust. 4 dyrektywy 2004/25 w związku z art. 3 ust. 1 tej dyrektywy i z pewnymi zasadami ogólnymi, w szczególności zasadą pewności prawa.

24. Z odesłania prejudycjalnego wynika, że sąd odsyłający zakłada dwie możliwe interpretacje pojęcia „zmowy”: z jednej strony rozumienie wąskie, które wymaga, aby zawarte porozumienie było nielegalne i oszukańcze, zawierane na szkodę osób trzecich i by obchodziło bezwzględnie obowiązujące przepisy prawa, i które przyjmuje istnienie elementu zamiaru ze strony wszystkich uczestników porozumienia (zwane dalej „wąskim rozumieniem”), a z drugiej strony szerokie rozumienie pojęcia „zmowy”, zgodnie z którym porozumienie może obejmować elementy pozostające poza rzeczywistą transakcją prowadzącą do obligatoryjnej oferty przejęcia i które niekoniecznie wymaga istnienia elementu zamiaru ze strony wszystkich uczestników porozumienia (zwane dalej „szerokim rozumieniem”).

6 Zobacz wyrok z dnia 15 października 2009 r., Audiolux i in., C-101/08, EU:C:2009:626, w szczególności pkt 47–51.

7 Sprawy: Amber Capital Italia i Amber Capital UK, C-654/16; Hitachi Rail Italy Investments, C-655/16; Finmeccanica, C-656/16; Bluebell Partners Limited, C-657/16; Elliot International i in., C-658/16, zawisłe przed Trybunałem.

25. Sąd odsyłający wskazuje, że ze względu na to, że spółki Allianz i FonSai nie miały zamiaru uczestniczyć w nielegalnym i oszukańczym porozumieniu, wąskie rozumienie pojęcia „zmowy" nie pozwalałoby na dokonanie dostosowania ceny tak, jak uczynił to Consob. Zdaniem sądu odsyłającego odpowiedź na przedłożone pytanie będzie miała zatem decydujące znaczenie dla ceny, jaką zobowiązana była zaoferować spółka Lauro 61 zgodnie z art. 5 dyrektywy 2004/25 za akcje Camfinu przy przejmowaniu tej spółki.

26. Na tym wstępnym etapie pragnę szczególnie podkreślić pewną kwestię o szczególnej wadze dla niniejszej sprawy.

27. Mówiąc skrótowo: zadaniem Trybunału nie jest określanie tego, jak należy interpretować pojęcie „zmowy" użyte w rozpatrywanych przepisach prawa włoskiego. W szczególności zadaniem Trybunału nie jest dokonanie wyboru pomiędzy dwiema przytoczonymi wykładniami. Jurysdykcja w tym zakresie należy zgodnie z prawem do sądu odsyłającego [8]. Do sądu odsyłającego należy decyzja, które rozumienie tego pojęcia – wąskie czy szerokie – jest słuszne.

28. Wobec powyższego Trybunał – w celu udzielenia sądowi odsyłającemu pomocy w rozstrzygnięciu zawisłego przed nim sporu – może i powinien dokonać wykładni prawa Unii, które w tym przypadku obejmuje przede wszystkim art. 5 ust. 4 dyrektywy 2004/25, a w szczególności prawidłowe rozumienie wyrażenia „jasno ustalone". Chociaż wyrażenie to użyte jest w odniesieniu do środków podejmowanych przez państwa członkowskie, art. 5 ust. 4 tej dyrektywy nie pozostawia jego definicji prawu krajowemu. Zatem jako autonomiczne pojęcie prawa Unii musi ono podlegać jednolitej wykładni.

29. Jednakże aby przejść do użytecznej dla sądu odsyłającego wykładni art. 5 ust. 4 dyrektywy 2004/25, warto przypomnieć, że sąd ten wykluczył już możliwość, aby wąskie rozumienie pojęcia „zmowy" mogło uzasadniać utrzymanie w mocy zaskarżonych wyroków, a w konsekwencji – także zaskarżonej decyzji. Zatem Trybunałowi pozostaje do rozważenia, czy szerokie rozumienie pojęcia „zmowy" może zostać uznane za „jasno ustalone" w rozumieniu art. 5 ust. 4 dyrektywy 2004/25, a więc to na tej wykładni Trybunał musi się skoncentrować.

B. Ocena pytania prejudycjalnego

1. Artykuł 5 ust. 4 dyrektywy 2004/25: uwagi wstępne

30. Podczas gdy art. 5 ust. 1 dyrektywy 2004/25 określa warunki, których spełnienie powoduje, że osoba fizyczna lub prawna po osiągnięciu progu określonego w prawie krajowym ma obowiązek złożenia obligatoryjnej oferty dotyczącej pozostałych papierów wartościowych przejmowanej spółki, art. 5 ust. 4 reguluje cenę dla tej oferty.

31. Artykuł 5 ust. 4 akapit pierwszy dyrektywy 2004/25 co do zasady definiuje tę cenę w sposób szczególnie jasny. Jest to po prostu najwyższa cena zapłacona przez oferenta (lub przez osoby działające z nim w porozumieniu) w okresie ustalonym przez państwa członkowskie, nie krótszym niż sześć miesięcy i nie dłuższym niż rok (zwana dalej „najwyższą zapłaconą ceną"). Co więcej, zgodnie z ową dyrektywą cena ta jest określana jako godziwa. Wyjaśnienie tego wydaje się oczywiste, gdyż najwyższa zapłacona cena jednoznacznie określa cenę ofertową w sposób przejrzysty i przewidywalny.

8 Podobnie, pytanie, w drodze którego sąd krajowy pyta Trybunał, czy może lub powinien on interpretować prawo krajowe w sposób najbardziej zgodny z prawem Unii, pozostaje kwestią wykładni prawa krajowego i jako takie jest niedopuszczalne: zob. wyrok z dnia 27 lutego 2014 r., Pohotovosť, C-470/12, EU:C:2014:101, pkt 58–61.

32. Jednakże zgodnie z art. 5 ust. 4 akapit drugi dyrektywy 2004/25 państwa członkowskie mogą pod pewnymi warunkami upoważnić swoje organy nadzoru do dostosowania ceny. Brzmienie tego przepisu odnosi się do (i) *okoliczności* związanych z ofertą przejęcia i (ii) *kryteriów* stosowanych w przypadkach dostosowania ceny. Państwa członkowskie są przy tym zobowiązane do przestrzegania ogólnych zasad określonych w art. 3 ust. 1, a odpowiednie okoliczności i kryteria musza być „jasno ustalone".

33. Moim zdaniem z powyższego całkiem jasno wynika, że art. 5 ust. 4 akapit drugi dyrektywy 2004/25 określa *kiedy, dlaczego i w jaki sposób* państwa członkowskie mogą upoważnić swoje organy nadzoru do podjęcia działań w odniesieniu do oferty przejęcia, gdy najwyższa zapłacona cena nie odzwierciedla w pełni godziwej ceny[9]. Jak wyjaśnię poniżej, mogą być przy tym brane pod uwagę jedynie te okoliczności, które związane są *w sposób jasny i bezpośredni* z transakcją prowadzącą do obligatoryjnej oferty przejęcia.

34. Przedstawię teraz bardziej szczegółową analizę art. 5 ust. 4 akapit drugi dyrektywy 2004/25, który jest przedmiotem postępowania głównego. Jakie zawarto w nim wymogi i co konkretnie należy rozumieć przez „jasno ustalone"?

2. Paradygmat: zakres uznania państw członkowskich

35. Już na pierwszy rzut oka widać, że art. 5 ust. 4 akapit dugi dyrektywy 2004/25 zawiera listę, moim zdaniem niewyczerpującą, przykładów, na których mogą oprzeć się państwa członkowskie, jeśli zdecydują się upoważnić swoje organy nadzoru do dostosowania ceny.

36. Inną kwestią, która wydaje się oczywista, jest to, że „okoliczności", mogące prowadzić do dostosowania ceny, o których mowa w art. 5 ust. 4 dyrektywy 2004/25, analitycznie rzecz ujmując, znajdują się powyżej „kryteriów" stosowanych w przypadku dostosowania.

37. Poza tym art. 5 ust. 4 akapit drugi dyrektywy 2004/25 sam w sobie nie zawiera wiele treści.

38. Jeszcze jedna rzeczą, która wydaje się w znacznym stopniu pewna, jest przyznanie państwom członkowskim przez art. 5 ust. 4 akapit drugi dyrektywy 2004/25 zakresu uznania w odniesieniu do upoważnienia ich organów nadzoru do dostosowania ceny[10]. Pogląd taki znajduje poparcie w genezie tego przepisu[11] oraz w jego kontekście. Zgodnie z art. 3 ust. 2 tej dyrektywy określa ona jedynie minimalne wymagania[12], co oznacza, że państwa członkowskie mogą przyjąć surowsze warunki i przepisy regulujące oferty. Podobnie, art. 4 ust. 5 dyrektywy 2004/25 wydaje się udzielać państwom członkowskim szerokiego uprawnienia do wprowadzenia zasadniczo odstępstw od tej dyrektywy.

9 Zobacz w tym zakresie Raport grupy ekspertów wysokiego szczebla ds. prawa spółek dotyczący kwestii związanych z ofertami przejęcia, Bruksela, 10 stycznia 2002 r., s. 50.

10 Zobacz podobnie L. Enriques, The Mandatory Bid Rule in the Takeover Directive: Harmonization Without Foundation?, *European Company and Financial Law Review*, Issue 4, 2004, s. 440, na s. 446, który stwierdza, że „ze szczególnym uwzględnieniem godziwej ceny, państwom członkowskim i ich organom nadzoru przysługiwać będzie szeroki zakres uznania przy określaniu okoliczności i kryteriów uzasadniających obniżkę".

11 W przeciwieństwie do wniosku Komisji dotyczącego dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie ofert przejęcia, COM(2002) 534 wersja ostateczna (Dz.U. 2003, C 45 E, s. 1), art. 5 ust. 4 akapit drugi dyrektywy 2004/25 nie stanowi, że państwa członkowskie „sporządzają", lecz że „mogą" one sporządzić wykaz okoliczności, w których najwyższa cena może być dostosowana.

12 Zgodnie z motywem 25 dyrektywy 2004/25 jej celem jest „ustalenie minimalnych wytycznych co do postępowania w przypadkach ofert przejęcia i zapewnienie odpowiedniego poziomu ochrony dla posiadaczy papierów wartościowych w całej [Unii]".

39. Warto zwrócić uwagę, że dyrektywa 2004/25 była w znacznym stopniu wynikiem kompromisu pomiędzy Parlamentem Europejskim a Radą [13]. Po osiągnięciu tego kompromisu Komisja, która już od 1985 r. sugerowała ustanowienie wspólnych przepisów proceduralnych regulujących zmiany własności akcji [14] i która bezskutecznie przedstawiła prawodawcy Unii kilka wniosków legislacyjnych w tym zakresie [15], wydała oświadczenie, które miało zostać umieszczone w protokole Rady, wyrażające ubolewanie, że ostatecznie przyjęty tekst nie był jej zdaniem wystarczająco ambitny oraz że kluczowe elementy znalazły się w nim jak opcjonalne [16]. Przedstawiona tu geneza legislacyjna z całą pewnością ma znaczenie dla wykładni dyrektywy 2004/25.

40. Pomimo to zakres uznania przyznany państwom członkowskim na podstawie art. 5 ust. 4 dyrektywy 2004/25 nie jest nieograniczony [17].

3. Ograniczenie zakresu uznania państw członkowskich

a) Zasady podstawowe

41. Po pierwsze, podstawową zasadą pozostaje najwyższa zapłacona cena. Zasada ta jest logiczna: skuteczne funkcjonowanie rynków kapitałowych w Unii wymaga dostatecznego stopnia przewidywalności wynagrodzenia oferowanego w obligatoryjnej ofercie. W tym względzie najwyższa zapłacona cena przedstawia podwójną korzyść, pozwalając mniejszościowym akcjonariuszom w pełni korzystać z premii płaconej przez nabywcę w każdym czasie w rozważanym okresie, jednocześnie dając oferentowi pewność, że w obligatoryjnej ofercie nie będzie on musiał zapłacić więcej niż planował w okresie poprzedzającym, tym samym pozwalając mu na samodzielne określenie, za jaką maksymalną cenę jest gotowy nabyć wszystkie akcje spółki [18]. Zatem ze strukturalnego punktu widzenia zasada ta powinna być interpretowana szeroko. I odwrotnie – możliwość odstąpienia od niej powinna być ograniczona do tego, co niezbędne [19]. Co więcej, wszelkie próby odstąpienia od stosowania zasady najwyższej zapłaconej ceny i wynikającej z niej podwójnej gwarancji muszą być oparte na istotnych racjach oraz muszą być odpowiednio uzasadnione zgodnie z art. 5 ust. 4 akapit trzeci dyrektywy.

42. Po drugie, państwa członkowskie przy korzystaniu z przysługującego im zakresu uznania muszą przestrzegać zasad określonych w art. 3 ust. 1 tej dyrektywy. Są to zasady przewodnie dla stosowania wspomnianej dyrektywy przez państwa członkowskie [20].

13 Zobacz między innymi sprawozdanie z dnia 8 grudnia 2003 r. w sprawie wniosku dotyczącego dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie ofert przejęcia – Komisja Prawna i Rynku Wewnętrznego Parlamentu Europejskiego, A5 0469/2003 wersja ostateczna, s. 18, por. s. 6, i dokument Rady nr 16116/03 z dnia 16 grudnia 2003 r. dotyczący wniosku dotyczącego dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie ofert przejęcia, pkt II [dokument międzyinstytucjonalny nr 2002/0240 (COD)].

14 Biała księga Komisji dla Rady Europejskiej z dnia 14 czerwca 1985 r. w sprawie wprowadzenia rynku wewnętrznego [COM(85) 310 wersja ostateczna], pkt 139 i nast.

15 Zobacz wniosek Komisji z dnia 19 stycznia 1989 r. dotyczący trzynastej dyrektywy Rady w sprawie prawa spółek dotyczącego ofert przejęcia i innych ofert ogólnych [COM(88) 823 wersja ostateczna, Dz.U. 1989, C 64, s. 8] i wniosek Komisji z dnia 7 lutego 1996 r. w sprawie trzynastej dyrektywy Rady w sprawie prawa spółek dotyczącego ofert przejęcia [COM(95) 655 wersja ostateczna, Dz.U. 1996, C 162, s. 5].

16 Zobacz oświadczenie Komisji w dokumencie Rady nr 7088/04 z dnia 12 marca 2004 r. dotyczącym przyjęcia dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie ofert przejęcia, pkt 2 [dokument międzyinstytucjonalny nr 2002/0240 (COD)].

17 Motyw 6 dyrektywy 2004/25 stanowi, że „[a]by regulacja przejęć była skuteczna, powinna ona być elastyczna i przystosowana do uwzględniania nowych okoliczności w miarę ich powstawania i dlatego powinna dopuszczać możliwość wyjątków i odstępstw. *Jednakże w stosowaniu wszelkich przepisów lub ustanowionych wyjątków albo przy przyznawaniu jakichkolwiek odstępstw organy nadzoru powinny przestrzegać pewnych zasad ogólnych*" (wyróżnienie moje).

18 Zobacz Raport grupy ekspertów wysokiego szczebla ds. prawa spółek dotyczący kwestii związanych z ofertami, Bruksela, 10 stycznia 2002 r., s. 49, 50.

19 W odniesieniu do restrykcyjnego stanowiska wobec zakresu uznania krajowych organów nadzoru co do odstąpienia od najwyższej zapłaconej ceny zob. T. Papadopoulos, The European Union Directive on Takeover Bids: Directive 2004/25/EC, *International and Comparative Law Journal*, Volume 6, Issue 3, s. 13, na s. 30, 31, który twierdzi, że szeroki zakres swobody uznania w odniesieniu do dostosowania ceny w ofercie przejęcia byłby niezgodny z ogólną zasadą określoną w art. 3 ust. 1 lit. a) dyrektywy 2004/25 (dostosowanie ceny w dół bez odpowiedniego uzasadnienia mogłoby naruszać zasadę równego traktowania akcjonariuszy) oraz art. 49 TFUE (dostosowanie ceny w górę bez odpowiedniego uzasadnienia mogłoby zniechęcić oferentów).

20 Zobacz wyrok z dnia 15 października 2009 r., Audiolux i in., C-101/08, EU:C:2009:626, pkt 51.

43. Jednakże w zakresie, w jakim ma to znaczenie dla postępowania głównego, nie powstaje zagrożenie dla tych zasad. W szczególności nie widzę tu naruszenia praw procesowych czy równego traktowania akcjonariuszy Camfinu: rozpatrywane przepisy prawa włoskiego mogą w rzeczywistości uzasadniać jedynie dostosowanie ceny *w górę* w przypadku zmowy[21].

44. Co więcej, żadna z tych ogólnych zasad nie odnosi się wyraźnie do celu polegającego na zapewnieniu oferentowi lub ogółowi społeczeństwa przewidywalności – to jednakże wynika z motywów dyrektywy 2004/25, do czego powrócę w pkt 59 poniżej.

45. Artykuł 3 ust. 1 lit. d) dyrektywy 2004/25 odnosi się natomiast do ogólnej zasady, zgodnie z którą nie mogą być tworzone fałszywe rynki papierów wartościowych spółki będącej przedmiotem oferty oferenta ani żadnej innej spółki, której oferta dotyczy, w taki sposób, że wzrost lub spadek ceny danych papierów wartościowych staje się sztuczny i przez to normalne funkcjonowanie rynku papierów wartościowych ulega zniekształceniu. Ta ogólna zasada wyraźnie zatem przemawia za stanowiskiem, że państwo członkowskie może upoważnić swoje organy nadzoru do dostosowania ceny proponowanej w ofercie przejęcia w przypadku zmowy w wąskim rozumieniu tego pojęcia. Potwierdza to sposób sformułowania art. 5 ust. 4 dyrektywy 2004/25, który w szczególny sposób przewiduje okoliczności, „gdy najwyższa cena została ustalona w umowie między podmiotem kupującym i sprzedającym" lub „gdy cena rynkowa tych papierów wartościowych była manipulowana".

46. Jeżeli natomiast chodzi o wskazane przez sąd odsyłający szerokie rozumienie pojęcia „zmowy", zasady ogólne nie mają tak rozstrzygającego charakteru. Na pewno jednak nie stoją na przeszkodzie takiemu rozumieniu.

47. Wręcz przeciwnie, grupa ekspertów wysokiego szczebla ds. prawa spółek specjalizująca się w kwestiach dotyczących ofert przejęcia odniosła się w swoich rekomendacjach, które stanowią część genezy art. 5 ust. 4 dyrektywy 2004/25, do pojęcia „zmowy" jako „porozumienia ze sprzedającym mającego na celu obejście zasady najwyższej zapłaconej ceny"[22]. Ta definicja, która jednoznacznie skupia się na zbywcy, wydaje się dostatecznie pojemna, aby obejmować „zmowę" w wąskim i szerokim rozumieniu. Poza tym brzmienie art. 5 ust. 4 dyrektywy 2004/25 nie odnosi się ani bezpośrednio, ani w sposób dorozumiany do wymogu świadomości czy zamiaru.

48. Po trzecie, zakres uznania państw członkowskich w odniesieniu do upoważnienia organów nadzoru do dostosowania ceny jest ograniczony z bardziej ogólnych przyczyn: oprócz tego, że przy podejmowaniu decyzji o dostosowaniu ceny oferty organy nadzoru muszą działać w zakresie swoich uprawnień określonych w art. 4 dyrektywy 2004/25, z orzecznictwa wynika, iż dyrektywy tej nie stosuje się do sytuacji pozostających poza jej zakresem[23]. Innymi słowy, dyrektywa ma zastosowanie ratione materiae do ofert przejęcia, czyli stosunku pomiędzy oferentem a posiadaczami papierów wartościowych w przejmowanej spółce. Nie można zatem przyjmować domniemania stosowania tej dyrektywy wobec transakcji niemających nic wspólnego z uruchomieniem obligatoryjnej oferty przejęcia; przyjęcie przeciwnego poglądu wiązałoby się z nieuzasadnionymi subwencjami.

49. Zatem „okoliczności", o których mowa w art. 5 ust. 4 akapit drugi dyrektywy 2004/25, obejmują tylko te okoliczności faktyczne i prawne, *które mają jasny i bezpośredni związek z daną obligatoryjną ofertą przejęcia*. Jak zwrócił również uwagę rząd włoski podczas rozprawy, transakcja, która na pierwszy rzut oka różni się od prowadzącej do powstania obligatoryjnej oferty przejęcia, musi rzeczywiście być niezbędna w operacji przejęcia (sine qua non), jeżeli ma być brana pod uwagę przy dostosowaniu ceny tej oferty.

21 Z drugiej strony Trybunał stwierdził, że ogólna zasada równego traktowania akcjonariuszy, zawarta w art. 3 ust. 1 lit. a) dyrektywy 2004/25, nie wymaga interpretowania przepisów krajowych w sposób, który byłby zawsze najbardziej korzystny dla akcjonariuszy mniejszościowych danej spółki: zob. w tym względzie wyrok z dnia 15 października 2009 r., Audiolux i in., C-101/08, EU:C:2009:626, pkt 47–52.

22 Raport grupy ekspertów wysokiego szczebla ds. prawa spółek dotyczący kwestii związanych z ofertami, Bruksela, 10 stycznia 2002 r., s. 50.

23 Zobacz w tym względzie wyrok z dnia 15 października 2009 r., Audiolux i in., C-101/08, EU:C:2009:626, pkt 49.

50. Nie zmienia tego fakt, że zgodnie z art. 3 ust. 2 dyrektywy 2004/25 dyrektywa tylko częściowo harmonizuje przepisy dotyczące ofert przejęcia. Państwo członkowskie nie może upoważnić swoich organów nadzoru do odstąpienia od art. 5 ust. 4 dyrektywy 2004/25 poprzez dostosowanie ceny w obligatoryjnej ofercie przejęcia w sposób, który choć będzie zwiększał ochronę akcjonariuszy mniejszościowych, spowoduje jednak pozbawienie zasady najwyższej zapłaconej ceny skuteczności poprzez pozwolenie krajowym organom nadzoru na uwzględnienie transakcji pozostających poza zakresem ich właściwości rzeczowej lub zakresem dyrektywy [24].

b) Znaczenie i skutek wyrażenia „jasno ustalone”

51. Co do konkretnego znaczenia wyrażenia „jasno ustalone” obie strony postępowania głównego odwołują się dla uzasadnienia swoich twierdzeń do wyroku w sprawie Periscopus [25]. W wyroku tym Trybunał EFTA stwierdził, że niezgodne z art. 5 ust. 4 akapit drugi dyrektywy 2004/25 jest upoważnienie organów nadzoru do odstąpienia od zasady najwyższej zapłaconej ceny, w przypadku gdy cena w sposób oczywisty nie stanowi odzwierciedlenia ceny rynkowej, bez udzielenia dodatkowych wyjaśnień pojęcia „ceny rynkowej”. Jednakże wyrok ten nie wyjaśnia problemu rozważanego w niniejszej sprawie. Po pierwsze, dlatego, że spór w postępowaniu głównym nie dotyczy tego, że oferowana cena była w oczywisty sposób niższa od ceny rynkowej, lecz raczej że była ona wynikiem zmowy, co – jak można zasadnie twierdzić – stanowi inną okoliczność. Po drugie, rozpatrywane przepisy prawa włoskiego nie są tak lakoniczne, jak przepisy norweskie, które były przedmiotem tamtego wyroku. Wreszcie – ze względu na to, że tamten wyrok nie wiąże tutejszego Trybunału.

52. Moim zdaniem wyrażenie „jasno ustalone” oznacza, że upoważnienie udzielone organom nadzoru do dostosowania ceny musi przyjąć formę spisanego zbioru zasad, publikowanego z wyprzedzeniem i łatwo dostępnego dla szerokiej publiczności (zwanego dalej „krajowymi zasadami korygującymi”). Nie ma znaczenia, czy byłyby one przyjmowane przez departament rządowy czy przez organ nadzoru, tak jak nie ma znaczenia, czy miałyby one formę prawa pierwotnego czy wtórnego, jeśli tylko byłyby wiążące.

53. Nie sądzę jednak, aby ze sformułowania „jasno ustalone” dało się wywieść wymóg, by krajowe zasady korygujące opisywały w sposób wyczerpujący i szczegółowy każdą konkretną sytuację z wyprzedzeniem [26]. Zgadzam się tutaj z rządem włoskim, że zamiast wymieniać indywidualnie i wyczerpująco konkretne sytuacje, w których krajowy organ nadzoru jest uprawniony do dostosowania ceny obligatoryjnej oferty przejęcia, prawodawca Unii zdecydował się posłużyć ogólnym terminem „okoliczności”. Podobnie, zgodziłbym się z Komisją, że art. 5 ust. 4 dyrektywy 2004/25 nie stoi na przeszkodzie skorzystaniu przez państwa członkowskie z abstrakcyjnych pojęć prawnych.

54. Na podstawie powyższych rozważaniach nietrudno dojść do wniosku, że wyrażenie „jasno ustalone” pozwala państwu członkowskiemu na przyjęcie krajowych zasad korygujących, które pozwalają jego organom nadzoru na dostosowanie ceny obligatoryjnej oferty przejęcia w przypadku zmowy *zarówno w wąskim, jak i w szerokim rozumieniu*.

24 Zobacz analogicznie wyrok z dnia 21 grudnia 2016 r., AGET Iraklis, C-201/15, EU:C:2016:972, pkt 36, 37.

25 Wyrok Trybunału EFTA z dnia 10 grudnia 2010 r., Periscopus przeciwko Oslo Børs i Erikowi Mustowi, E-1/10, EFTA Court Report, 2009-10, s. 200.

26 Zobacz w tym względzie wyrok Trybunału EFTA z dnia 10 grudnia 2010 r., Periscopus przeciwko Oslo Børs i Erikowi Mustowi, E-1/10, EFTA Court Report, 2009-10, s. 200, pkt 47.

55. Jakkolwiek jednak by było, sąd odsyłający – krajowy sąd najwyższy – jest zdania, że w prawie włoskim co do zasady zastosowanie ma wąskie rozumienie pojęcia „zmowy". Jak stwierdziłem powyżej, nie jest zadaniem Trybunału zajmowanie stanowiska co do tego, która z dwóch interpretacji rozpatrywanych przepisów prawa włoskiego jest właściwa. Trybunał musi udzielić odpowiedzi jedynie co do kwestii, czy wyrażenie „jasno ustalone" w rozumieniu art. 5 ust. 4 dyrektywy 2004/25 ma na to wpływ, czy też – przyjmując bardziej realne spojrzenie na zadanie stojące przed Trybunałem – wyrażenie to *wymaga* tak szerokiego rozumienia.

56. Nie sądzę, aby tak było.

57. Po pierwsze, oznaczałoby to interpretowanie art. 5 ust. 4 akapit drugi dyrektywy 2004/25 w sposób szeroki, sprzecznie z jego charakterem jako odstąpienia od zasady najwyższej zapłaconej ceny.

58. Po drugie, państwa członkowskie mogą zdecydować, czy skorzystać z zakresu uznania przyznanego im na mocy art. 5 ust. 4 akapit drugi dyrektywy 2004/25 oraz, jeśli to uczynią, ustanowić dla tych celów krajowe zasady korygujące, zgodnie z zasadą autonomii proceduralnej. W postępowaniu głównym, ustanawiając rozpatrywane przepisy prawa włoskiego, dokonano wyboru poprzez odwołanie się do pojęcia, które – z tego, co rozumiem – nie jest nowe w prawie włoskim, a mianowicie pojęcia „zmowy". W tym zakresie przyjęcie szerokiego rozumienia pojęcia „zmowy" jedynie ze względu na związek z dyrektywą w sytuacji, która podlega wyłącznemu normowaniu przez prawo krajowe, wydaje się zbyt daleko idące. Zasada równoważności wymaga jedynie, aby roszczenia oparte na prawie Unii były traktowane w taki sam sposób jak te oparte na prawie krajowym; nie wymaga natomiast dla nich traktowania preferencyjnego.

59. Po trzecie, odnosząc się konkretnie do ogólnej zasady pewności prawa, do której nawiązuje sąd odsyłający w tekście odesłania prejudycjalnego, jednym z nadrzędnych celów dyrektywy 2004/25 jest „stworzenie w Unii jasnej i przejrzystej sytuacji w odniesieniu do zagadnień prawnych, które należy rozstrzygnąć w przypadku ofert przejęcia"[27]. Co więcej, zarówno ta zasada, jak i potrzeba zapewnienia pełnego stosowania dyrektywy pod względem prawnym, a nie tylko faktycznym, zgodnie z art. 288 TFUE, nakładają na państwa członkowskie obowiązek odtwarzania przepisów odnośnych dyrektyw w jasnych, precyzyjnych i przejrzystych ramach zawierających obowiązkowe przepisy prawne[28]. Obowiązek ten tym bardziej musi znaleźć zastosowanie wobec krajowych zasad korygujących, przyjętych lub utrzymywanych przez państwa członkowskie zgodnie z art. 5 ust. 4 dyrektywy 2004/25.

60. Zasada pewności prawa wymaga w szczególności zbadania, czy dany akt prawny jest tak wieloznaczny, że utrudnia zainteresowanym rozstrzygnięcie z dostateczną pewnością wątpliwości co do jego zakresu i wykładni[29]. Natomiast nawet pomimo tego, że dyrektywa 2004/25 z pewnością nie jest instrumentem prawnokarnym, co samo w sobie wymagałoby stosowania tradycyjnych pojęć prawa karnego materialnego i procedury karnej, sam fakt, że uczestnik obrotu gospodarczego nie może z góry znać wysokości lub rodzaju kar, które mu grożą za określone zachowanie w danym przypadku, nie stanowi naruszenia zasady legalności kar[30].

61. Jednakże ponieważ linia orzecznictwa przytoczona w poprzednim punkcie dotyczy przede wszystkim zarzutu osoby fizycznej, że przepisy prawne nie były wystarczająco jasne, aby możliwe było przewidzenie konsekwencji prawnych danego zachowania, co normalnie nie stanowi wytłumaczenia (ignorantia iuris non excusat), nie rozstrzyga ona w sposób zadowalający sytuacji sądu krajowego,

27 Zobacz motyw 3 dyrektywy 2004/25.

28 Zobacz przykładowo wyroki: z dnia 15 marca 1990 r., Komisja/Niderlandy, C-339/87, EU:C:1990:119, pkt 6, 22, 25; z dnia 14 stycznia 2010 r., Komisja/Republika Czeska, C-343/08, EU:C:2010:14, pkt 40.

29 Zobacz podobnie wyrok z dnia 14 kwietnia 2005 r., Belgia/Komisja, C-110/03, EU:C:2005:223, pkt 31.

30 Zobacz podobnie wyrok z dnia 18 lipca 2013 r., Schindler Holding i in./Komisja, C-501/11 P, EU:C:2013:522, pkt 58 i przytoczone tam orzecznictwo.

który sam nie jest pewny, jak interpretować własne przepisy krajowe (iura non novit curia). Gdyby w prawie włoskim ogólnie przyjęte było szerokie rozumienie pojęcia „zmowy", wówczas okoliczności dostosowania ceny byłyby „jasno ustalone". Niemniej z odesłania prejudycjalnego wynika, że tak nie jest.

62. W tym właśnie punkcie wyrażenie „jasno ustalone" w rozumieniu art. 5 ust. 4 dyrektywy 2004/25, które jest niczym innym, jak wyrazem zasady pewności prawa, ujawnia swoje rzeczywiste znaczenie. Krajowe zasady korygujące mogą oczywiście odwoływać się do pojęć niedookreślonych, które mogą stopniowo ewoluować z biegiem czasu w drodze wykładni dokonywanej przez sądy krajowe państw członkowskich. Jednakże pojęcia takie nie mogą w sposób nagły dowolnie zmieniać swojego znaczenia jedynie dlatego, że organ nadzoru pragnie zastosować je w nowych okolicznościach, nieobjętych ich dotychczasowym rozumieniem, jednocześnie twierdząc, że są one „jasno ustalone"[31]. Dopuszczenie do takiej arbitralności zagrażałoby celowi dyrektywy, jakim jest zapewnienie jasnej i przejrzystej sytuacji w całej Unii, nie tylko dla uczestników obrotu gospodarczego.

63. W tym względzie istotne jest, że sąd odsyłający wskazuje, że uwzględniłby środki zaskarżenia spółek MTP i Lauro 61, gdyby nie wątpliwości dotyczące dyrektywy 2004/25. W istocie sam fakt, że sąd odsyłający powziął wątpliwość co do prawidłowej wykładni własnych przepisów krajowych, wystarcza, aby stwierdzić, iż rozpatrywane przepisy prawa włoskiego nie są „jasno ustalone" w rozumieniu art. 5 ust. 4 dyrektywy 2004/25, tak aby pozwalać na szerokie rozumienie pojęcia „zmowy" w celu odstąpienia od zasady najwyższej zapłaconej ceny.

64. W świetle powyższych rozważań jestem zdania, że art. 5 ust. 4 dyrektywy 2004/25 stoi na przeszkodzie stosowaniu przepisu prawa krajowego, który upoważnia organ nadzoru do podwyższenia ceny proponowanej w ofercie przejęcia w przypadku zmowy w okolicznościach, które – gdyby owa dyrektywa nie była stosowana – nie zostałyby zgodnie z prawem krajowym zakwalifikowane jako przypadek zmowy.

65. Wobec powyższego nie uważam za konieczne zajmowania stanowiska co do tego, czy sprzedaż akcji Pirelli, a w szczególności skutek porozumienia pomiędzy akcjonariuszami, związana jest w sposób jasny i bezpośredni z transakcją prowadzącą do przedstawienia przez spółkę Lauro 61 obligatoryjnej oferty przejęcia. W każdym przypadku zadanie to, jako wymagające zebrania faktów i dowodów, ostatecznie należy do sądu odsyłającego.

IV. Wnioski

W świetle powyższych rozważań proponuję, aby na pytanie przedstawione przez Consiglio di Stato (radę stanu, Włochy) Trybunał udzielił odpowiedzi, że zgodnie z prawidłową wykładnią art. 5 ust. 4 dyrektywy 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia, zmienionej rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) nr 219/2009 z dnia 11 marca 2009 r. dostosowującym do decyzji Rady 1999/468/WE niektóre akty podlegające procedurze, o której mowa w art. 251 traktatu, w zakresie procedury regulacyjnej połączonej z kontrolą – Dostosowanie do procedury regulacyjnej połączonej z kontrolą – Część druga, przepis ten stoi na przeszkodzie stosowaniu przepisu prawa krajowego, który upoważnia krajowy organ nadzoru do dostosowania ceny proponowanej w ofercie przejęcia w przypadku zmowy w okolicznościach, które – gdyby nie była stosowana owa dyrektywa – nie zostałyby zgodnie z prawem krajowym zakwalifikowane jako przypadek zmowy.

31 Zobacz w tym zakresie wyrok z dnia 28 czerwca 2005 r., Dansk Rørindustri i in./Komisja, C-189/02 P, C-202/02 P, od C-205/02 P do C-208/02 P i C-213/02 P, EU:C:2005:408, pkt 217, 218.