



# Samling af Afgørelser

FORSLAG TIL AFGØRELSE FRA GENERALADVOKAT

M. BOBEK

fremsat den 18. marts 2021<sup>1</sup>

**Sag C-605/18**

**Adler Real Estate AG,**

**Petrus Advisers LLP,**

**GM**

**procesdeltager:**

**Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA)**

(anmodning om præjudiciel afgørelse indgivet af Bundesverwaltungsgericht (forbundsdomstol i forvaltningsretlige sager, Østrig))

»Præjudiciel forelæggelse – gennemsigtighedskrav i forbindelse med værdipapirer optaget til handel på et reguleret marked, der er beliggende eller udøver virksomhed i en medlemsstat – anmeldelse af »større besiddelser« erhvervet af »personer, der handler i forståelse med andre« – direktiv 2004/109/EF – »strengere krav« – »tilsyn« fra en myndighed udpeget i henhold til direktiv 2004/25/EF«

## I. Indledning

1. Finanzmarktaufsichtsbehörde (finanstilsyn, Østrig) (herefter »finanstilsynet«) pålagde en række enkeltpersoner administrative bøder for ikke at foretage anmeldelse over for en udsteder, hvis aktier blev optaget til handel på et reguleret marked beliggende i Østrig, om deres erhvervelse af »større besiddelser« af denne udsteders værdipapirer. Bundesverwaltungsgericht (forbundsdomstol i forvaltningsretlige sager, Østrig) ønsker med nærværende sag nærmere bestemt oplyst, om finanstilsynet var den kompetente myndighed i henhold til direktiv 2004/109/EF<sup>2</sup> til at sanktionere en sådan overtrædelse af anmeldelsespligten.

<sup>1</sup> Originalsprog: engelsk.

<sup>2</sup> Europa-Parlamentets og Rådets direktiv af 15.12.2004 om harmonisering af gennemsigtighedskrav i forbindelse med oplysninger om udstedere, hvis værdipapirer er optaget til handel på et reguleret marked, og om ændring af direktiv 2001/34/EF (EUT 2004, L 390, s. 38).

## II. Retsforskrifter

### A. EU-retten

#### 1. Direktivet om overtagelsestilbud

2. Direktiv 2004/25/EF (herefter »direktivet om overtagelsestilbud«) fastlægger foranstaltninger til samordning af medlemsstaternes instrumenter vedrørende tilbud om overtagelse af kapitalandele i selskaber noteret på de regulerede markeder, der er beliggende eller udøver virksomhed i en medlemsstat<sup>3</sup>. I overensstemmelse med direktivets artikel 4, stk. 1, udpeger medlemsstaterne den eller de myndigheder, der skal føre tilsyn med tilbud, for så vidt angår de regler, der fastsættes i henhold til dette direktiv.

#### 2. Gennemsigthedsdirektivet

3. Direktiv 2004/109 (herefter »gennemsigthedsdirektivet«) har til formål at harmonisere gennemsigthedskrav i forbindelse med oplysninger om udstedere, hvis værdipapirer er optaget til handel på et reguleret marked, der er beliggende eller udøver virksomhed i en medlemsstat. I overensstemmelse med anden betragtning dertil bør »[a]ktionærer, fysiske personer eller juridiske enheder, der har stemmerettigheder eller finansielle instrumenter, der indebærer ret til at erhverve eksisterende aktier med stemmerettigheder«, informere udstederne om erhvervelse af eller andre ændringer i »større besiddelser« i selskaber, så sidstnævnte er i stand til at holde offentligheden underrettet.

4. I 28. betragtning til dette direktiv forklares:

»Der bør i hver enkelt medlemsstat kun udpeges én kompetent myndighed, som skal påtage sig det endelige ansvar for tilsynet med overholdelsen af de bestemmelser, der vedtages i henhold til dette direktiv, samt for internationalt samarbejde [...]«

5. Efter ændring ved direktiv 2013/50/EF (herefter »ændringsdirektivet«)<sup>4</sup> har gennemsigthedsdirektivets artikel 3 på nuværende tidspunkt følgende ordlyd:

»1. Hjemlandet kan stille strengere krav til en udsteder end de i dette direktiv fastsatte krav, idet det dog ikke kan stille krav om, at udstedere skal offentliggøre periodiske finansielle oplysninger hyppigere end de i artikel 4 omhandlede årsrapporter og de i artikel 5 omhandlede halvårsrapporter.

<sup>3</sup> Artikel 1, stk. 1, i direktivet om overtagelsestilbud.

<sup>4</sup> Europa-Parlamentets og Rådets direktiv af 22.10.2013 om ændring af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/109/EF om harmonisering af gennemsigthedskrav i forbindelse med oplysninger om udstedere, hvis værdipapirer er optaget til handel på et reguleret marked, Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/71/EF om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel, og Kommissionens direktiv 2007/14/EF om gennemførelsesbestemmelser til visse bestemmelser i direktiv 2004/109/EF (EUT 2013, L 294, s. 13).

1a. Uanset stk. 1 kan hjemlandene kræve, at udstedere offentliggør yderligere periodiske finansielle oplysninger hyppigere end de i artikel 4 omhandlede årsrapporter og de i artikel 5 omhandlede halvårsrapporter, når følgende betingelser er opfyldt:

- de yderligere periodiske finansielle oplysninger udgør ikke nogen uforholdsmæssig stor økonomisk byrde i den pågældende medlemsstat, især ikke for de berørte små og mellemstore udstedere, og
- indholdet af de krævede yderligere periodiske finansielle oplysninger står i et rimeligt forhold til de faktorer, der bidrager til investeringsbeslutninger, som investorerne i den pågældende medlemsstat træffer.

[...]

Hjemlandet må ikke stille strengere krav til de i artikel 10 eller 13 omhandlede aktionærer, fysiske personer eller juridiske enheder end dem, der er fastsat i dette direktiv, undtagen når:

[...]

- iii) der anvendes love eller administrative bestemmelser, som er vedtaget i relation til overtagelsestilbud, fusionstransaktioner og andre transaktioner, der påvirker ejerskabet af eller kontrollen med selskaber, under tilsyn fra de af medlemsstaterne udpegede myndigheder i medfør af artikel 4 i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/25/EF af 21. april 2004 om overtagelsestilbud.«

6. Gennemsigtighedsdirektivets artikel 10 bestemmer:

»Anmeldelseskravene i artikel 9, stk. 1 og 2, finder også anvendelse på fysiske personer eller juridiske enheder, for så vidt disse er berettiget til at erhverve, afhænde eller udøve stemmerettigheder i et af følgende tilfælde eller en kombination heraf:

- a) stemmerettigheder, der besiddes af en tredjemand, med hvem den fysiske person eller juridiske enhed har indgået en aftale, der forpligter dem til ved samordnet brug af deres stemmeret at føre en langsigtet, fælles politik over for den pågældende udsteders ledelse.«

7. Gennemsigtighedsdirektivets artikel 24 fastsætter:

»1. Hver enkelt medlemsstat udpeger den i artikel 21, stk. 1, i direktiv 2003/71/EF omhandlede centrale myndighed som den centrale kompetente administrative myndighed med ansvar for at varetage de forpligtelser, der følger af nærværende direktiv, og for at sikre, at bestemmelser vedtaget i medfør af nærværende direktiv anvendes [...]

2. Medlemsstaterne kan tillade deres centrale kompetente myndighed at uddelegere opgaver [...] Enhver uddelegering af opgaver sker efter en specifik fremgangsmåde med angivelse af de opgaver, der skal varetages, og betingelserne for udførelsen af heraf.

[...] Under alle omstændigheder påhviler det endelige ansvar for kontrollen med overholdelsen af dette direktivs bestemmelser og gennemførelsesforanstaltningerne hertil den kompetente myndighed, der er udpeget i medfør af stk. 1.«

## **B. Østrigsk ret**

### **1. ÜbG**

8. Direktivet om overtagelsestilbud blev gennemført i østrigsk lov ved Bundesgesetz betreffend Übernahmeangebote (forbundslov om overtagelsestilbud, herefter »ÜbG«)<sup>5</sup>. § 1, stk. 6, indeholder følgende definition af begrebet »juridiske enheder, der handler i forståelse med andre«:

»Juridiske enheder, der handler i forståelse med andre: fysiske eller juridiske personer, som samarbejder med tilbudsgiveren i henhold til en aftale med henblik på at opnå eller udøve kontrol med målselskabet, navnlig gennem koordinering af stemmerettighederne, eller samarbejder med målselskabet i henhold til en aftale med henblik på at forhindre, at overtagelsestilbuddet realiseres. Ejer en juridisk enhed en indirekte eller direkte kontrollerende andel (§ 22, stk. 2 og 3) af en eller flere andre juridiske enheder, antages det, at alle disse juridiske enheder handler i forståelse med andre; det samme gælder, såfremt flere juridiske enheder har truffet aftale om udøvelsen af deres stemmerettigheder ved valg af bestyrelsesmedlemmer.«

9. Følgende fremgår af ÜbG's § 22, stk. 1:

»Enhver, som direkte eller indirekte opnår en kontrollerende andel i et målselskab, meddeler straks dette til overtagelseskommissionen og skal fremsætte et tilbud for de samlede kapitalandele i målselskabet i overensstemmelse med denne lov inden for en frist på 20 børsdage regnet fra erhvervelsen af en kontrollerende andel.«

10. I henhold til ÜbG's § 22a, stk. 1, »[gælder] pligten til at fremsætte et tilbud i henhold til § 22, stk. 1, [...] når der oprettes en gruppe af parter, der handler i forståelse med andre, som tilsammen erhverver en kontrollerende andel«.

11. ÜbG's § 23, der har overskriften »Fordeling af kapitalandele og udvidelse af tilbudsgiverens pligter«, forklarer i stk. 1, at »personer, der handler i forståelse med andre« som omhandlet i ÜbG's § 1, stk. 6, skal have deres stemmerettigheder gensidigt medregnet ved anvendelse af §§ 22-22b.

### **2. BörseG 1989**

12. På det for hovedsagen relevante tidspunkt fandt Börsegesetz 1989 (børslov) i den affattelse, der fremgår af BGBl. I 98/2015 (herefter »BörseG 1989«), anvendelse. §§ 91 ff. i BörseG 1989 gennemfører bl.a. de forpligtelser om anmeldelse af oplysninger om »større besiddelser«, som følger af gennemsigtighedsdirektivets afsnit I i kapitel III og navnlig artikel 9, stk. 1.

13. § 92, stk. 7, i BörseG 1989 udvider anmeldelsespligten i § 91 til ligeledes at omfatte tilfælde med »stemmerettigheder, som skal tilregnes personen i henhold til ÜbG's § 23, stk. 1 og 2«.

<sup>5</sup> BGBl. I nr. 127/1998.

### III. De faktiske omstændigheder, de nationale retsforhandlinger og de præjudicielle spørgsmål

14. Übernahmekommission (overtagelseskommission, Østrig) (herefter »overtagelseskommissionen«) er den »tilsynsmyndighed«, som Østrig har udpeget i medfør af artikel 4 i direktivet om overtagelsestilbud.

15. Den 22. november 2016 vedtog overtagelseskommissionen en afgørelse (herefter »den indledende afgørelse«) vedrørende Adler Real Estate AG (herefter »Adler«), Mountain Peak Trading LLP (herefter »Mountain Peak«), Westgrund AG (herefter »Westgrund«), Petrus Advisers LLP (herefter »Petrus«) og GM (en fysisk person). Denne afgørelse blev vedtaget i forbindelse med en sag om fastlæggelsen af de faktiske omstændigheder vedrørende erhvervelsen af en »større besiddelse« af aktier svarende til 31,36% af stemmerettighederne i Conwert Immobilien SE (herefter »Conwert«) og den dertil knyttede manglende opfyldelse af forpligtelsen til at fremsætte et obligatorisk offentligt overtagelsestilbud. Overtagelseskommissionen fastslog, at der ved gensidig medregning af stemmerettigheder i henhold til ÜbG's § 23, stk. 1, opnåedes en kontrollerende kapitalandel som omhandlet i ÜbG's § 22.

16. Overtagelseskommissionen havde foretaget denne tærskelvurdering på grundlag af sammenlægningskriterierne for »juridiske enheder, der handler i forståelse med andre«, som er fastsat i ÜbG's § 1, stk. 6. I henhold til ÜbG's § 23, stk. 1, skulle disse stemmerettigheder i Conwert derfor have været gensidigt medregnet med Adlers, Mountain Peaks, Westgrunds, Petrus' og GM's stemmerettigheder for første gang den 29. september 2015. I henhold til ÜbG's § 22a, nr. 1, skulle denne erhvervelse af en »større besiddelse« i princippet have medført et obligatorisk overtagelsestilbud af Conwert inden for en frist på 20 børsdage.

17. Ved dom af 1. marts 2017 forkastede Oberster Gerichtshof (øverste domstol, Østrig) en klage over den indledende afgørelse. Den indledende afgørelse blev endelig.

18. Den 29. juni 2018 pålagde finanstilsynet, som er den »centrale kompetente administrative myndighed« som omhandlet i gennemsigtighedsdirektivets artikel 24, Adler, Petrus og GM administrative bøder for overtrædelse af anmeldelsespligten i § 92, stk. 7, i BörseG 1989. Denne pligt påhviler enhver fysisk eller juridisk person, der individuelt eller i fællesskab erhverver en andelstærskel på 30% i et »målselskab«. I den foreliggende sag havde Adler, Petrus og GM ifølge finanstilsynet »handlet i forståelse med andre« som omhandlet i ÜbG's § 1, stk. 6, da de anskaffede sig aktier i Conwert. Stemmerettighederne i deres besiddelser i Conwert skulle derfor have været gensidigt medregnet med disse parters stemmerettigheder for første gang den 29. september 2015.

19. Med henblik på kvalificeringen af Adler, Petrus og GM som »personer, der handler i forståelse med andre«, anså finanstilsynet sig selv for bundet af den endelige karakter af den indledende afgørelses faktiske og retlige kvalificering. Således foretog den ikke selv en vurdering af, om Adler, Petrus og GM bør kvalificeres som »personer, der handler i forståelse med andre« som omhandlet i ÜbG's § 1, stk. 6, eller om stemmerettighederne i deres besiddelser skal medregnes dem gensidigt. Finanstilsynet besluttede, at det alene var forekomsten af lovovertrædelsens subjektive elementer – Adlers, Petrus' og GM's 'mens rea' (hensigt) – der kunne undersøges i sagen om administrative bøder.

20. Den forelæggende ret har henledt opmærksomheden på, at BörseG 1989, der gennemfører gennemsigtighedsdirektivet i østrigsk lovgivning, pålægger personer med »større besiddelser« (defineret som 30%) i en »udsteder« anmeldelsespligter. Disse pligter går videre end dem, der er fastsat i gennemsigtighedsdirektivet. Det er derfor den forelæggende rets opfattelse, at den anmeldelsespligt, som i henhold til § 92, stk. 7, i BörseG 1989 er pålagt »juridiske enheder, der handler i forståelse med andre«, skal anses for at være omfattet af begrebet »strengere krav end dem, der er fastsat i« gennemsigtighedsdirektivet.

21. Imidlertid er den forelæggende ret i tvivl om, hvorvidt disse »strengere« krav er i overensstemmelse med gennemsigtighedsdirektivets artikel 3, stk. 1a, fjerde afsnit, nr. iii). Denne bestemmelse bestemmer, at »strengere« krav er underlagt »tilsyn fra de af medlemsstaterne udpegede myndigheder i medfør af artikel 4 i [direktivet om overtagelsestilbud]«.

22. Den forelæggende ret har endvidere forelagt spørgsmål om, hvorvidt de østrigske processuelle regler om de bindende virkninger af administrative afgørelser, der er blevet endelige, er i overensstemmelse med artikel 47 i Den Europæiske Unions charter om grundlæggende rettigheder (herefter »chartret«) i en situation, hvor finanstilsynet efterfølgende anses for at være bundet af en tidligere afgørelse, som overtagelseskommissionen har truffet, og som er blevet endelig.

23. Dette er baggrunden for, at Bundesverwaltungsgericht (forbundsdomstol i forvaltningsretlige sager, Østrig) har besluttet at udsætte sagen og forelægge Domstolen følgende præjudicielle spørgsmål:

- »1) Skal artikel 3, stk. 1a, fjerde afsnit, nr. iii), i [direktiv 2004/109], senest ændret ved [direktiv 2013/50], fortolkes således, at det er en betingelse for lovligt at kunne stille »strengere krav« for så vidt angår »aktionærer, fysiske personer eller juridiske enheder«, at de »love eller administrative bestemmelser«, der opstiller de strengere krav vedrørende oplysninger om ejerandele, er »under tilsyn« fra en myndighed, som medlemsstaten har udpeget i henhold til artikel 4 i [direktiv 2004/25] om overtagelsestilbud, og at dette tilsyn omfatter kontrol med, at de strengere krav vedrørende oplysninger om ejerandele som omhandlet i [direktiv 2004/109] er opfyldt?
- 2) Er [chartrets] artikel 47 [...] til hinder for en national praksis, hvorefter en retskraftig afgørelse vedtaget af tilsynsmyndigheden i henhold til artikel 4 i [direktiv 2004/25], hvorved det blev fastslået, at en person havde overtrådt de nationale bestemmelser, der er vedtaget til gennemførelse af [direktiv 2004/25], også tillægges bindende virkning i forbindelse med en straffesag mod samme person vedrørende tilsidesættelse af hermed forbundne nationale forskrifter til gennemførelse af [direktiv 2004/109], således at denne person er hindret i at anfægte den allerede retskraftigt fastslåede lovovertrædelse i retlig og faktisk henseende?»

24. Adler, Petrus, GM, finanstilsynet samt Europa-Kommissionen har indgivet skriftlige indlæg. Med undtagelse af Kommissionen har disse parter endvidere besvaret de skriftlige spørgsmål, som Domstolen har stillet dem.

#### IV. Bedømmelse

25. Dette forslag til afgørelse er opbygget på følgende måde. Jeg vil begynde med det første spørgsmål, som den forelæggende ret har stillet, og fortolkningen af begrebet »under tilsyn« i forbindelse med den bestemmelse, hvori det er nævnt. Jeg vil derefter vende mig mod den foreliggende sags sammenhæng. Jeg skal i lyset af disse betragtninger foreslå Domstolen, at det alene er det første spørgsmål, der kræver en besvarelse (A). Henset til den nære forbindelse mellem nærværende sag og en anden anmodning om præjudiciel forelæggelse, som den samme nationale ret har forelagt i en parallel sag, sag C-546/18, Adler Real Estate<sup>6</sup>, er besvarelsen af nærværende sags andet spørgsmål faktisk allerede givet der (B).

##### A. Det første spørgsmål

26. Med sit første spørgsmål ønsker den forelæggende ret en afklaring af, om gennemsigtighedsdirektivets artikel 3, stk. 1a, fjerde afsnit, nr. iii), som ændret ved ændringsdirektivet, skal fortolkes således, at et »strengere krav« om anmeldelse end det, som er indeholdt i gennemsigtighedsdirektivet, skal være under tilsyn fra den af medlemsstaten udpegede myndighed i medfør af artikel 4 i direktivet om overtagelsestilbud. Såfremt svaret på dette spørgsmål er bekræftende, opstår delspørgsmålet om, hvorvidt et sådant »tilsyn« kan adskilles fra opgaven om at »sikre overholdelse« af disse »strengere« anmeldelseskrav.

27. Dette spørgsmål kræver en del »udpakning«. Jeg skal i den forbindelse først beskrive grundlaget for de ændringer, som blev indført ved ændringsdirektivet, og behovet for at indsætte artikel 3, stk. 1a, fjerde afsnit, i gennemsigtighedsdirektivet (1). Jeg vil dernæst fortolke denne bestemmelse i den sammenhæng, hvori den indgår og i lyset af de betingelser for anvendelse, som den forudsætter (2). Jeg vil derefter vende mig mod fortolkningen af ordene »under tilsyn«, således som de fremgår af gennemsigtighedsdirektivets artikel 3, stk. 1a, fjerde afsnit, nr. iii), for at afgøre, hvilken myndighed der skal føre regelmæssigt tilsyn med disse »strengere« anmeldelseskrav (3). Jeg vil først da kunne besvare den forelæggende rets spørgsmål.

##### 1. Gennemsigtighedsdirektivets og dets ændring

28. Som en del af den generelle målsætning om at gennemføre det indre marked for finansielle tjenester og samstemme regnskabstandarder overalt i Unionen havde gennemsigtighedsdirektivet til formål at bidrage til at oprette »effektive, gennemsigtige og integrerede værdipapirmarkeder«<sup>7</sup>. Dette medførte *minimumsharmonisering* af anmeldelseskrav for fysiske og juridiske personer, der erhverver eller på anden måde håndterer værdipapirer i udstedere, der er aktive på et reguleret marked i en medlemsstat<sup>8</sup>. Dette gav medlemsstaterne beføjelse til i forbindelse med gennemførelsen af disse krav at gå videre end det harmoniserede grundniveau ved at indføre anmeldelseskrav, der var »strengere« end dem, der er fastsat i gennemsigtighedsdirektivet<sup>9</sup>.

<sup>6</sup> Jf. mit forslag til afgørelse Adler Real Estate m.fl. (C-546/18).

<sup>7</sup> Første og niende betragtning til gennemsigtighedsdirektivet.

<sup>8</sup> I modsætning til f.eks. den fuldstændige harmonisering af oplysningskravene i »prospektforordningen« (Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2017/1129 af 14.6.2017 om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel på et reguleret marked, og om ophævelse af direktiv 2003/71/EF (EUT 2017, L 168, s. 12)).

<sup>9</sup> Gennemsigtighedsdirektivets artikel 3, stk. 1.

29. Som det er forklaret i arbejdsdokumentet fra Kommissionens tjenestegrene var virkningen af disse »strengere« krav en »ujævn harmonisering«. Dette gjorde det vanskeligt for personer eller enheder samtidig at overholde flere medlemsstaters lovgivning<sup>10</sup>.

30. Det var hensigten, at ændringsdirektivet skulle løse dette problem. Generelt blev medlemsstaternes beføjelse til at fastsætte »strengere« anmeldelseskrav for indehavere af aktier end dem, der er fastsat i gennemsigtighedsdirektivet, fjernet<sup>11</sup>. Samtidig var det med ændringsdirektivet imidlertid nødvendigt at fastholde medlemsstaternes mulighed for at indføre sådanne krav, hvis de vedrører et *andet aspekt* af reguleringen af de nationale værdipapirmarkeder.

31. Et af disse aspekter er reguleringen af overtagelsestilbud, fusionstransaktioner og andre transaktioner, der påvirker ejerskabet eller kontrollen med selskaber. Reguleringen heraf er generelt omfattet af direktivet om overtagelsestilbud<sup>12</sup>. Ifølge gennemsigtighedsdirektivets artikel 3, stk. 1a, fjerde afsnit, nr. iii), må hjemlandet stille »strengere« krav til indehavere af værdipapirer end dem, der er fastsat i gennemsigtighedsdirektivet, hvis disse krav er omfattet af anvendelsesområdet for direktivet om overtagelsestilbud. Imidlertid skal disse »strengere« krav være »under tilsyn fra de af medlemsstaterne udpegede myndigheder i medfør af« samme direktivs artikel 4<sup>13</sup>.

32. Det er fortolkningen af ordene »under tilsyn« i denne bestemmelse, der er årsagen til uenigheden i nærværende sag, hvilket jeg nu vil vende mig mod.

## 2. »Under tilsyn«

33. Den forelæggende ret ønsker oplyst om ordene »under tilsyn« i gennemsigtighedsdirektivets artikel 3, stk. 1a, fjerde afsnit, nr. iii), skal fortolkes således, at de alene vedrører »tilsyn« med de »strengere« krav, der er pålagt ved national ret, eller om de også er forbundet med at sikre deres »opfyldelse«.

34. GM, Adler og Kommissionen har anlagt en ordlydsfortolkning af bestemmelsen. De har gjort gældende, at bestemmelsen klart henviser til de af medlemsstaterne udpegede myndigheder i medfør af artikel 4 i direktivet om overtagelsestilbud som dem, der skal føre »tilsyn« med de »strengere« krav.

35. Finanstilsynet har for sit vedkommende gjort gældende, at det ville være i strid med gennemsigtighedsdirektivets ånd og formål, hvis en anden myndighed end finanstilsynet blev tildelt kompetence til at sikre overholdelse af dette direktiv. Finanstilsynet har anført, at kun finanstilsynet er den »centrale kompetente administrative myndighed« som omhandlet i gennemsigtighedsdirektivets artikel 24, stk. 1. Således vil en fortolkning af

<sup>10</sup> Commission Staff Working Document – The review of the operation of Directive 2004/109/EC: emerging issues Accompanying document to the Report from the Commission to the Council, the European Parliament, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions Operation of Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market, COM(2010)243 (SEC(2009)611 final), punkt 6. Jf. endvidere vedrørende problemet med hensyn til overregulering, Commission Staff Working Document – Report on more stringent national measures concerning Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market (SEC(2008)3033 final), punkt 6.

<sup>11</sup> 12. betragtning til ændringsdirektivet. Jf. endvidere forbuddet mod krav til værdipapirholdere, der er indeholdt i gennemsigtighedsdirektivets artikel 3, stk. 1a, fjerde afsnit.

<sup>12</sup> Jf. f.eks. N. Moloney, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford University Press, 2014, s. 140.

<sup>13</sup> Min fremhævelse.



gennemsigtighedsdirektivets artikel 3, stk. 1a, fjerde afsnit, nr. iii), som overdrager tilsynet med »strengere« krav til overtagelseskommisionen, ikke være understøttet af ordlyden af gennemsigtighedsdirektivets artikel 24, stk. 1. Endvidere må begrebet »udpegede myndigheder i medfør af artikel 4« i direktivet om overtagelsestilbud omfatte enhver myndighed, der sagligt er kompetent til at nå de mål, som forfølges med direktivet om overtagelsestilbud. Parterne ville ellers kunne unddrage sig gennemsigtighedsdirektivets anmeldelseskrav ved at »handle i forståelse med andre« i forbindelse med køb af »større besiddelser«.

36. Jeg er ikke overbevist af de argumenter, som finanstilsynet har gjort gældende.

37. Formålet med gennemsigtighedsdirektivet er at indføre lovgivningsmæssig harmonisering. Medlemsstaterne skal udpege en administrativ myndighed, der skal føre tilsyn med dette formål<sup>14</sup>. Imidlertid kan sådan harmonisering naturligvis alene ske inden for gennemsigtighedsdirektivets anvendelsesområde. Dette formål påvirker ikke kompetenceområder, der ikke er omfattet heraf, herunder når de vedrører reguleringen af andre aspekter af de nationale værdimarkeder<sup>15</sup>. Når dette er sagt bekræfter en rimelig fortolkning af gennemsigtighedsdirektivets artikel 3, stk. 1a, fjerde afsnit, nr. iii), at denne undtagelse netop vedrører sådanne kompetencer, der falder »uden for«: overtagelsestilbud, fusionstransaktioner og andre transaktioner. Det var aldrig hensigten med gennemsigtighedsdirektivet at indføre harmoniserede regler om anmeldelseskrav med hensyn til disse områder.

38. Denne samme konklusion bekræftes endvidere af 12. betragtning til ændringsdirektivet. EU-lovgiver anfører heri, at målet med at harmonisere ordningen for anmeldelse af besiddelser af værdipapirer med stemmerettigheder ikke skal påvirke de parallelle forpligtelser i henhold til direktivet om overtagelsestilbud (og det gennemsigtighedsinitiativ, som det forfølger). Dette skyldes navnlig, at de to direktiver følger to forskellige »hastigheder« hvad angår lovgivningsmæssig gennemgang: Direktivet om overtagelsestilbud er underlagt et princip om »samordning«<sup>16</sup>, der blot har til formål at indføre »visse fælles principper og et begrænset antal generelle forskrifter, som medlemsstaterne skal gennemføre ved hjælp af mere detaljerede regler i overensstemmelse med deres nationale systemer og kulturelle traditioner«<sup>17</sup>. Derimod fremmer gennemsigtighedsdirektivet et bredere politisk initiativ, der har til hensigt at harmonisere nationale forskrifter<sup>18</sup>.

39. Henvisningen i gennemsigtighedsdirektivets artikel 3, stk. 1a, til »strengere krav« skal således mere forstås som en »kompetencekontrollerende« bestemmelse, der har til formål at beskytte mod »tilsynsmæssig overdrivelse« fra den myndighed, der er udpeget i medfør af gennemsigtighedsdirektivets artikel 24. Således ønskede EU-lovgiver at sikre, at »artikel 24-myndigheden« ikke indirekte udvider kravet om »harmonisering« til anmeldelseskrav, der ellers er omfattet af rækkevidden af »artikel 4-myndighedens« tilsyn.

40. Ønsket om afgrænsning af »artikel 24-myndighedens beføjelser« får imidlertid blot større betydning i sager, hvor den pågældende medlemsstat har besluttet at opdele tilsynsbeføjelserne i henhold til gennemsigtighedsdirektivet og direktivet om overtagelsestilbud mellem to (eller flere)

<sup>14</sup> Som finanstilsynet på korrekt vis har påpeget, må medlemsstaterne naturligvis tillige udpege en anden kompetent myndighed end den i gennemsigtighedsdirektivets artikel 24, stk. 1, nævnte »centrale kompetente myndighed« med henblik på direktivets artikel 24, stk. 4, litra h), og må også tildele denne anden myndighed visse beføjelser. Som finanstilsynet har bekræftet i sit indlæg, er disse aspekter imidlertid ikke relevante i det foreliggende tilfælde.

<sup>15</sup> Som forklaret i nærværende forslag til afgørelse punkt 30.

<sup>16</sup> Første betragtning til direktivet om overtagelsestilbud.

<sup>17</sup> 26. betragtning til direktivet om overtagelsestilbud.

<sup>18</sup> Femte betragtning til gennemsigtighedsdirektivet.

myndigheder<sup>19</sup>. Af hensyn til sådanne tilfælde udpeges der i gennemsigtighedsdirektivets artikel 3, stk. 1a, fjerde afsnit, nr. iii), en »førende« myndighed med henblik på gennemsigtighedsdirektivet samt denne myndigheds lovbestemte begrænsninger. Bestemmelsen supplerer derfor på den anden side set forpligtelsen om samarbejde og udveksling af oplysninger, der er indeholdt i artikel 4, stk. 4, i direktivet om overtagelsestilbud.

41. Efter min opfattelse er der derfor intet, der tyder på, at gennemsigtighedsdirektivets artikel 3, stk. 1a, fjerde afsnit, nr. iii), har til formål at undergrave (eller begrænse) den opgave, som den »centrale kompetente administrative myndighed« i gennemsigtighedsdirektivets artikel 24 har. Jeg kan endvidere ikke se, hvorledes den løsning, som GM, Adler og Kommissionen har foreslået, ville give mulighed for at »omgå« de anmeldelseskrav, der følger af gennemsigtighedsdirektivet. Når der er tale om »strengere« anmeldelseskrav i overensstemmelse med gennemsigtighedsdirektivets artikel 3, stk. 1a, fjerde afsnit, nr. iii), er de omfattet af de beføjelser (og det lovbestemt tilsyn), som er tillagt de »artikel 4-myndigheder«, der er udpeget med henblik herpå. Så længe denne forpligtelse er korrekt gennemført i national ret, er der ingen fare for, at »strengere« anmeldelseskrav i relation til overtagelsestilbud, fusionstransaktioner og andre transaktioner, der påvirker ejerskabet eller kontrollen med selskaber, lovgivningsmæssigt bliver, hvad der svarer til »internationalt farvand«.

42. Alt dette fører i sidste ende til delspørgsmålet om, hvorvidt et sådant »tilsyn« tillige omfatter at »sikre opfyldelsen« af de »strengere« anmeldelseskrav.

43. Det er min opfattelse, at svaret bør være ja, henset til alt det, som er anført ovenfor.

44. Rent sprogligt og logisk set har jeg for det første temmelig svært ved at sondre mellem »tilsyn« og »sikre opfyldelse«. Idet det antages, at administrative myndigheder ikke tildeles beføjelser til at føre »tilsyn« for deres egen fornøjelses skyld, vil »tilsyn« nødvendigvis i overvejende grad overlappe »sikre opfyldelse«.

45. For det andet fører en rimelig fortolkning af gennemsigtighedsdirektivets artikel 3, stk. 1a, fjerde afsnit, nr. iii), ikke til en anden konklusion. Der er intet i teksten eller forarbejderne til dette direktiv, der tyder på, at der skal sondres mellem »tilsyn« med og »sikre overholdelse« af gennemsigtighedsdirektivets betingelser.

46. Som jeg for det tredje har forklaret ovenfor i punkt 37 og 38 i nærværende forslag til afgørelse, er det klart at, gennemsigtighedsdirektivets artikel 3, stk. 1a, fjerde afsnit, nr. iii), vedrører de lovgivningsmæssige aspekter, der ikke er omfattet af dette direktivs anvendelsesområde. Det ville derfor være fuldstændig ulogisk, hvis »artikel 24-myndigheden« blev bedt om at kontrollere opfyldelse af krav, *der ikke er omfattet af dens beføjelser*.

47. Derfor er den eneste rimelige måde at fortolke ordene »under tilsyn« i gennemsigtighedsdirektivets artikel 3, stk. 1a, fjerde afsnit, nr. iii), at de tillige omfatter at »sikre overholdelse« af de krav, der følger af direktivet om overtagelsestilbud.

<sup>19</sup> Det fremgår, at en række medlemsstater har udpeget den samme myndighed med hensyn til artikel 4 i direktivet om overtagelsestilbud og gennemsigtighedsdirektivets artikel 24. Jf. Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed, »Practical Guide: National rules on notifications of major holdings under the Transparency Directive« af 31.7.2019 (ESMA 31-67-535) og »List of competent authorities designated for the purposes of Directive 2004/25/EC on takeover bids (Takeover bids Directive)« af 8.6.2020.

### **3. Den foreliggende sag: Er der pålagt et strengere krav?**

48. Således skal ethvert »strengere krav« til indberetning end dem, der er indeholdt i gennemsigthedsdirektivet, og som er omfattet af gennemsigthedsdirektivets artikel 3, stk. 1a, fjerde afsnit, nr. iii), undergives tilsyn fra de af medlemsstaternes kompetente udpegede myndigheder i medfør af artikel 4 i direktivet om overtagelsestilbud.

49. Hvad angår den foreliggende sags retlige rammer har parterne forklaret, at ÜbG gennemfører direktivet om overtagelsestilbud i østrigsk ret. I denne forbindelse blev overtagelseskommissionen udpeget som den kompetente myndighed som omhandlet i dette direktivs artikel 4. Med forbehold for den forelæggende rets efterprøvelse synes overtagelseskommissionen således at være den eneste myndighed, der udøver denne kompetence.

50. I deres besvarelser af et skriftligt spørgsmål, som Domstolen har stillet, har GM, Adler og finanstilsynet forklaret, at finanstilsynet er den eneste myndighed, der er udpeget i henhold til gennemsigthedsdirektivets artikel 24, stk. 1, og at denne myndighed ikke overdrog nogen tilsyns- eller kontrolbeføjelser til overtagelseskommissionen.

51. Med andre ord synes der i henhold til østrigsk ret at foreligge en ren kompetencefordeling mellem den myndighed, der er ansvarlig for gennemsigthedsdirektivet (finansstilsynet), og den myndighed, der er ansvarlig for direktivet om overtagelsestilbud (overtagelseskommissionen). Dette betyder, at det alene er overtagelseskommissionen, der kan have haft adgang til at føre tilsyn med (og sikre opfyldelse af) de »strengere krav« om indberetning end dem, der er indeholdt i gennemsigthedsdirektivet, og som er omfattet af gennemsigthedsdirektivets artikel 3, stk. 1a, fjerde afsnit, nr. iii).

52. Det tilkommer den forelæggende ret at foretage disse overvejelser, da de vedrører fortolkningen af national ret. Det tilkommer endvidere den forelæggende ret at afgøre, om udvidelsen af anmeldelsespligten i § 92, stk. 7, i BörseG 1989 til større besiddelser, der skal tilregnes i henhold til ÜbG's § 23, stk. 1, udgør et »strengere krav« end dem, der er indeholdt i gennemsigthedsdirektivet.

53. Med henblik på fuldt ud at bistå den forelæggende ret og som reaktion på de synspunkter, som denne ret allerede har givet udtryk for i forelæggelsesafgørelsen, er jeg imidlertid umiddelbart enig med den forelæggende ret i, at der i den foreliggende sag på grundlag af de oplysninger, som den forelæggende ret har fremlagt og afspejlet i sagsakterne, synes at foreligge et sådant krav.

54. Begrebet »personer, der handler i forståelse med andre« fremgår ikke af gennemsigthedsdirektivet som sådan. Imidlertid omhandler dette direktivs artikel 10, litra a), den situation, hvor en fysisk person eller juridisk enhed erhverver, afhænder eller udøver stemmerettigheder, »der besiddes af en tredjemand, med hvem den fysiske person eller juridiske enhed har indgået en aftale, der forpligter dem til ved samordnet brug af deres stemmeret at føre en langsigtet, fælles politik over for den pågældende udsteders ledelse«.

55. Finanstilsynet har gjort gældende, at denne bestemmelse »kvalitativt« overlapper den anmeldelsespligt, der er indeholdt i § 92, stk. 7, i BörseG 1989 vedrørende »personer, der handler i forståelse med andre«.

56. Adler, Petrus og GM er af den modsatte opfattelse. De har nærmere bestemt gjort gældende, at den nationale ordning har en større rækkevidde end den rækkevidde, som gennemsigthedsdirektivets artikel 10, litra a), har, da hverken § 92, stk. 7, i BörseG, eller bestemmelserne, som den direkte eller indirekte henviser til, kræver en »langsigtet, fælles politik over for den pågældende udsteders ledelse«.

57. Gennemsigthedsdirektivets artikel 10, litra a), indeholder en række kumulative betingelser. For det første kræves der en »aftale«. Fraværet af yderligere kvalificeret forklaring hvad angår dens indhold og form indebærer, at der i denne henseende blot skal være tale om »samstemmende vilje«. Det ville nemlig have begrænset betydning kun at gøre skriftlige (eller konkrete) aftaler til genstand for anmeldelsespligten, hvis det generelle formål med gennemsigthedsdirektivets artikel 9 og 10 er offentliggørelse af *samtlig*e »større besiddelser« af børsnoterede værdipapirer. Denne bestemmelse kræver for det andet en »forpligtelse til at føre« en bestemt politik på grundlag af eksisterende aktiebeholdning *som følge* af denne aftale<sup>20</sup>. Aftalen og den »politik«, der føres deri, skal for det tredje kræve en »samordnet brug«, dvs. handling på koordineret vis. Endelig skal denne øvelse medføre en »langsigtet, fælles politik over for den pågældende udsteders ledelse«<sup>21</sup>. Bestemmelsen kræver med andre ord et stort engagement i en vis periode, der ikke kan være flygtigt eller periodisk, og som skal være ensartet og rettet til det berørte selskabs ledelse.

58. Uden at det er nødvendigt at vurdere, om alle de ovennævnte krav er opfyldt, og med forbehold for den forelæggende rets efterprøvelse, er det tilstrækkeligt at anføre, at ingen af de nationale forskrifter, der er forelagt for Domstolen, synes at kræve en lignende »langsigtet, fælles politik« som den, der er foreskrevet i gennemsigthedsdirektivets artikel 10, litra a).

59. Jeg er derfor umiddelbart enig med den forelæggende ret i, at anmeldelsespligten i § 92, stk. 7, i BörseG 1989 vedrørende »personer, der handler i forståelse med andre« synes at indeholde et »strengere krav« end dem, der er indeholdt i gennemsigthedsdirektivet, som skulle have været »under tilsyn« fra den af Østrig udpegede myndighed i medfør af artikel 4 i direktivet om overtagelsestilbud. Denne myndighed synes i henhold til østrigsk ret at være overtagelseskommissionen.

## ***B. Det andet spørgsmål***

60. Med sit andet spørgsmål anmoder den forelæggende ret om vejledning med hensyn til, hvorvidt chartrets artikel 47 skal fortolkes således, at den er til hinder for nationale processuelle regler, der tillægger endelige administrative afgørelser, som er truffet af en tilsynsmyndighed udpeget i medfør af artikel 4 i direktiv 2004/25, bindende virkning, og som er udformet som svar på en indledende sag og objektivt fastlægger visse faktiske omstændigheder, hvis denne afgørelse fratager en anden tilsynsmyndighed, der er udpeget i medfør af artikel 24 i direktiv 2004/109, evnen til at foretage sin egen undersøgelse af de faktiske omstændigheder eller retlige vurdering i forhold til den samme genstand og de samme personer.

61. I lyset af den foreslåede besvarelse af det første spørgsmål er der ikke behov for at besvare det andet spørgsmål.

<sup>20</sup> Selv om opmærksomheden skal henledes på, at mens den engelske (»to adopt«), den franske (»à adopter«), den spanske (»a adoptar«) og den italienske (»ad adottare«) sprogversion blot synes at stille krav om behovet for at »godkende« et bestemt standpunkt, peger andre sprogversioner, især den tyske (»zu verfolgen«), den nederlandske (»te voeren«) eller den tjekkiske sprogversion (»provádět«) mere i retning af, at parterne rent faktisk »gennemfører« dette standpunkt. Dvs. formentlig i princippet mere end blot at være enig heri.

<sup>21</sup> Min fremhævelse.

62. Jeg skal imidlertid for fuldstændigheds skyld, og henset til muligheden for, at Domstolen kan have et anderledes synspunkt hvad angår det første spørgsmål, henvide til den bedømmelse, som jeg allerede har foretaget med hensyn til de lignende spørgsmål, som den samme forelæggende ret har rejst i en parallel sag, sag C-546/18, Adler Real Estate<sup>22</sup>.

63. Den foreliggende sag adskiller sig fra sag C-546/18, Adler Real Estate, på et punkt: De af den forelæggende ret rejste spørgsmål vedrører de »tværinstitutionelle« virkninger af en administrativ myndigheds tidligere konstatering i modsætning til blot »interinstitutionelle« virkninger på tværs af individuelle sager, således som det var tilfældet i sag C-546/18, Adler Real Estate.

64. Dette punkt gør imidlertid ingen forskel. Den i denne sag identificerede problemstilling er logisk set snarere den samme i den foreliggende sag, da begge sager har sine rødder i det samme problem: Manglende effektiv domstolsbeskyttelse i overensstemmelse med chartrets artikel 47, stk. 1, i den første runde af den indledende sag ved overtagelseskommissionen, hvilket er *det samme i begge sager*.

65. Om og hvorledes der i den interne retsorden er et ønske om at skabe bindende virkninger for administrative myndigheders endelige afgørelser, er principielt overladt til medlemsstaternes procesautonomi. Denne ordning er alene underlagt ækvivalensprincippet og effektivitetsprincippet<sup>23</sup>. I tilfælde, hvor der foreligger (ægte) partsidentitet, retsgrundlag og sagsgenstand, er der i princippet intet til hinder for at tillægge en endelig afgørelse, der er truffet af en administrativ myndighed (her overtagelseskommissionen), bindende virkninger, således at en anden administrativ myndighed i sin sag er bundet heraf (her finanstilsynet, forudsat at besvarelsen af det første spørgsmål er anderledes)<sup>24</sup>.

66. For at overholde chartrets artikel 47, stk. 1, i tilfælde, hvor myndigheden, hvis administrative afgørelser anses for at blive endelige, ikke selv opfylder »domstolskriteriet« som omhandlet i chartrets artikel 47, stk. 1, skal der imidlertid kunne foretages en efterprøvelse af disse konstateringer af en domstol, der har »fuld prøvelsesret«, og som kan undersøge både de retlige og de faktiske spørgsmål<sup>25</sup>.

67. Parterne har i den foreliggende sag forklaret, at finanstilsynet anså sig selv for at være bundet af en afgørelse, der blev truffet af overtagelseskommissionen i en tidligere sag. Imidlertid opfylder overtagelseskommissionen ikke »domstolskriteriet« som omhandlet i chartrets artikel 47, stk. 1. Oberster Gerichtshofs (øverste domstol) kompetence er i disse sager delvis og alene begrænset til retlige spørgsmål.

68. Sammenfattende er den institutionelle og proceduremæssige udformning af de regler, som finder anvendelse på den foreliggende sag, behæftet med de samme mangler, som ordningen i sag C-546/18, Adler Real Estate: Der synes ikke, igen med forbehold for den forelæggende rets endelige efterprøvelse, at være nogen effektiv domstolsbeskyttelse som krævet i chartrets artikel 47, stk. 1, »i den første runde«. Denne mangel kan tilsyneladende ikke udbedres i »den anden runde«, da både den administrative myndighed, der efterfølgende skal træffe afgørelse, samt den domstol, der eventuelt skal efterprøve den »anden« administrative afgørelse, på daværende tidspunkt faktisk er bundet af den »første« administrative afgørelses konstateringer.

<sup>22</sup> Jf. mit forslag til afgørelse Adler Real Estate m.fl. (C-546/18).

<sup>23</sup> Jf. i denne retning dom af 11.11.2015, Klausner Holz Niedersachsen (C-505/14, EU:C:2015:742, præmis 40 og den deri nævnte retspraksis).

<sup>24</sup> Jf. mit forslag til afgørelse Adler Real Estate m.fl. (C-546/18, punkt 80).

<sup>25</sup> Ibidem, punkt 48.

## V. Forslag til afgørelse

69. Jeg foreslår Domstolen at besvare det første præjudicielle spørgsmål fra Bundesverwaltungsgericht (forbundsdomstol i forvaltningsretlige sager, Østrig) som følger:

»Artikel 3, stk. 1a, fjerde afsnit, nr. iii), i direktiv 2004/109/EF, som senest ændret ved direktiv 2013/50/EU, skal fortolkes således, at den myndighed, der er ansvarlig for »tilsynet« med pålæggelsen af »strengere krav« som omhandlet i denne bestemmelse, er den af medlemsstaten udpegede myndighed i medfør af artikel 4 i direktiv 2004/25/EF. Et sådant tilsyn omfatter kontrol med, at disse »strengere« krav er opfyldt.

Det tilkommer den nationale ret at efterprøve, om anmeldelseskravene i hovedsagen udgør »strengere krav« end dem, der er indeholdt i direktiv 2003/109/EF.«