Zbornik sudske prakse

MIŠLJENJE NEZAVISNOG ODVJETNIKA
NILSA WAHLA
od 15. ožujka 2017.[1]

Predmet C-206/16

Marco Tronchetti Provera SpA i drugi
protiv
Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob)

(zahtjev za prethodnu odluku koji je uputio Consiglio di Stato (Državno vijeće, Italija))

„Pravo društava – Direktiva 2004/25/EZ – Zaštita interesa manjinskih dioničara u vezi s ponudama za preuzimanje – Članak 5. stavak 4. – Pojam ‚jasno određeni' – Nacionalna pravila koja dopuštaju nadzornom tijelu da uskladi cijenu istaknutu u ponudi za preuzimanje – Nezakoniti dogovori između ponuditelja ili osoba koje s njim zajednički djeluju i jednog ili više prodavatelja"

1. Ovaj zahtjev za prethodnu odluku odnosi se na pravilno tumačenje članka 5. stavka 4. Direktive 2004/25/EZ[2]. Ta odredba omogućuje državama članicama da svoje nacionalno nadzorno tijelo u području vrijednosnica (u daljnjem tekstu: nadzorno tijelo) ovlaste da uskladi cijenu koja je istaknuta u obveznoj ponudi za preuzimanje danoj u skladu s tom direktivom. Međutim, ta direktiva zahtijeva da se takve mjere poduzmu na način koji je „jasno određen".

2. U glavnom postupku, Consiglio di Stato (Državno vijeće, Italija) nije siguran može li se kao „jasno određena" u smislu članka 5. stavka 4. Direktive 2004/25 smatrati mogućnost primjene, na okolnosti iz glavnog postupka, talijanskog zakonodavstva kojim se provodi ta direktiva te kojim se Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Državna komisija za trgovačka društva i burzu; u daljnjem tekstu: Consob, talijansko nadzorno tijelo) – ovlašćuje da poveća cijenu koja je ponuđena u obveznoj ponudi za preuzimanje kada se radi o nezakonitim dogovorima.

3. Predmetni glavni postupak specifičan je zbog činjenice da usklađenje ponuđene cijene nije bilo posljedica transakcije koja je dovela do obvezne ponude za preuzimanje, nego jedne druge transakcije. Osim toga, nije utvrđeno da su sve stranke te druge transakcije imale namjeru nezakonito se dogovarati ili da su bile svjesne tog rizika. Stoga, ovaj će predmet dati Sudu priliku da pojasni granice ovlasti država članica da svojem nadzornom tijelu omoguće da odstupi od „pravila o najvišoj plaćenoj cijeni" predviđenog u članku 5. stavku 4. Direktive 2004/25.

1 Izvorni jezik: engleski

2 Direktiva Europskog parlamenta i Vijeća od 21. travnja 2004. o ponudama za preuzimanje (SL 2004., L 142, str. 12.) (SL, posebno izdanje na hrvatskom jeziku, poglavlje 17., svezak 1., str. 141.), kako je izmijenjena Uredbom (EZ) br. 219/2009 Europskog parlamenta i Vijeća od 11. ožujka 2009. o prilagodbi većeg broja instrumenata koji podliježu postupku iz članka 251. Ugovora Odluci Vijeća 1999/468/EZ, s obzirom na regulatorni postupak s kontrolom – Prilagodba regulatornom postupku s kontrolom – drugi dio (SL 2009., L 87, str. 109.) (SL, posebno izdanje na hrvatskom jeziku, poglavlje 1., svezak 4., str. 212.).

4. Kako ću objasniti u nastavku, članak 5. stavak 4. Direktive 2004/25 načelno dopušta državama članicama da ovlaste svoje nadzorno tijelo da cijenu koja je ponuđena u obveznoj ponudi za preuzimanje uskladi u slučaju dogovora navedenih u prethodnoj točki. Međutim, toj je odredbi protivna primjena takvog pravila na okolnosti koje se, da ta direktiva nije primijenjena, ne bi u nacionalnom pravu kvalificirale kao nezakoniti dogovor.

I. **Pravni okvir**

A. **Direktiva 2004/25**

5. Postupak u vezi s ponudama za preuzimanje koji je uveden Direktivom 2004/25 primjenjuje se, u skladu s njezinim člankom 1. („Područje primjene”), na „ponude za preuzimanje vrijednosnica trgovačkih društava na koja se primjenjuju prava država članica i kada su sve ili neke od tih vrijednosnica uvrštene radi trgovanja na uređenom tržištu”. U članku 2. stavku 1. točki (a) direktive („Definicije”), „ponuda za preuzimanje” (ili „ponuda”) definirana je kao „javna ponuda (osim ponude ciljnog društva) dana držateljima vrijednosnica trgovačkog društva za stjecanje svih ili nekih od tih vrijednosnica, obvezna ili dobrovoljna, koja za cilj ima stjecanje kontrole nad ciljnim trgovačkim društvom u skladu s nacionalnim pravom ili slijedi nakon nje”.

6. U članku 3. Direktive 2004/25 („Opća načela”) navedeno je:

„1. Radi provedbe ove Direktive, države članice osiguravaju poštovanje sljedećih načela:

(a) prema svim držateljima vrijednosnica ciljnog trgovačkog društva istog roda mora se postupati jednako; štoviše, ako osoba stekne kontrolu nad društvom, ostali držatelji vrijednosnica moraju biti zaštićeni;

(b) držatelji vrijednosnica ciljnog trgovačkog društva moraju imati dovoljno vremena i podataka kako bi mogli donijeti valjanu i upućenu odluku o ponudi; […]

[…]

(d) ne smije se stvarati lažno tržište vrijednosnica ciljnog trgovačkog društva, trgovačkog društva ponuditelja ili bilo kojeg drugog trgovačkog društva na koje se odnosi ponuda tako da porast ili pad cijene vrijednosnica postanu umjetni i da se naruši normalno funkcioniranje tržišta;

[…]

2. Kako bi se osiguralo pridržavanje načela navedenih u stavku 1., države članice:

(a) osiguravaju poštovanje minimalnih zahtjeva navedenih u ovoj Direktivi;

(b) mogu odrediti dodatne uvjete i odredbe, strože od onih u ovoj Direktivi, za reguliranje ponuda.”

7. U članku 4. stavku 2. Direktive 2004/25 („Nadzorno tijelo i mjerodavno pravo”) određeno je nadzorno tijelo nadležno u pogledu preuzimanja. Osobito, u točki (a) navedeno je: „Tijelo nadležno za nadzor ponude je tijelo države članice u kojoj ciljno trgovačko društvo ima sjedište ako su vrijednosnice tog trgovačkog društva uvrštene radi trgovanja na uređenom tržištu u toj državi članici”.

8. U članku 4. stavku 5. Direktive 2004/25 predviđeno je:

„Nadzornim se tijelima dodjeljuju sva ovlaštenja potrebna za izvršenje njihovih obveza, uključujući ovlaštenje osiguranja da stranke ponude postupaju u skladu s pravilima donesenim ili uvedenim na temelju ove Direktive.

Uz uvjet da se opća načela navedena u članku 3. stavku 1. poštuju, države članice mogu u pravilima koja donesu ili uvedu na temelju ove Direktive predvidjeti odstupanja od tih pravila:

i. uključivanjem tih odstupanja u njihova nacionalna pravila radi uzimanja u obzir okolnosti određenih na nacionalnoj razini

i/ili

ii. dodjelom njihovim nadzornim tijelima, kad su ona nadležna, ovlaštenja da se odreknu tih nacionalnih pravila radi uzimanja u obzir okolnosti navedenih pod i. ili u drugim posebnim okolnostima, s tim da je u posljednjem slučaju potrebna obrazložena odluka.”

9. U članku 5. Direktive 2004/25 („Zaštita manjinskih dioničara, obvezna ponuda i pravična cijena”) predviđeno je:

„1. Kad fizička ili pravna osoba drži, kao rezultat vlastitog stjecanja ili stjecanja od strane osoba koje s njom djeluju zajednički, vrijednosnice trgovačkog društva […], koje joj, osim bilo kojih postojećih vrijednosnica koje ona drži ili osim vrijednosnica koje drže osobe koje s njom djeluju zajednički, izravno ili neizravno, daju određeni postotak glasačkih prava u glavnoj skupštini tog trgovačkog društva dajući joj kontrolu nad tim trgovačkim društvom, države članice osiguravaju da takva osoba bude obvezna objaviti ponudu radi zaštite manjinskih dioničara tog trgovačkog društva. Takva će ponuda biti čim prije upućena svim držateljima tih vrijednosnica za sve njihove udjele, po pravičnoj cijeni kako je definirana u stavku 4.

[…]

4. Najviša cijena koju je za iste vrijednosnice platio ponuditelj ili osobe koje s njim djeluju zajednički tijekom razdoblja koje utvrđuju države članice, a ni manje od šest ni više od dvanaest mjeseci prije ponude navedene u stavku 1., smatra se pravičnom cijenom. Ako ponuditelj ili bilo koja osoba koja s njim djeluje zajednički, nakon objavljivanja ponude, a prije zatvaranja ponude za prihvat, kupi vrijednosnice po cijeni višoj od ponuđene cijene, ponuditelj povećava svoju ponudu tako da ona ne bude manja od najviše cijene plaćene za tako stečene vrijednosnice.

Uz uvjet da se opća načela navedena u članku 3. stavku 1. poštuju, države članice mogu svoja nadzorna tijela ovlastiti da usklade cijenu navedenu u prvom podstavku, pod okolnostima i u skladu s jasno određenim kriterijima. U tom smislu ona mogu sastaviti popis okolnosti u kojima najviša cijena može biti usklađena naviše ili naniže, na primjer kad je najviša cijena određena u sporazumu između kupca i prodavatelja, kad se tržišnim cijenama predmetnih vrijednosnica manipuliralo, kad su na tržišne cijene općenito ili na određene tržišne cijene posebno utjecali izuzetni događaji, ili radi omogućivanja spašavanja trgovačkog društva u poteškoćama. Ona također mogu odrediti kriterije koji se primjenjuju u takvim slučajevima, na primjer prosječnu tržišnu vrijednost u određenom razdoblju, preostalu vrijednost trgovačkog društva ili druge objektivne kriterije procjene koji se općenito koriste u financijskoj analizi.

Bilo koja odluka nadzornog tijela o usklađivanju pravične cijene se obrazlaže i objavljuje.

[…]”

B. **Talijansko pravo**

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 (Zakonodavna uredba br. 58 od 24. veljače 1998. – konsolidirane odredbe o financijskom posredovanju u smislu članaka 8. i 21. Zakona br. 52 od 6. veljače 1996.) [3], kako je izmijenjena (u daljnjem tekstu: Zakonodavna uredba br. 58/1998), sadržava odredbe kojima se provodi Direktiva 2004/25. U članku 106. te zakonodavne uredbe („Ponuda za potpuno preuzimanje") predviđeno je:

„3. Consob putem odluke uređuje slučajeve u kojima:

(d) ponuda, na temelju Consobove obrazložene odluke, sadržava cijenu koja je viša od najviše plaćene cijene, pod uvjetom da je takva cijena potrebna radi zaštite ulagatelja i da je prisutna barem jedna od sljedećih okolnosti:

[…]

(2) ponuditelj ili osobe koje s njim zajednički djeluju nezakonito su se dogovarale s jednim ili više prodavatelja."

11. Consob je Odlukom od 14. svibnja 1999. usvojio Regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti (Pravilnik o provedbi Zakonodavne uredbe br. 58 od 24. veljače 1998. kojom su utvrđena pravila primjenjiva na ciljna društva) [4], kako je izmijenjen (u daljnjem tekstu: Provedbeni pravilnik). U članku 47.g tog pravilnika („Povećanje cijene u slučaju nezakonitih dogovora") predviđeno je:

„1. Consob, u skladu s člankom 106. stavkom 3. točkom (d) podtočkom 2. [Zakonodavne uredbe br. 58/1998], ponuđenu cijenu usklađuje naviše kada je zbog dokazanih nezakonitih dogovora između ponuditelja ili osoba koje s njim zajednički djeluju i jednog ili više prodavatelja došlo do toga da je ponuđena cijena viša od one koju je ponuditelj istaknuo. U tom slučaju, ponuđena cijena mora biti jednaka dogovorenoj."

II. **Činjenično stanje, postupak i prethodna pitanja**

12. Dana 17. svibnja 2013., društvo Marco Tronchetti Provera SpA (u daljnjem tekstu: MTP), čiji je glavni dioničar Marco Tronchetti Provera, osnovalo je, putem društava kojima je upravljalo društvo MTP i zajedno s drugima, društvo tvrtke Lauro Sessantuno SpA (u daljnjem tekstu: Lauro 61).

13. Dana 5. lipnja 2013., društvo Lauro 61 na tržištu je objavilo ponudu za preuzimanje svih dionica društva Camfin SpA, po cijeni od 0,80 eura po dionici, koja je određena na temelju tržišnih cijena te dionice tijekom prethodnih 12 mjeseci.

14. Društvo Camfin je u vrijeme objave obvezne ponude za preuzimanje držalo, izravno i neizravno, 26,19 % dionica društva Pirelli & C. SpA (u daljnjem tekstu: Pirelli). Određeni dioničari društva Pirelli, među kojima su bila društva Malacalza Investimenti srl (u daljnjem tekstu: MCI), MTP, Camfin, Allianz SpA i Fondiaria SAI SpA (u daljnjem tekstu: FonSai), bili su ranije zaključili sporazum o privremenoj zabrani prodaje dionica (u daljnjem tekstu: sporazum Pirelli).

15. Društvo MCI, koje je bilo dioničar i u društvu Camfin, prihvatilo je ponudu društva Lauro 61 te je istom prenijelo 12,37 % dionica društva Camfin po gore navedenoj cijeni.

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

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

16. Također 5. lipnja 2013., tržište je obaviješteno da je: (i.) društvo Lauro 61 raskinulo postojeće sporazume s društvima MTP i MCI u pogledu društva Camfin; (ii.) društvo MCI prodalo svoje dionice u društvu Camfin; (iii.) društvo MCI od društava Allianz i FonSai kupilo 6,98 % dionica društva Pirelli po cijeni od 7,80 eura po dionici; i da su (iv.) stranke sporazuma Pirelli – čiji je predsjednik bio M. Tronchetti Provera – ovlastile društva Allianz i FonSai da iz tog sporazuma isključe sve ili neke od tim sporazumom obuhvaćenih dionica koje su ista držala (u daljnjem tekstu: dionice Pirelli).

17. Preuzimanje je dovršeno 11. listopada 2013. nakon što je društvo Lauro 61 prvo steklo 95,5 % dionica društva Camfin, a potom iskoristilo svoje pravo stjecanja i ostatka dionica, čime je postalo isključivi vlasnik društva Camfin čije su dionice, stoga, uklonjene s burze.

18. Consob je 12. rujna 2013., povodom prigovora nekih manjinskih dioničara društva Camfin, pokrenuo postupak radi povećanja cijene predmetne ponude za preuzimanje.

19. Zaključivši da su navedene transakcije društvu MCI omogućile da od prodaje dionica u društvu Camfin ostvari iznos veći od 0,80 eura po dionici, Consob je zauzeo stajalište da su se vršili nezakoniti dogovori te je, Odlukom br. 18662 od 25. rujna 2013. (u daljnjem tekstu: pobijana odluka), cijenu po dionici povećao za 0,03 eura – na 0,83 eura po dionici[5]. Zakonitost pobijane odluke kasnije je potvrđena četirima presudama koje je 19. ožujka 2014. donio Tribunale amministrativo regionale per il Lazio (Regionalni upravni sud Lacija).

20. Protiv tih četiriju presuda trenutačno se vodi žalbeni postupak pred sudom koji je uputio zahtjev. Taj sud u vezi s time ističe da se pojam „nezakoniti dogovori" koristi u različitim talijanskim propisima. Iako točno značenje tog pojma nije statično, ono svakako zahtijeva da se radi o tajnom i prijevarnom sporazumu na štetu trećih strana kojim se zaobilaze obvezne zakonske odredbe, što pretpostavlja postojanje elementa namjere kod svih sudionika tog sporazuma. Sud koji je uputio zahtjev u tom pogledu smatra da društva Allianz i FonSai nisu sudjelovala u takvom sporazumu. Stoga, ako bi se primijenilo to tumačenje pojma „nezakoniti dogovori", žalbe koje su uložila, među ostalim, društva MTP i Lauro 61 trebale bi se prihvatiti.

21. Međutim, sud koji je uputio zahtjev dalje navodi da pojam „nezakoniti dogovori" možda zahtijeva drugačije tumačenje zbog, među ostalim, specifičnosti predmetnog pravnog područja i naravi regulatornih ovlasti dodijeljenih Consobu. Unatoč tomu, takvo bi tumačenje moglo otvoriti pitanja u vezi s pravnom sigurnošću jer bi moglo onemogućiti gospodarskim subjektima da unaprijed planiraju svoje postupke prije nego što daju ponudu za preuzimanje. Stoga, budući da je imao sumnje u pogledu pravilnog tumačenja članka 3. stavka 1. i članka 5. stavka 4. Direktive 2004/25, sud koji je uputio zahtjev odlučio je prekinuti postupak i Sudu uputiti sljedeća prethodna pitanja:

„Protivi li se pravilnoj primjeni članka 5. stavka 4. [Direktive 2004/25], s obzirom na opća načela utvrđena u članku 3. stavku 1. te direktive, kao i pravilnoj primjeni općih načela europskog prava, to jest načela pravne sigurnosti, zaštite legitimnih očekivanja, proporcionalnosti, razumnosti, transparentnosti i nediskriminacije nacionalni propis, poput članka 106. stavka 3. točke (d) podtočke 2. [Zakonodavne uredbe br. 58], kako je kasnije izmijenjena, te članka 47.g [Provedbenog pravilnika], kako je kasnije izmijenjen, u dijelu u kojem se navedenim odredbama Consob ovlašćuje da, u skladu s člankom 106., povisi cijenu ponude za preuzimanje kada se pojavi okolnost „postojanja nezakonitih dogovora između ponuditelja ili osoba koje s njim zajednički djeluju i jednog ili više prodavatelja", a da nisu utvrđena posebna postupanja koja predstavljaju takve dogovore te da, stoga, nisu jasno određeni uvjeti i kriteriji prema kojima je Consob ovlašten uskladiti naviše cijenu ponude za preuzimanje?"

5 Ta viša cijena je utvrđena na temelju izračuna kojim je iznos od 6,6 milijuna eura – koji je, sukladno Consobovu zaključku, predstavljao korist koju je društvo MCI ostvarilo zbog manje cijene koju je platilo za dionice Pirelli – podijeljen s brojem dionica društva Camfin koje je steklo društvo Lauro 61. Tako utvrđena nova cijena značila je da je društvo Lauro 61 moralo ukupno platiti 8,5 milijuna eura više.

III. **Analiza**

A. **Uvodne napomene**

22. Ovo je prvi put da se od Suda traži da protumači članak 5. stavak 4. Direktive 2004/25. Također, ovo je zapravo tek drugi put da će Sud dati smjernice o tumačenju tog akta [6]. Osim toga, nakon odluke Consiglio di Stato (Državno vijeće) da ovaj predmet uputi Sudu, Tribunale amministrativo regionale per il Lazio (Regionalni upravni sud Lacija) odlučio je uputiti Sudu pet prethodnih pitanja o tumačenju članka 5. stavka 4. Direktive 2004/25 [7].

23. Sud koji je uputio zahtjev u biti pita dopušta li članak 5. stavak 4. Direktive 2004/25, u vezi s njezinim člankom 3. stavkom 1. i određenim općim načelima, osobito načelom pravne sigurnosti, da se pojam „nezakoniti dogovori", u smislu u kojem se koristi u članku 106. stavku 3. točki (d) podtočki 2. Zakonodavne uredbe br. 58/1998 i članku 47.g Provedbenog pravilnika (u daljnjem tekstu zajedno: sporna talijanska pravila), tumači na način da ne zahtijeva da se utvrde posebna postupanja koja predstavljaju nezakonite dogovore.

24. Iz odluke kojom je upućeno prethodno pitanje proizlazi da sud koji je uputio zahtjev predviđa dva moguća tumačenja pojma „nezakoniti dogovori": s jedne strane, usko tumačenje koje zahtijeva da se radi o tajnom i prijevarnom sporazumu na štetu trećih strana kojim se zaobilaze obvezne zakonske odredbe, što pretpostavlja postojanje elementa namjere kod svih sudionika tog sporazuma (u daljnjem tekstu: usko tumačenje ili uski smisao); i, s druge strane, široko tumačenje pojma „nezakoniti dogovori", u skladu s kojim se sporazum može sastojati i od drugih elemenata osim od same transakcije koja dovodi do obvezne ponude za preuzimanje te koje nužno ne zahtijeva postojanje elementa namjere kod svih sudionika tog sporazuma (u daljnjem tekstu: široko tumačenje ili široki smisao).

25. Sud koji je uputio zahtjev navodi da na temelju uskog tumačenja pojma „nezakoniti dogovori", s obzirom na to da društva Allianz i Fonsai nisu namjeravala sudjelovati ni u kakvom prijevarnom i tajnom sporazumu, ne bi bilo dopušteno uskladiti cijenu kako je to učinio Consob. Stoga, sud koji je uputio zahtjev smatra da će odgovor na prethodno pitanje biti ključan za cijenu koju je društvo Lauro 61, u skladu s člankom 5. Direktive 2004/25, bilo obvezno ponuditi za dionice društva Camfin prilikom preuzimanja istog.

26. U ovom uvodnom dijelu želim jasno istaknuti nešto što je od središnje važnosti za ovaj predmet.

27. Ukratko: nije zadaća Suda da odredi na koji se način pojam „nezakoniti dogovori" iz spornih talijanskih pravila treba tumačiti. Osobito, nije njegova zadaća da odabere jedno od dva tumačenja koje preferira. Za to je nadležan sud koji je uputio zahtjev [8]. Na tom je sudu da odluči koje je tumačenje tog pojma valjano – usko ili široko.

28. Ono što Sud može i mora učiniti kako bi pomogao sudu koji je uputio zahtjev da riješi spor koji se pred njim vodi jest protumačiti pravo Unije – koje se u ovom predmetu u biti sastoji od članka 5. stavka 4. Direktive 2004/25 – i odrediti što izraz „jasno određeni" doista znači. Iako se taj pojam koristi u pogledu mjera država članica, članak 5. stavak 4. te direktive ne prepušta njegovo tumačenje nacionalnom pravu. Stoga se, kao autonoman pojam prava Unije, mora ujednačeno tumačiti.

6 Vidjeti presudu od 15. listopada 2009., Audiolux i dr., C-101/08, EU:C:2009:626, osobito točke 47. do 51.

7 Predmeti 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; i Elliot International i dr., C-658/16, koji su svi trenutačno u tijeku pred Sudom.

8 Slično tomu, pitanje kojim nacionalni sud pita Sud može li i treba li nacionalno pravo protumačiti na način koji u najvećoj mjeri poštuje pravo Unije predstavlja pitanje tumačenja nacionalnog prava koje je, posljedično, nedopušteno: vidjeti presudu od 27. veljače 2014., Pohotovosť, C-470/12, EU:C:2014:101, t. 58. do 61.

29. Međutim, kako bi se članak 5. stavak 4. Direktive 2004/25 protumačio na način koji može biti koristan sudu koji je uputio zahtjev, valja podsjetiti da je taj sud već isključio ideju da usko tumačenje pojma „nezakoniti dogovori" može opravdati potvrđivanje presuda koje su predmet žalbi i, posljedično, pobijane odluke. Stoga, Sudu ostaje da razmotri može li se za široko tumačenje pojma „nezakoniti dogovori" smatrati da je „jasno određeno" u smislu članka 5. stavka 4. Direktive 2004/25 i da kao takvo predstavlja tumačenje na koje se Sud mora usredotočiti u svojem odgovoru.

B. **Ocjena prethodnog pitanja**

1. ***Članak 5. stavak 4. Direktive 2004/25: uvodni komentari***

30. Dok su u članku 5. stavku 1. Direktive 2004/25 određeni uvjeti pod kojima je fizička ili pravna osoba, nakon što dosegne prag predviđen nacionalnim pravom, dužna dati obveznu ponudu za ostatak vrijednosnica ciljnog društva, člankom 5. stavkom 4. uređeno je pitanje cijene koja se pritom mora ponuditi.

31. U članku 5. stavku 4. prvom podstavku Direktive 2004/25 vrlo je jasno navedeno, kao opće pravilo, koja to cijena mora biti. To je jednostavno najviša cijena koju je ponuditelj (ili osobe koje s njim zajednički djeluju) plaćao tijekom određenog razdoblja: najmanje šest mjeseci, a najviše godinu dana, ovisno o tome koje je razdoblje država članica odredila (pravilo o najvišoj plaćenoj cijeni). Osim toga, ta je cijena, u skladu s Direktivom, pravična. Razlog zbog kojeg je tako predviđeno u Direktivi čini se očitim jer se putem pravila o najvišoj plaćenoj cijeni na transparentan i predvidljiv način vrlo jasno određuje cijena koja se mora ponuditi.

32. Međutim, u skladu s člankom 5. stavkom 4. drugim podstavkom Direktive 2004/25, države članice mogu ovlastiti nadzorno tijelo da pod određenim uvjetima uskladi cijenu. U tekstu te odredbe navode se (i.) *okolnosti* ponude za preuzimanje i (ii.) *kriteriji* koji se moraju primijeniti prilikom usklađivanja cijene. Osim toga, države članice pritom moraju poštovati opća načela utvrđena u članku 3. stavku 1. te se navedene okolnosti i kriteriji moraju „jasno odrediti".

33. Po mojemu mišljenju, iz gore navedenog se čini prilično jasnim da je člankom 5. stavkom 4. drugim podstavkom Direktive 2004/25 uređeno *kada, zašto i kako* država članica može ovlastiti svoja tijela da interveniraju u pogledu ponude za preuzimanje kada pravilo o najvišoj plaćenoj cijeni ne odražava istinski pravičnu cijenu [9]. Kako ću objasniti u nastavku, pritom se mogu uzeti u obzir samo one okolnosti koje su *jasno i izravno povezane* s transakcijom koja je dovela do obvezne ponude za preuzimanje.

34. Sada ću detaljnije analizirati članak 5. stavak 4. drugi podstavak Direktive 2004/25, koji se razmatra u glavnom postupku. Što se njime zahtijeva te što se zapravo podrazumijeva pod izrazom „jasno određeni"?

2. ***Paradigma: diskrecijska ovlast država članica***

35. Odmah je očito da članak 5. stavak 4. drugi podstavak Direktive 2004/25 sadržava neiscrpan popis, kako se čini, primjera kojima se države članice mogu poslužiti kada žele ovlastiti svoje nadzorno tijelo da uskladi cijenu.

9 U tom pogledu, vidjeti Izvješće Skupine stručnjaka na visokoj razini za pravo društava o pitanjima u vezi s ponudama za preuzimanje, Bruxelles, 10. siječnja 2002., str. 50.

36. Jasno je i da se „okolnosti" navedene u članku 5. stavku 4. Direktive 2004/25 koje mogu dovesti do usklađivanja cijene, analitički gledano, nalaze iznad „kriterija" koji se moraju primijeniti prilikom tog usklađivanja.

37. Članak 5. stavak 4. drugi podstavak Direktive 2004/25, kao takav, ne govori mnogo više od toga.

38. Unatoč tomu, prilično sigurnim se čini da članak 5. stavak 4. drugi podstavak Direktive 2004/25 daje državama članicama diskrecijsku ovlast da svojim nadzornim tijelima omoguće da usklađuju cijene [10]. Zakonodavna povijest te odredbe ide u prilog tom stajalištu [11], kao i njezin kontekst. U toj su direktivi, kako je navedeno u njezinu članku 3. stavku 2., utvrđeni samo minimalni zahtjevi [12] – što znači da države članice mogu predvidjeti dodatne, strože uvjete i odredbe za regulaciju ponuda. Slično tomu, čini se da članak 4. stavak 5. daje državama članicama široke ovlasti da općenito odstupe od direktive.

39. Valja podsjetiti da je Direktiva 2004/25 uvelike bila rezultat kompromisa između Europskog parlamenta i Vijeća [13]. Nakon što je taj kompromis postignut, Komisija, koja od 1985. zagovara ideju zajedničkih postupovnih pravila kojima bi se uredile promjene vlasništva dionica [14] i koja je, s tim ciljem, zakonodavcu Unije podnijela – neuspješno – nekoliko zakonodavnih prijedloga o toj temi [15], unijela je u zapisnik Vijeća izjavu kojom je izrazila svoje žaljenje da konačno usvojeni tekst nije bio, po njezinu mišljenju, dovoljno ambiciozan te da su ključni dijelovi postali fakultativni [16]. Ta zakonodavna povijest očito utječe na tumačenje Direktive 2004/25.

40. Unatoč tomu, diskrecijska ovlast koja je člankom 5. stavkom 4. Direktive 2004/25 dodijeljena državama članicama nije neograničena [17].

3. *Granice diskrecijske ovlasti država članica*

a) *Osnovna načela*

41. Kao prvo, pravilo o najvišoj plaćenoj cijeni i dalje predstavlja osnovno pravilo. To pravilo ima svoju logiku: za učinkovito funkcioniranje tržišta kapitala u Uniji potreban je dostatan stupanj predvidljivosti u vezi s naknadom koju se treba ponuditi u obveznoj ponudi. U vezi s time, pravilo o najvišoj plaćenoj cijeni je dvostruko korisno u smislu da manjinskim dioničarima omogućuje da u cijelosti i u bilo kojem trenutku dotičnog razdoblja dijele premiju koju je stjecatelj platio, a istodobno ponuditelju pruža

10 Za potvrdu tog stajališta, vidjeti Enriques, L., „The Mandatory Bid Rule in the Takeover Directive: Harmonization Without Foundation?", *European Company and Financial Law Review*, izdanje 4., 2004., str. 440., na str. 446., koji navodi da „države članice i njihova nadzorna tijela, osobito kada je riječ o pravičnoj cijeni, imaju široku diskreciju prilikom određivanja okolnosti i kriterija koji opravdavaju sniženje".

11 Za razliku od Komisijina prijedloga Direktive Europskog parlamenta i Vijeća o ponudama za preuzimanje, COM(2002) 534 *final* (SL 2003., C 45 E, str. 1.), u članku 5. stavku 4. drugom podstavku Direktive 2004/25 ne navodi se da države članice „sastavljaju", nego da „mogu sastaviti" popis okolnosti u kojima se najviša cijena može uskladiti.

12 U skladu s uvodnom izjavom 25. Direktive 2004/25, cilj direktive je „utvrđivanje minimalnih smjernica za provođenje ponuda za preuzimanje i osiguranje odgovarajuće razine zaštite držatelja vrijednosnica diljem [Unije]".

13 Vidjeti, među ostalim, Izvješće od 8. prosinca 2003. o Prijedlogu Direktive Europskog parlamenta i Vijeća o ponudama za preuzimanje, Odbor Europskog parlamenta za pravna pitanja i unutarnje tržište, A5-0469/2003 *final*, str. 18., usp. str. 6., i Dokument Vijeća br. 16116/03 od 16. prosinca 2003. o Prijedlogu Direktive Europskog parlamenta i Vijeća o ponudama za preuzimanje, točka II. (Međuinstitucionalni dokument br. 2002/0240 (COD)).

14 Bijela knjiga Komisije Europskom vijeću od 14. lipnja 1985.: Dovršetak unutarnjeg tržišta (COM(85) 310 *final*), točka 139. i sljedeće.

15 Vidjeti Komisijin prijedlog od 19. siječnja 1989. za Trinaestu direktivu Vijeća o pravu društava u vezi s ponudama za preuzimanje i drugim općim ponudama (COM(88) 823 *final*; SL 1989., C 64, str. 8.), i Komisijin prijedlog od 7. veljače 1996. za Trinaestu direktivu Europskog parlamenta i Vijeća o pravu društava u vezi s ponudama za preuzimanje i drugim općim ponudama (COM(95) 655 *final*; SL 1996., C 162, str. 5.).

16 Vidjeti izjavu Komisije u Dokumentu Vijeća br. 7088/04 od 12. ožujka 2004. u vezi s donošenjem Direktive Europskog parlamenta i Vijeća o ponudama za preuzimanje, točka 2. (Međuinstitucionalni dokument br. 2002/0240 (COD)).

17 U uvodnoj izjavi 6. Direktive 2004/25 navedeno je da, „[k]ako bi bili učinkoviti, propisi o preuzimanjima trebali bi biti fleksibilni i omogućivati postupanje s novim okolnostima kako se one pojave, te bi u skladu s tim trebali predviđati mogućnosti iznimaka i odstupanja. *Međutim, [NSA-ovi] bi u primjeni svih pravila ili iznimaka ili u odobravanju svih odstupanja trebal[i] poštovati određena opća načela*" (moje isticanje).

sigurnost da u okviru obvezne ponude neće morati platiti više nego što je bio voljan platiti u prethodnom razdoblju te mu, posljedično, dopušta da sam odredi po kojoj je najvišoj cijeni spreman steći sve vrijednosnice društva [18]. Stoga se pravilo o najvišoj plaćenoj cijeni treba, iz strukturne perspektive, široko tumačiti. Nasuprot tomu, mogućnost država članica da odstupe od pravila o najvišoj plaćenoj cijeni mora se ograničiti samo na ono što je nužno [19]. Osim toga, svaki pokušaj odbijanja primjene pravila o najvišoj plaćenoj cijeni, i dvostrukih jamstava koja nudi, mora se temeljiti na razumnim argumentima te biti odgovarajuće utemeljen u skladu s člankom 5. stavkom 4. Direktive.

42. Kao drugo, prilikom izvršavanja svoje diskrecijske ovlasti, države članice moraju poštovati načela navedena u članku 3. stavku 1. Direktive. Države članice se prilikom provedbe te direktive moraju voditi tim načelima [20].

43. Međutim, što se tiče glavnog postupka, ta načela nisu u opasnosti. Osobito, ne vidim povredu postupovnih prava ili jednakog postupanja prema dioničarima društva Camfin: u biti, sporna talijanska pravila mogu opravdati samo usklađenje cijene *naviše* u slučaju nezakonitih dogovora [21].

44. Osim toga, ni jedno od tih općih načela ne odnosi se izričito na cilj da se ponuditelju ili široj javnosti osigura predvidljivost – međutim, taj cilj proizlazi iz uvodnih izjava Direktive 2004/25, kojima ću se vratiti u nastavku u točki 59.

45. Umjesto, toga članak 3. stavak 1. točka (d) Direktive 2004/25 odnosi se na opće načelo da se ne smiju stvarati lažna tržišta vrijednosnica ciljnog trgovačkog društva ili bilo kojeg drugog trgovačkog društva na koje se odnosi ponuda tako da porast ili pad cijene vrijednosnica postanu umjetni i da se naruši normalno funkcioniranje tržišta. Stoga, to opće načelo jasno ide u prilog stajalištu da država članica može ovlastiti nadzorno tijelo da, u slučaju postojanja nezakonitih dogovora, sukladno uskom tumačenju tog pojma, uskladi cijenu navedenu u ponudi za preuzimanje. To potvrđuje tekst članka 5. stavka 4. Direktive 2004/25, u kojem su izričito predviđene okolnosti „kad je najviša cijena određena u sporazumu između kupca i prodavatelja" ili „kad se tržišnim cijenama predmetnih vrijednosnica manipuliralo".

46. Kada je riječ o širokom tumačenju pojma „nezakoniti dogovori" koje je spomenuo sud koji je uputio zahtjev, opća načela ne omogućuju jednako definitivan zaključak. Međutim, ne mogu ih protumačiti na način da zabranjuju takvo tumačenje.

47. Naprotiv, Skupina stručnjaka na visokoj razini za pravo društava o pitanjima u vezi s ponudama za preuzimanje u svojim je preporukama, koje su dio zakonodavne povijesti članka 5. stavka 4. Direktive 2004/25, pojam „nezakoniti dogovori" definirala kao „sporazum s prodavateljem kojemu je cilj izbjegavanje pravila o najvišoj plaćenoj cijeni" [22]. Ta se definicija, koja se isključivo usredotočuje na prodavatelja, čini dovoljno širokom da obuhvati „nezakonite dogovore" i u uskom i u širokom smislu. Osim toga, u članku 5. stavku 4. Direktive ne spominje se, ni izričito ni implicitno, zahtjev u pogledu svijesti ili namjere.

18 Vidjeti Izvješće Skupine stručnjaka na visokoj razini za pravo društava o pitanjima u vezi s ponudama za preuzimanje, Bruxelles, 10. siječnja 2002., str. 49. i 50.

19 Za usko tumačenje diskrecijske ovlasti NSA-ova da odstupe od pravila o najvišoj plaćenoj cijeni, vidjeti Papadopoulos, T., „The European Union Directive on Takeover Bids: Directive 2004/25/EC", *International and Comparative Law Journal*, svezak 6., izdanje 3., str. 13., na str. 30. i 31., koji tvrdi da široka diskrecijska ovlast usklađivanja cijene ponude za preuzimanje ne bi bila u skladu s općim načelom navedenim u članku 3. stavku 1. točki (a) Direktive 2004/25 (usklađenje cijene naniže bez odgovarajućeg opravdanja moglo bi predstavljati povredu načela jednakog postupanja prema dioničarima) kao ni s člankom 49. UFEU-a (usklađenje cijene naviše bez odgovarajućeg opravdanja moglo bi obeshrabriti ponuditelje).

20 Vidjeti presudu od 15. listopada 2009., Audiolux i dr., C-101/08, EU:C:2009:626, t. 51.

21 S druge strane, Sud je zaključio da opće načelo jednakog postupanja prema dioničarima navedeno u članku 3. stavku 1. točki (a) Direktive 2004/25 ne znači da se nacionalna pravila moraju tumačiti na način koji je uvijek najpovoljniji za manjinske dioničare društva: u tom pogledu, vidjeti presudu od 15. listopada 2009., Audiolux i dr., C-101/08, EU:C:2009:626, t. 47. do 52.

22 Izvješće Skupine stručnjaka na visokoj razini za pravo društava o pitanjima u vezi s ponudama za preuzimanje, Bruxelles, 10. siječnja 2002., str. 50.

48. Kao treće, diskrecijska ovlast država članica da svojim nadzornim tijelima omoguće da usklade cijenu ponude za preuzimanje ograničena je zbog općenitijih razloga: osim činjenice da nadzorno tijelo, kada odlučuje o usklađivanju cijene ponude, mora djelovati unutar svoje nadležnosti kako je definirana u članku 4. Direktive 2004/25, sudska praksa pokazuje da se Direktiva ne primjenjuje na situacije koje su izvan njezina područja primjene [23]. Drugim riječima, Direktiva se primjenjuje, *ratione materiae*, na ponude za preuzimanje, to jest na odnos između ponuditelja i držatelja vrijednosnica ciljnog društva. Stoga se ne može primijeniti na transakcije koje nisu ni na koji način povezane s razlogom primjene obvezne ponude za preuzimanje – sve suprotno od toga ne bi imalo nikakvog smisla.

49. Stoga, „okolnosti" navedene u članku 5. stavku 4. drugom podstavku Direktive 2004/25 obuhvaćaju samo pravne ili činjenične okolnosti *koje su jasno i izravno povezane s danom obveznom ponudom za preuzimanje*. Kako je i talijanska vlada navela na raspravi, transakcija koja se naizgled razlikuje od one koja dovodi do obvezne ponude za preuzimanje, u stvarnosti, mora biti neophodna za postupak preuzimanja (*sine qua non*) kako bi se uzela u obzir prilikom usklađivanja cijene te ponude.

50. To ne mijenja činjenica da se Direktivom 2004/25, u skladu s njezinim člankom 3. stavkom 2., samo djelomično usklađuju pravila o ponudama za preuzimanje. Država članica ne može ovlastiti svoje nadzorno tijelo da odstupi od članka 5. stavka 4. Direktive 2004/25 tako da cijenu u obveznoj ponudi za preuzimanje uskladi na način koji bi, iako povećava zaštitu manjinskih dioničara, lišio pravilo o najvišoj plaćenoj cijeni njegove učinkovitosti jer bi nadzorno tijelo moglo uzeti u obzir transakcije koje nisu u nadležnosti tog nadzornog tijela i/ili ne spadaju u područje primjene direktive [24].

b) ***Značenje i učinak izraza „jasno određeni"***

51. U pogledu točnog značenja izraza „jasno određeni", obje strane u glavnom postupku pozivaju se na presudu Periscopus [25], svaka u prilog svojim tvrdnjama. Sud EFTA-e je u toj presudi zaključio da ovlašćivanje nadzornog tijela da odstupi od pravila o najvišoj plaćenoj cijeni kada je jasno da ta cijena ne odražava tržišnu cijenu, a da pritom ne pruži pojašnjenje pojma „tržišna cijena", nije u skladu s člankom 5. stavkom 4. drugim podstavkom Direktive 2004/25. Međutim, ovaj se predmet ne može riješiti na temelju te presude. Kao prvo, zato što u glavnom postupku nije sporno to što je ponuđena cijena bila očito niža od tržišne, nego da je određena na temelju nezakonitih dogovora, za što bi se moglo reći da predstavlja drugačiju okolnost. Kao drugo, zato što sporna talijanska pravila nisu jednostavna kao norveška pravila koja su se razmatrala u odnosnoj presudi. Naposljetku, zato što ta presuda ne obvezuje Sud.

52. Po mojemu mišljenju, izraz „jasno određeni" zahtijeva da ovlast dana nadzornom tijelu da uskladi cijenu mora imati oblik pisanih pravila koja se unaprijed objavljuju te su lako dostupna široj javnosti (u daljnjem tekstu: nacionalna korektivna pravila). Nebitna je činjenica usvaja li takva pravila vladin odjel ili nadzorno tijelo, kao što je nebitno i imaju li ta pravila oblik primarnog ili sekundarnog zakonodavstva, sve dok su obvezujuća.

23 U tom pogledu, vidjeti presudu od 15. listopada 2009., Audiolux i dr., C-101/08, EU:C:2009:626, t. 49.

24 Vidjeti, po analogiji, presudu od 21. prosinca 2016., AGET Iraklis, C-201/15, EU:C:2016:972, t. 36. i 37.

25 Presuda Suda EFTA-e od 10. prosinca 2010., Periscopus/Oslo Børs i Erik Must, E-1/10, EFTA Court Report 2009.-10., str. 200.

53. Međutim, ne smatram da iz izraza „jasno određeni" proizlazi zahtjev da nacionalno korektivno pravilo mora unaprijed opisati, taksativno i detaljno, svaku pojedinu situaciju [26]. U vezi s time slažem se s talijanskom vladom da je zakonodavac Unije, umjesto da pojedinačno i taksativno navede situacije u kojima nadzorno tijelo može uskladiti obveznu ponudu za preuzimanje, odlučio upotrijebiti općenitiji izraz „okolnosti". Isto tako, slažem se s Komisijom da članak 5. stavak 4. Direktive 2004/25 ne sprečava države članice da upotrebljavaju apstraktne pravne pojmove.

54. S obzirom na prethodna razmatranja, smatram da izraz „jasno određeni" dopušta državama članicama usvajanje nacionalnih korektivnih pravila koja omogućuju nadzornom tijelu da uskladi cijenu obvezne ponude za preuzimanje u slučaju nezakonitih dogovora, *i u uskom i u širokom smislu tog pojma*.

55. Neovisno o tome, sud koji je uputio zahtjev, a radi se o nacionalnom vrhovnom sudu, smatra da se u talijanskom pravu općenito primjenjuje usko tumačenje pojma „nezakoniti dogovori". Kako je navedeno, nije na Sudu da zauzima stajalište o tome koje je od dvaju tumačenja spornih talijanskih pravila pravilno. Sud samo mora utvrditi utječe li izraz „jasno određeni", u smislu članka 5. stavka 4. Direktive 2004/25, na odgovor na to pitanje – ili, da točnije prikažem ono što se od Suda u stvarnosti traži – *nameće* li taj izraz široko tumačenje.

56. Mislim da ne.

57. Kao prvo, u suprotnom bi se članku 5. stavku 4. drugom podstavku Direktive 2004/25 dalo široko tumačenje, što se protivi njegovoj naravi, a to je da odstupa od pravila o najvišoj plaćenoj cijeni.

58. Kao drugo, države članice mogu izabrati hoće li izvršiti diskrecijsku ovlast koja im je dodijeljena člankom 5. stavkom 4. drugim podstavkom Direktive 2004/25 i, ako tako odluče, hoće li stoga odrediti nacionalna korektivna pravila, u skladu s načelom postupovne autonomije. U glavnom postupku, prilikom određivanja spornih talijanskih pravila odlučeno je da će se upotrijebiti pojam koji, koliko shvaćam, nije nov u talijanskom pravu, a to je pojam „nezakoniti dogovori". U tom pogledu, usvajanje širokog tumačenja pojma „nezakoniti dogovori" samo zato što je isti povezan s Direktivom, a da se pritom to ne čini u vezi s pojmovima koji se isključivo odnose na nacionalno pravo, čini se nategnutim. Načelo ekvivalentnosti samo nalaže da se prema zahtjevima temeljenima na pravu Unije postupa jednako kao i prema zahtjevima temeljenima na nacionalnom pravu, a ne na povlašten način.

59. Kao treće, što se tiče, konkretno, općeg načela pravne sigurnosti, na koje sud koji je uputio zahtjev aludira u svojem prethodnom pitanju, jedan od glavnih ciljeva Direktive 2004/25 je „na razini Zajednice osigurati jasnoću i transparentnost u pogledu pravnih pitanja koja treba riješiti u slučaju ponuda za preuzimanje" [27]. Osim toga, i to načelo i potreba, u skladu s člankom 288. UFEU-a, za osiguranje cjelovite pravne, ne samo činjenične, provedbe direktiva zahtijevaju da sve države članice prenesu pravila dotične direktive u jasan, precizan i transparentan okvir s obvezujućim pravnim odredbama [28]. Ta obveza mora posebno vrijediti za nacionalna korektivna pravila koja su države članice usvojile ili zadržale u skladu s člankom 5. stavkom 4. Direktive.

26 U tom pogledu, vidjeti presudu od 10. prosinca 2010., Periscopus/Oslo Børs i Erik Must, E-1/10, EFTA Court Report 2009-10, str. 200., t. 47.

27 Vidjeti uvodnu izjavu 3. Direktive 2004/25.

28 Vidjeti, primjerice, presude od 15. ožujka 1990., Komisija/Nizozemska, C-339/87, EU:C:1990:119, t. 6., 22. i 25., i od 14. siječnja 2010., Komisija/Češka Republika, C-343/08, EU:C:2010:14, t. 40.

60. Načelo pravne sigurnosti osobito zahtijeva ocjenu o tome je li dotična pravna mjera toliko dvosmislena da zainteresiranim stranama onemogućuje da sa sigurnošću spoznaju njezino područje primjene ili značenje [29]. Nasuprot tomu, iako Direktiva 2004/25 nedvojbeno nije kaznenopravni instrument koji sam po sebi zahtijeva primjenu uobičajenih pojmova kaznenog prava i kaznenog postupka, puka činjenica da gospodarski subjekt ne može precizno unaprijed znati koja se visina ili vrsta sankcije može izreći u svakom pojedinom slučaju za određeno postupanje ne predstavlja povredu načela zakonitosti kazni [30].

61. Međutim, iako se sudska praksa navedena u prethodnoj točki odnosi na prigovor pojedinca da propisi nisu dovoljno jasni da bi se mogle predvidjeti pravne posljedice određenog ponašanja – što obično nije opravdanje (*ignorantia iuris non excusat*) – ona nije od pomoći kada sam nacionalni sud nije siguran kako protumačiti domaća pravila (*iura non novit curia*). Da u talijanskom pravu općenito prevladava široko tumačenje pojma „nezakoniti dogovori", tada bi okolnosti u kojima se cijena može uskladiti bile „jasno određene". Međutim, iz odluke kojom je upućeno prethodno pitanje proizlazi da to nije slučaj u glavnom postupku.

62. U tom je primjeru vidljiva prava narav pojma „jasno određeni" iz članka 5. stavka 4. Direktive 2004/25, koji zapravo samo predstavlja izraz načela pravne sigurnosti. Naravno, u nacionalnim korektivnim pravilima moguće je koristiti neodređene pojmove, koji se s vremenom mogu razviti kroz tumačenja od strane sudova država članica. Međutim, takvi pojmovi ne mogu drastično preko noći promijeniti sadržaj, samo zato što ih nadzorno tijelo želi primijeniti na novi skup okolnosti koje nisu bile obuhvaćene prethodnim tumačenjem tih pojmova, a da ih se istodobno smatra „jasno određenima" [31]. Ako bi se dopustila takva proizvoljnost, ugrozio bi se cilj Direktive da se osigura jasnoća i transparentnost diljem Unije, među ostalim i za gospodarske subjekte.

63. U tom je pogledu ilustrativna činjenica da sud koji je uputio zahtjev navodi da bi prihvatio žalbe društava MTP i Lauro 61 da nema Direktive 2004/25. U biti, sama činjenica da taj sud nije siguran u tumačenje spornih talijanskih pravila pokazuje da ista nisu „jasno određena" u smislu članka 5. stavka 4. Direktive da bi omogućila široko tumačenje pojma „nezakoniti dogovori" kako bi se moglo odstupiti od pravila o najvišoj plaćenoj cijeni.

64. S obzirom na navedeno, smatram da se članku 5. stavku 4. Direktive 2004/25 protivi primjena nacionalnog propisa, koji ovlašćuje nadzorno tijelo da u slučaju nezakonitih dogovora povisi cijenu ponude za preuzimanje, na skup okolnosti koje se, da ta direktiva nije primijenjena, u nacionalnom pravu ne bi kvalificirale kao nezakoniti dogovor.

65. Stoga, smatram da nije potrebno zauzeti stajalište o tome je li prodaja dionica Pirelli – te, osobito, učinak sporazuma između dioničara – jasno i izravno povezana s obvezom društva Lauro 61 da izda ponudu za preuzimanje. U svakom slučaju, tu analizu, koja zahtijeva ocjenu činjenica i dokaza, u konačnici mora provesti sud koji je uputio zahtjev.

IV. **Zaključak** S obzirom na prethodna razmatranja, predlažem da Sud na pitanje koje mu je uputio Consiglio di Stato (Državno vijeće, Italija) odgovori na način da se članak 5. stavak 4. Direktive 2004/25/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 21. travnja 2004. o ponudama za preuzimanje, kako je izmijenjena Uredbom (EZ) br. 219/2009 Europskog parlamenta i Vijeća od 11. ožujka 2009. o prilagodbi većeg broja instrumenata koji podliježu postupku iz članka 251. Ugovora Odluci Vijeća 1999/468/EZ, s obzirom na regulatorni postupak s kontrolom – Prilagodba regulatornom postupku s

29 U tom pogledu, vidjeti presudu od 14. travnja 2005., Belgija/Komisija, C-110/03, EU:C:2005:223, t. 31.

30 U tom pogledu, vidjeti presudu od 18. srpnja 2013., Schindler Holding i dr./Komisija, C-501/11 P, EU:C:2013:522, t. 58. i navedenu sudsku praksu.

31 Vidjeti u tom smislu presudu od 28. lipnja 2005., *Dansk Rørindustri i drugi/Komisija*, C-189/02 P, C-202/02 P, C-205/02 P do C-208/02 P i C-213/02 P, EU:C:2005:408, t. 217. i 218.

kontrolom – drugi dio, mora protumačiti na način da mu se protivi primjena nacionalnog propisa, koji ovlašćuje nadzorno tijelo da u slučaju nezakonitih dogovora uskladi cijenu ponude za preuzimanje, na skup okolnosti koje se, da ta direktiva nije primijenjena, u nacionalnom pravu ne bi kvalificirale kao nezakoniti dogovor.