



## Jurisprudentie

ARREST VAN HET HOF (Derde kamer)

20 juli 2017\*

„Prejudiciële verwijzing – Vennootschapsrecht – Richtlijn 2004/25/EG – Openbare overnamebiedingen – Artikel 5, lid 4, tweede alinea – Mogelijkheid om onder welomlijnde omstandigheden en op grond van duidelijk omschreven criteria de biedprijs te wijzigen – Nationale regeling die voorziet in de mogelijkheid voor de toezichthoudende autoriteit om de prijs van een openbaar overnamebod te verhogen in geval van samenspanning tussen de bieder of de in onderling overleg met hem handelende personen en een of meer verkopers”

In zaak C-206/16,

betreffende een verzoek om een prejudiciële beslissing krachtens artikel 267 VWEU, ingediend door de Consiglio di Stato (hoogste bestuursrechter, Italië) bij beslissing van 10 november 2015, ingekomen bij het Hof op 13 april 2016, in de procedure

**Marco Tronchetti Provera SpA,**

**Antares European Fund Limited,**

**Antares European Fund II Limited,**

**Antares European Fund LP,**

**Luca Orsini Baroni,**

**UniCredit SpA,**

**Camfin SpA**

tegen

**Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob),**

in tegenwoordigheid van:

**Camfin SpA,**

**Generali Assicurazioni Generali SpA,**

**Antares European Fund Limited,**

**Antares European Fund II Limited,**

\* Procestaal: Italiaans.

**Antares European Fund LP,**

**Luca Orsini Baroni,**

**Marco Tronchetti Provera & C. SpA,**

**UniCredit SpA,**

wijst

HET HOF (Derde kamer),

samengesteld als volgt: L. Bay Larsen, kamerpresident, M. Vilaras (rapporteur), J. Malenovský, M. Safjan en D. Šváby, rechters,

advocaat-generaal: N. Wahl,

griffier: R. Schiano, administrateur,

gezien de stukken en na de terechtzitting op 1 februari 2017,

gelet op de opmerkingen van:

- Camfin SpA, vertegenwoordigd door A. Zoppini, G. M. Roberti en I. Perego, advocati,
- de Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob), vertegenwoordigd door G. Randisi, S. Lopatriello, S. Providenti en A. Atripaldi, advocati,
- de Italiaanse regering, vertegenwoordigd door G. Palmieri als gemachtigde, bijgestaan door P. Gentili en S. Fiorentino, avvocati dello Stato,
- de Europese Commissie, vertegenwoordigd door V. Di Bucci en H. Støvlbæk als gemachtigden,

gehoord de conclusie van de advocaat-generaal ter terechtzitting van 15 maart 2017,

het navolgende

### **Arrest**

- 1 Het verzoek om een prejudiciële beslissing betreft de uitlegging van artikel 5, lid 4, tweede alinea, van richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod (PB 2004, L 142, blz. 12).
- 2 Dit verzoek is ingediend in het kader van vier gedingen tussen verschillende Italiaanse handelsvennootschappen en de Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob) (nationale vennootschaps- en beursautoriteit, Italië) over de wettelijkheid van een besluit van deze laatste tot verhoging van de prijs van een openbaar overnamebod (OOB).

## *Toepasselijke bepalingen*

### *Unierecht*

- 3 In de overwegingen 1 tot en met 3 en 9 van richtlijn 2004/25 staat te lezen:
- „(1) Overeenkomstig artikel [50], lid 2, onder g), [VWEU] dienen de waarborgen te worden gecoördineerd welke in de lidstaten worden verlangd van onder het recht van een lidstaat vallende vennootschappen waarvan de effecten in een lidstaat tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten om de belangen te beschermen zowel van deelnemers in die vennootschappen als van derden, teneinde die waarborgen in de gehele [Europese Unie] gelijkwaardig te maken.
- (2) Het is noodzakelijk de belangen van de houders van effecten van onder het recht van een lidstaat vallende vennootschappen te beschermen wanneer deze vennootschappen met een openbaar overnamebod of een wijziging van de zeggenschap te maken krijgen en ten minste een deel van hun effecten tot de handel op een gereguleerde markt in een lidstaat is toegelaten.
- (3) Het is noodzakelijk om in de gehele [Unie] duidelijkheid en transparantie te creëren met betrekking tot juridische kwesties die in het geval van een openbaar overnamebod moeten worden geregeld en om te voorkomen dat de herstructurering van ondernemingen in de [Unie] wordt verstoord door willekeurige verschillen in bestuurs- en managementcultuur.
- [...]
- (9) De lidstaten dienen het nodige te doen ter bescherming van houders van effecten, inzonderheid die met een minderheidsbelang, nadat de zeggenschap over hun vennootschap is gewijzigd. De lidstaten dienen die bescherming te waarborgen door degene die de zeggenschap over een vennootschap heeft verkregen, ertoe te verplichten een tot alle houders van de effecten van die vennootschap gericht bod te doen om al hun effecten te verwerven voor een billijke prijs, welke in een gemeenschappelijke definitie is omschreven. De lidstaten moeten in andere instrumenten ter bescherming van de belangen van de houders van effecten kunnen voorzien, zoals de verplichting om een partieel bod uit te brengen wanneer de bidder niet de zeggenschap over de vennootschap verkrijgt of de verplichting om tegelijk met de verkrijging van de zeggenschap over de vennootschap een bod uit te brengen.”
- 4 Artikel 3 van die richtlijn, met als opschrift „Algemene beginselen”, luidt:
- „1. Voor de toepassing van deze richtlijn dragen de lidstaten er zorg voor dat aan de volgende beginselen wordt voldaan:
- a) alle houders van effecten van een doelvennootschap van dezelfde soort moeten op gelijkwaardige wijze worden behandeld; bovendien dienen, indien een persoon de zeggenschap over een vennootschap verkrijgt, de overige houders van effecten te worden beschermd;
- b) de houders van effecten van een doelvennootschap moeten over voldoende tijd en inlichtingen beschikken om met kennis van zaken over het bod te kunnen beslissen; het leidinggevend of het bestuursorgaan van de doelvennootschap moet in zijn advies aan de houders van effecten zijn visie geven op de gevolgen van de uitvoering van het bod voor de werkgelegenheid, de arbeidsvoorwaarden en de vestigingsplaatsen van de vennootschap;

- c) het leidinggevend of het bestuursorgaan van de doelvennootschap dient te handelen in het belang van de vennootschap als geheel en mag de houders van effecten niet de mogelijkheid ontzeggen om over de merites van het bod te beslissen;
  - d) er mogen geen oneigenlijke markten ontstaan in effecten van de doelvennootschap, de biedende vennootschap of enige andere bij het bod betrokken vennootschap, waardoor de prijzen van de effecten kunstmatig zouden stijgen of dalen en de normale werking van de markten zou worden verstoord;
  - e) eenieder mag zijn bod pas aankondigen nadat hij ervoor heeft gezorgd dat hij een tegenprestatie in geld, indien deze wordt aangeboden, kan opbrengen en indien hij alle redelijke maatregelen heeft getroffen om elke andere vorm van vergoeding te kunnen verstrekken;
  - f) de doelvennootschap mag niet langer dan redelijk is in haar werkzaamheden worden gehinderd door een bod op haar effecten.
2. Teneinde de naleving van de in lid 1 neergelegde beginselen te waarborgen:
- a) zien de lidstaten erop toe dat wordt voldaan aan de in deze richtlijn opgenomen minimumvereisten;
  - b) kunnen de lidstaten aanvullende voorwaarden en strengere voorschriften vaststellen dan die welke bij deze richtlijn met betrekking tot biedingen zijn vereist.”
- 5 Artikel 5 van die richtlijn, met als opschrift „Bescherming van minderheidsaandeelhouders, verplicht bod en billijke prijs”, bepaalt in de leden 1 tot en met 4:

„1. De lidstaten dragen er zorg voor dat een natuurlijke of rechtspersoon die, ten gevolge van eigen verwerving of verwerving door in onderling overleg met hem handelende personen, effecten van een vennootschap als bedoeld in artikel 1, lid 1, in zijn bezit krijgt welke – in voorkomend geval samen met de effecten die hij reeds bezit en de effecten die in het bezit zijn van in onderling overleg met hem handelende personen –, rechtstreeks of middellijk een bepaald percentage van de stemrechten in de vennootschap vertegenwoordigen waarmee de zeggenschap over de vennootschap wordt verkregen, verplicht is een bod uit te brengen ter bescherming van de minderheidsaandeelhouders van de vennootschap. Dat bod wordt zo spoedig mogelijk gedaan aan alle houders van effecten, voor al hun effecten en tegen de in lid 4 bepaalde billijke prijs.

2. De bij lid 1 ingestelde biedplicht is niet langer van toepassing wanneer de zeggenschap is verkregen als gevolg van een overeenkomstig deze richtlijn uitgebracht vrijwillig bod dat tot alle houders van effecten was gericht en op al hun effecten betrekking had.

3. Het in lid 1 bedoelde percentage van de stemrechten waarmee de zeggenschap wordt verkregen en de methode voor de berekening ervan, worden vastgesteld overeenkomstig de voorschriften van de lidstaat waar de vennootschap haar statutaire zetel heeft.

4. De hoogste prijs die tijdens een door de lidstaten te bepalen periode van niet minder dan zes en niet meer dan twaalf maanden vóór het bod als bedoeld in lid 1 door deieder of door in onderling overleg met hem handelende personen voor dezelfde effecten is betaald, geldt als de billijke prijs. Indien na openbaarmaking van het bod en vóór sluiting van het bod voor aanvaarding deieder of in onderling overleg met hem handelende personen effecten aankopen boven de biedingsprijs, verhoogt deieder zijn bod tot ten minste de hoogste prijs die is betaald voor de aldus verworven effecten.

Op voorwaarde dat de algemene beginselen van artikel 3, lid 1, worden nageleefd, mogen de lidstaten de toezichthoudende autoriteiten ertoe machtigen om onder welomlijnde omstandigheden en op grond van duidelijk omschreven criteria de in de eerste alinea bedoelde prijs te wijzigen. Daartoe kunnen zij een lijst opstellen van de omstandigheden waaronder de hoogste prijs zowel opwaarts als neerwaarts kan worden bijgesteld, bijvoorbeeld wanneer de hoogste prijs bij overeenkomst tussen de koper en een verkoper werd vastgesteld, wanneer de marktprijzen van de effecten in kwestie zijn gemanipuleerd, wanneer de marktprijzen in het algemeen of bepaalde marktprijzen in het bijzonder door uitzonderlijke gebeurtenissen zijn beïnvloed of om de redding van een onderneming in moeilijkheden mogelijk te maken. Zij kunnen tevens de in dergelijke gevallen te hanteren criteria vaststellen, zoals bijvoorbeeld de gemiddelde marktwaarde over een bepaalde periode, de liquidatiewaarde van de vennootschap of andere objectieve waarderingscriteria die gewoonlijk bij de financiële analyse worden toegepast.

Elk besluit van de toezichthoudende autoriteit tot wijziging van de billijke prijs moet met redenen worden omkleed en openbaar worden gemaakt.”

### *Italiaans recht*

- 6 Artikel 106 van decreto legislativo 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 (wetsbesluit nr. 58 – eengemaakte tekst aangaande financiële intermediatie in de zin van de artikelen 8 en 21 van wet nr. 52 van 6 februari 1996), van 24 februari 1998 (gewoon supplement bij GURI nr. 71 van 26 maart 1998), in de op de feiten van het hoofdgeding toepasselijke versie (hierna: „TUF”), met als opschrift „Openbaar bod tot volledige overname”, bepaalt:

„1. Eenieder die door verwervingen een deelneming bezit die de drempel van 30 % te boven gaat, brengt een openbaar overnamebod uit dat tot alle houders van effecten is gericht en op al hun tot de handel op een gereguleerde markt toegelaten effecten betrekking heeft.

2. Voor iedere categorie effecten wordt het bod binnen een termijn van twintig dagen uitgebracht tegen een prijs die niet lager is dan de hoogste prijs die in de twaalf maanden voorafgaand aan de in artikel 102, lid 1, bedoelde mededeling door de bieder en in onderling overleg met hem handelende personen is betaald voor verwervingen van effecten van dezelfde categorie. Indien in de genoemde periode geen effecten van dezelfde categorie zijn verworven, wordt het bod voor die categorie effecten uitgebracht tegen een prijs die niet lager is dan de gewogen gemiddelde marktprijs gedurende de laatste twaalf maanden of de beschikbare kortere periode.

[...]

3. De Consob regelt bij besluit de gevallen waarin:

- a) de in lid 1 bedoelde deelneming wordt verkregen door de verwerving van deelnemingen in vennootschappen waarvan het vermogen voornamelijk uit effecten bestaat die zijn uitgegeven door een andere vennootschap als bedoeld in artikel 105, lid 1;
- b) de verplichting om een bod uit te brengen voortvloeit uit verwervingen van meer dan 5 % door degenen die de in lid 1 bedoelde deelneming reeds bezitten, zonder over de meerderheid van de stemrechten in de gewone algemene vergadering te beschikken;

- c) het bod na een gemotiveerde beslissing van de Consob wordt uitgebracht tegen een prijs die lager is dan de hoogste prijs die reeds is betaald, waarbij de criteria worden vastgesteld om die prijs te bepalen, mits er sprake is van een van de volgende omstandigheden:
- 1) de marktprijzen zijn door uitzonderlijke gebeurtenissen beïnvloed of er bestaat een geground vermoeden dat zij zijn gemanipuleerd;
  - 2) de hoogste prijs die in de in lid 2 bedoelde periode door de bieder of in onderling overleg met hem handelende personen is betaald, is de prijs voor de aan- en verkopen tegen marktvoorwaarden van de effecten waarop het bod betrekking heeft in het kader van het gewone beheer van de eigen karakteristieke activiteit of de prijs voor aan- en verkopen die in aanmerking zijn gekomen voor een van de in lid 5 bedoelde vrijstellingen;
- d) het overnamebod overeenkomstig een gemotiveerd besluit van de Consob op een hogere prijs wordt vastgesteld dan de hoogst betaalde, mits dit nodig is om de investeerders te beschermen en ten minste één van de volgende omstandigheden zich voordoet:
- 1) de bieder of de in onderling overleg met hem handelende personen zijn voor de verwerving van effecten een prijs overeengekomen die hoger is dan de voor de verwerving van effecten van dezelfde categorie betaalde prijs;
  - 2) er is sprake van samenspanning tussen de bieder of de personen die samen met hem handelen en een of meer verkopers;
  - 3) [...]
  - 4) er bestaat een geground vermoeden dat de marktprijzen zijn gemanipuleerd.

3-bis. De Consob kan, rekening houdend met de kenmerken van de uitgegeven financiële instrumenten, bij besluit vaststellen in welke gevallen de verplichting om een bod uit te brengen voortvloeit uit verwervingen die leiden tot het gezamenlijke bezit van effecten en andere financiële instrumenten die recht geven op stemrecht over de in artikel 105 genoemde onderwerpen, in die mate dat volledig stemrecht wordt toegekend, gelijkwaardig aan dat van degene die de in lid 1 vermelde deelneming bezit.

3-ter. De in lid 3, onder c) en d), bedoelde maatregelen worden bekendgemaakt op de wijze vastgesteld in het in artikel 103, lid 4, onder f), bedoelde besluit.

[...]"

- 7 Bij besluit nr. 11971 van 14 mei 1999 heeft de Consob de Regolamentoo di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti (verordening tot uitvoering van wetsbesluit nr. 58 van 24 februari 1998 houdende voorschriften voor uitgevende instellingen), aangenomen, die later herhaaldelijk is gewijzigd (hierna: „uitvoeringsverordening”). Artikel 47 octies van die verordening, met als opschrift „Verhoging van de prijs bij samenspanning”, bepaalt in lid 1:

„De biedprijs wordt door de Consob overeenkomstig artikel 106, lid 3, onder d), punt 2, [TUF] verhoogd, wanneer blijkt dat uit de vastgestelde samenspanning tussen de bieder of de in onderling overleg met hem handelende personen en een of meer verkopers een hogere prijs is voortgekomen dan de door de bieder aangegeven prijs. In een dergelijk geval is de prijs van het bod gelijk aan de vastgestelde prijs.”

### ***Hoofdgeding en prejudiciële vraag***

- 8 Marco Tronchetti Provera & C. SpA (hierna: „MTP”) heeft via tussenliggende vennootschappen Lauro Sessantuno SpA (hierna: „Lauro 61”) opgericht met het oog op de verwerving van de meerderheid van de aandelen van Camfin SpA, een houdstermaatschappij die niet rechtstreeks een industriële activiteit

uitoefent, maar haar resultaten haalt via de ondernemingen waarvan het kapitaal in haar handen is. Tot die ondernemingen behoort Pirelli & C. SpA (hierna: „Pirelli”), waarvan Camfin 26,19 % van de stemrechten bezit.

- 9 Op 5 juni 2013 heeft Lauro 61 de markt kennisgegeven van een OOB dat overeenkomstig artikel 106, lid 2, TUF tegen de hoogste prijs die in de afgelopen twaalf maanden was betaald, namelijk 0,80 EUR per aandeel, werd uitgebracht op alle gewone aandelen van Camfin. Het OOB was verplicht doordat Lauro 61 een deelneming van 60,99 % in het maatschappelijk kapitaal van Camfin bezat na de verwerving van verschillende directe deelnemingen van andere aandeelhouders van Camfin, waaronder Malacalza Investimenti Srl (hierna: „MCI”).
- 10 Lauro 61 heeft de markt niet alleen kennisgegeven van het OOB, maar ook van de ontbinding van overeenkomsten tussen MTP en MCI betreffende met name Camfin. MCI heeft de markt meegedeeld dat zij haar aandelen in deze laatste vennootschap had verkocht en een aparte transactie had verricht, namelijk de verwerving van een deelneming van 6,98 % in het maatschappelijk kapitaal van Pirelli van twee vennootschappen die met Camfin en andere grote aandeelhouders ervan een lock-upakkoord (hierna: „Pirelli-akkoord”) hadden ondertekend. De cedenten was bij dat akkoord de toestemming gegeven om alle of een deel van hun geblokkeerde aandelen uit het akkoord te lichten.
- 11 Op 11 oktober 2013 is het OOB succesvol afgerond en is Lauro 61 in het bezit gekomen van het volledige maatschappelijk kapitaal van Camfin.
- 12 Intussen had de Consob op 12 september 2013 naar aanleiding van een klacht van minderheidsaandeelhouders van Camfin een procedure gestart om de prijs te verhogen, op grond van met name artikel 106, lid 3, onder d), punt 2, TUF en artikel 47 octies van de uitvoeringsverordening.
- 13 Bij besluit nr. 18662 van 25 september 2013 heeft de Consob vastgesteld dat er sprake was van samenspanning tussen Lauro 61 en andere, in onderling overleg met haar handelende personen, enerzijds, en MCI, anderzijds, waarbij MCI aan Lauro 61 aandelen van Camfin tegen een prijs van 0,80 EUR per aandeel had verkocht en in ruil daarvoor aandelen van Pirelli had verworven van ondertekenaars van het Pirelli-akkoord tegen een prijs van 7,80 EUR per aandeel, wat minder is dan de prijs die had moeten worden betaald op basis van de marktwaarde, namelijk 8 EUR per aandeel. Gelet op het door MCI aldus ontvangen voordeel was de Consob van mening dat de prijs van een aandeel van Camfin op 0,83 EUR moest worden vastgesteld (hierna: „besluit nr. 18662”).
- 14 Bij de Tribunale amministrativo regionale per il Lazio (regionale bestuursrechter Lazio, Italië) zijn verschillende beroepen ingesteld tot nietigverklaring van besluit nr. 18662. In het kader van bepaalde beroepen werd betoogd dat artikel 106, lid 3, onder d), punt 2, TUF en artikel 47 octies van de uitvoeringsverordening niet van toepassing waren, aangezien zij in strijd waren met artikel 5, lid 4, van richtlijn 2004/25.
- 15 De Tribunale amministrativo regionale per il Lazio heeft de verschillende beroepen verworpen. Volgens die rechter vormde de vaststelling van het bestaan van een heimelijke overeenkomst slechts de feitelijke voorwaarde voor de uitoefening door de Consob van haar bevoegdheid tot wijziging van de prijs, waarvan het doel uitsluitend erin bestond de rechtvaardigheid te herstellen om de minderheidsaandeelhouders van Camfin te beschermen door hen in staat te stellen hetzelfde voordeel te genieten als de houder van een grote zeggenschapsdeelneming. Voorts heeft hij geoordeeld dat niet was voldaan aan de voorwaarden om het Hof een prejudiciële vraag te stellen, aangezien de Unieregeling geen aanleiding gaf tot twijfel over het te geven antwoord.
- 16 Aangaande de gegrondheid van besluit nr. 18662 heeft die rechter geoordeeld dat de Consob niet behoefde aan te tonen dat de partijen met hun gedrag bewust beoogden de regeling inzake het OOB te omzeilen, maar alleen behoefde aan te tonen dat dit gedrag dit objectief gezien tot gevolg kon hebben, omdat aan MCI een grotere tegenprestatie werd toegekend dan die welke in het OOB was

meegedeeld, namelijk de verwerving van de Pirelli-aandelen tegen een verlaagde prijs. Bij zijn algemene analyse van de belangen van de verschillende betrokken marktdeelnemers heeft hij geoordeeld dat de overeenkomst met MCI een doelstelling was van de ondertekenaars van het Pirelli-akkoord die Camfin verwierven, maar ook van alle andere ondertekenaars van het akkoord, die een objectief belang hadden bij de sluiting van een algemene overeenkomst tussen MTP en MCI.

- 17 De vennootschappen waarvan het beroep in eerste aanleg is verworpen, hebben bij de Consiglio di Stato (hoogste bestuursrechter, Italië) hoger beroep ingesteld tegen de hen betreffende vonnissen.
- 18 De verwijzende rechter herinnert allereerst aan de bestaansreden van de bepalingen inzake de vaststelling van de prijs van het verplichte OOB en zet de belangrijkste overwegingen van de vonnissen in eerste aanleg uiteen. Vervolgens geeft hij de kern weer van de argumenten van verzoeksters in het hoofdgeding volgens welke het ontbreken van de verplichting om vast te stellen dat alle deelnemers aan de samenspanning die samenspanning beoogden, de toezichhoudende autoriteit een onbeperkte beoordelingsmarge geeft bij de beoordeling van de gedragingen van de bieder en de verkoper alsook van derden op de markt. Volgens hen is die marge onverenigbaar met het vereiste van zekerheid bij het op voorhand bepalen van de gedragingen die relevant zijn voor de verhoging van de prijs van het OOB.
- 19 De verwijzende rechter merkt op dat er op verschillende gebieden van het Italiaanse recht bepalingen bestaan die bepaalde gedragingen als samenspanning kwalificeren en waarin dat begrip de betekenis heeft van „een geheim en bedrieglijk akkoord ten nadele van derden waarmee dwingende wetbepalingen worden omzeild”, wat veronderstelt dat alle deelnemers aan het akkoord daartoe de wil en de opzet hebben. Indien dat begrip als zodanig op het in het hoofdgeding aan de orde zijnde rechtsgebied zou worden toegepast, zouden de ter ondersteuning van het hoger beroep aangevoerde middelen moeten worden aanvaard, aangezien de vennootschappen die hun deelnemingen in Pirelli aan MCI hebben verkocht, niet betrokken zijn bij een geheim en bedrieglijk akkoord.
- 20 De verwijzende rechter wijst echter op het specifieke karakter van het in het hoofdgeding aan de orde zijnde rechtsgebied, dat volgt uit het regelgevende en niet-bestrafende karakter van de aan de Consob toegekende wijzigingsbevoegdheid en in de weg kan staan aan een onvoorwaardelijke toepassing op dat rechtsgebied van de betekenis die het begrip „samenspanning” op de andere gebieden van het Italiaanse recht heeft. Hij benadrukt overigens dat een „verboden overeenkomst” in het mededingingsrecht en het marktreguleringsrecht ook uit schijnbaar autonome gedragingen van de marktdeelnemers kan worden afgeleid wanneer die gedragingen objectief gezien het door de wet verboden gevolg voortbrengen. Daaruit zou volgen dat – zoals de Tribunale amministrativo regionale per il Lazio heeft geoordeeld – de autoriteit, om vast te stellen dat er sprake is van samenspanning, niet hoeft aan te tonen dat de partijen met hun gedrag beoogden de regeling inzake het OOB te omzeilen.
- 21 Net als de partijen in het hoofdgeding vraagt de verwijzende rechter zich evenwel af of het begrip „samenspanning”, zoals gebezigd in de TUF en de uitvoeringsverordening, wegens zijn vaagheid in strijd is met het beginsel dat er zekerheid moet bestaan over de voorwaarden waaronder de nationale autoriteiten op grond van artikel 5, lid 4, tweede alinea, van richtlijn 2004/25 bevoegd zijn om de prijs van het OOB te wijzigen. Hij merkt op dat medewerkers van een beursgenoteerde vennootschap geen voorafgaande beoordeling kunnen verrichten van het gedrag dat moet worden vertoond vóór een OOB, met als gevolg dat neutrale en geoorloofde gedragingen op basis van een voorafgaande beoordeling, achteraf op basis van een herkwalificatie die uitsluitend is gericht op de objectieve gevolgen van een complexere situatie die de marktdeelnemers en de betrokken personen niet bekend is, kunnen worden aangemerkt als heimelijke afspraken die een verhoging van de prijs van het OOB rechtvaardigen.



- 22 Daarom heeft de verwijzende rechter de behandeling van de zaak geschorst en het Hof de volgende prejudiciële vraag gesteld:

„Wordt de juiste toepassing van artikel 5, lid 4, tweede alinea, van richtlijn 2004/25, gelezen in samenhang met de algemene beginselen die zijn neergelegd in artikel 3, lid 1, van die richtlijn, alsook de juiste toepassing van de algemene beginselen van het Unierecht van rechtszekerheid, gewettigd vertrouwen, evenredigheid, redelijkheid, transparantie en non-discriminatie, verhinderd door een nationale regeling als die van artikel 106, lid 3, onder d), punt 2, TUF en artikel 47 octies van de uitvoeringsverordening, voor zover die bepalingen de Consob toestaan om het openbare overnamebod als bedoeld in het voornoemde artikel 106 te verhogen, wanneer ‚er sprake is van samenspanning tussen de bieder of in onderling overleg met hem handelende personen en een of meer verkopers’, zonder dat daarin de specifieke gedragingen worden genoemd die deze feiten opleveren, en dus zonder dat daarin duidelijk de omstandigheden en de criteria worden bepaald die de Consob toestaan de prijs van het openbare overnamebod te verhogen?”

### *Beantwoording van de prejudiciële vraag*

- 23 Met zijn prejudiciële vraag wenst de verwijzende rechter in wezen te vernemen of artikel 5, lid 4, tweede alinea, van richtlijn 2004/25 aldus moet worden uitgelegd dat het zich verzet tegen een nationale regeling als in het hoofdgeding, op grond waarvan de nationale toezichthoudende autoriteit de prijs van een OOB kan verhogen in geval van samenspanning, zonder dat daarin de specifieke gedragingen worden genoemd die kenmerkend zijn voor dat begrip.
- 24 Richtlijn 2004/25 heeft blijkens de overwegingen 1 tot en met 3 en 9 ervan tot doel de belangen te beschermen van de houders van effecten van vennootschappen waarover een natuurlijke of rechtspersoon de zeggenschap heeft verkregen, en strekt er in dit verband toe de duidelijkheid en de transparantie van de regels inzake het OOB te waarborgen.
- 25 Daartoe schrijft die richtlijn volgens artikel 1, lid 1, ervan maatregelen voor tot coördinatie van de wetgevingen van de lidstaten betreffende OOB's op effecten van onder het recht van een van die staten vallende vennootschappen, wanneer alle of een deel van deze effecten zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt.
- 26 In artikel 3, lid 1, van die richtlijn zijn de – als algemene beginselen gekwalificeerde – leidende beginselen vastgesteld waaraan moet worden voldaan bij de toepassing van die richtlijn (zie in die zin arrest van 15 oktober 2009, Audiolux e.a., C-101/08, EU:C:2009:626, punt 51). Een van die beginselen is het beginsel dat, wanneer een persoon de zeggenschap over een vennootschap verkrijgt, de houders van effecten dienen te worden beschermd.
- 27 Artikel 3, lid 2, onder a) en b), van richtlijn 2004/25 bepaalt dat de lidstaten, teneinde de naleving van die beginselen te waarborgen, erop toezien dat wordt voldaan aan de in deze richtlijn opgenomen minimumvereisten en voorts aanvullende voorwaarden en strengere voorschriften kunnen vaststellen dan die welke bij deze richtlijn met betrekking tot biedingen zijn vereist.
- 28 Ter bescherming van de belangen van de houders van effecten van vennootschappen bevat artikel 5 van die richtlijn, met als opschrift „Bescherming van minderheidsaandeelhouders, verplicht bod en billijke prijs”, in hoofdzaak twee regels die bindend zijn voor de lidstaten en één regel waarvan de toepassing facultatief is.
- 29 Allereerst is in artikel 5, lid 1, van richtlijn 2004/25 het beginsel neergelegd dat verplicht een overnamebod moet worden uitgebracht op de participatiebewijzen van een bepaalde vennootschap. Zo bepaalt dat artikel dat de lidstaten er zorg voor dragen dat een natuurlijke of rechtspersoon die, ten gevolge van eigen verwerving of verwerving door in onderling overleg met hem handelende personen,

binnen de werkingssfeer van die richtlijn vallende effecten van een vennootschap in zijn bezit krijgt welke – in voorkomend geval samen met de effecten die hij en in onderling overleg met hem handelende personen reeds bezitten – rechtstreeks of middellijk een bepaald percentage van de stemrechten in de vennootschap vertegenwoordigen waarmee de zeggenschap over de vennootschap wordt verkregen, verplicht is een bod uit te brengen ter bescherming van de minderheidsaandeelhouders van de vennootschap. Dat bod moet voor alle effecten van die aandeelhouders tegen de in artikel 5, lid 4, van die richtlijn bepaalde billijke prijs worden gedaan.

- 30 Vervolgens bepaalt artikel 5, lid 4, eerste alinea, van richtlijn 2004/25 in hoofdzaak – onder meer ter bescherming van de minderheidsaandeelhouders van de vennootschap waarop het OOB betrekking heeft – dat de hoogste prijs die tijdens een door de lidstaten te bepalen periode van niet minder dan zes en niet meer dan twaalf maanden vóór het bod als bedoeld in artikel 5, lid 1, van die richtlijn door de bieder of door in onderling overleg met hem handelende personen voor dezelfde effecten is betaald, als de billijke prijs geldt.
- 31 Ten slotte bepaalt artikel 5, lid 4, tweede alinea, van richtlijn 2004/25 dat de lidstaten, op voorwaarde dat de algemene beginselen van artikel 3, lid 1, worden nageleefd, de in artikel 4 van die richtlijn bedoelde toezichthoudende autoriteiten ertoe mogen machtigen om onder bepaalde omstandigheden en op grond van bepaalde criteria de billijke prijs te wijzigen. Daartoe kunnen de lidstaten een lijst opstellen van de omstandigheden waaronder die billijke prijs zowel opwaarts als neerwaarts kan worden bijgesteld en voorts de in dergelijke gevallen te hanteren criteria vaststellen, mits die omstandigheden welomlijnd en die criteria duidelijk omschreven zijn. Artikel 5, lid 4, tweede alinea, van die richtlijn bevat voorbeelden van dergelijke omstandigheden en criteria.
- 32 Uit die bepalingen volgt dat wanneer een lidstaat de toezichthoudende autoriteit heeft gemachtigd om de in artikel 5, lid 4, eerste alinea, van richtlijn 2004/25 gedefinieerde billijke prijs te wijzigen teneinde de prijs vast te stellen waartegen een OOB moet worden uitgebracht, die wijzigingsbevoegdheid moet worden uitgeoefend met inachtneming van de in artikel 3, lid 1, van die richtlijn neergelegde leidende beginselen.
- 33 In dit verband moet de lidstaat, wanneer hij overeenkomstig artikel 5, lid 4, tweede alinea, van die richtlijn de omstandigheden vaststelt waaronder die wijzigingsbevoegdheid kan worden uitgeoefend, in het bijzonder rekening houden met het in artikel 3, lid 1, van die richtlijn neergelegde beginsel van de bescherming van de belangen van de houders van effecten van de vennootschap waarover een natuurlijke of rechtspersoon de zeggenschap heeft verworven.
- 34 De prejudiciële vraag moet in het licht van deze overwegingen worden beantwoord.
- 35 Blijkens de verwijzingsbeslissing heeft de vraag een dubbele strekking. In de eerste plaats vraagt de verwijzende rechter zich af of een abstract juridisch begrip dat niet naar nauwkeurig bepaalde gedragingen verwijst, een welomlijnde omstandigheid in de zin van artikel 5, lid 4, tweede alinea, van richtlijn 2004/25 kan vormen. In de tweede plaats vraagt hij zich af of de omstandigheid dat dit begrip een andere betekenis heeft op andere gebieden van het nationale recht dan het gebied waarop de regeling in het hoofdgeding betrekking heeft, invloed kan hebben op het op de eerste vraag te geven antwoord.
- 36 In casu volgt uit de verwijzingsbeslissing dat volgens de in het hoofdgeding aan de orde zijnde regeling „samenspanning tussen de bieder of de in onderling overleg met hem handelende personen en een of meer verkopers” een van de omstandigheden is waaronder de toezichthoudende autoriteit de billijke prijs van een OOB opwaarts kan bijstellen.

- 37 In de eerste plaats moet worden vastgesteld dat artikel 5, lid 4, tweede alinea, van richtlijn 2004/25 de lidstaten een beoordelingsmarge verleent om de omstandigheden vast te stellen waaronder de toezichthoudende autoriteiten de billijke prijs kunnen wijzigen, op voorwaarde evenwel dat die omstandigheden welomlijnd zijn.
- 38 Volgens die bepaling kunnen de lidstaten een lijst van dergelijke omstandigheden opstellen. Daartoe worden in die bepaling verschillende voorbeelden genoemd waarin algemene formuleringen worden gebruikt om de omstandigheden te verduidelijken die kunnen rechtvaardigen dat de billijke prijs opwaarts of neerwaarts wordt bijgesteld, zoals het sluiten van een overeenkomst tussen een koper en een verkoper, uitzonderlijke gebeurtenissen of het manipuleren van de prijs van de betrokken effecten.
- 39 In een dergelijke context kan artikel 5, lid 4, tweede alinea, van richtlijn 2004/25, zoals de advocaat-generaal in wezen heeft opgemerkt in de punten 52 en 53 van zijn conclusie, niet aldus worden uitgelegd dat het zich ertegen verzet dat een lidstaat in de door hem tot omzetting van die bepaling vastgestelde regeling als welomlijnde omstandigheid in de zin van die bepaling een abstract juridisch begrip gebruikt, zoals in casu het begrip „samenspanning”.
- 40 Overigens kan het gebruik van een abstract juridisch begrip op zich niet betekenen dat de nationale norm waarin dat begrip voorkomt, zo dubbelzinnig is dat de lidstaat die deze norm heeft vastgesteld eventuele twijfels over de draagwijdte en de betekenis van deze norm niet met voldoende zekerheid kan wegwerken (zie in die zin arrest van 14 april 2005, België/Commissie, C-110/03, EU:C:2005:223, punt 31).
- 41 Stellig vereist zowel het rechtszekerheidsbeginsel als de noodzaak om de volledige toepassing van richtlijnen rechtens en niet alleen feitelijk te waarborgen, dat alle lidstaten de voorschriften van de betrokken richtlijn overnemen in een duidelijk, nauwkeurig en transparant rechtskader dat voorziet in bindende bepalingen op het gebied waarop zij betrekking heeft (arresten van 16 november 2000, Commissie/Griekenland, C-214/98, EU:C:2000:624, punt 23, en 14 januari 2010, Commissie/Tsjechië, C-343/08, EU:C:2010:14, punt 40).
- 42 Die vereisten kunnen echter niet aldus worden begrepen dat in een norm waarin een abstract juridisch begrip wordt gebruikt, de verschillende concrete gevallen moeten worden genoemd waarin die norm kan worden toegepast, voor zover niet al deze gevallen van tevoren door de wetgever kunnen worden vastgesteld.
- 43 Dientengevolge kan artikel 5, lid 4, tweede alinea, van richtlijn 2004/25 niet aldus worden uitgelegd dat het een lidstaat die in de door hem tot omzetting van die bepaling vastgestelde regeling, zoals in het hoofdeding, bepaalt dat „samenspanning tussen de bieder of de in onderling overleg met hem handelende personen en een of meer verkopers” een van de welomlijnde omstandigheden in de zin van die bepaling is, verplicht om de specifieke gedragingen die kenmerkend zijn voor een dergelijke samenspanning nauwkeurig weer te geven.
- 44 In de tweede plaats vraagt de verwijzende rechter zich af of artikel 5, lid 4, tweede alinea, van die richtlijn zich ertegen verzet dat een lidstaat bij de bepaling van een van de omstandigheden waaronder de billijke prijs kan worden gewijzigd, verwijst naar het begrip „samenspanning”, dat in de context van de in het hoofdeding aan de orde zijnde regeling een andere betekenis heeft dan op andere gebieden van het nationale recht.
- 45 Aangezien met die bepaling de in richtlijn 2004/25 neergelegde en in de punten 24 tot en met 33 van het onderhavige arrest vermelde doelstelling van bescherming van de houders van effecten van de vennootschap waarop een overnamebod is uitgebracht, met name van de minderheidsaandeelhouders, wordt nagestreefd, staat, wanneer een lidstaat een begrip als „samenspanning” gebruikt bij de bepaling van een van de omstandigheden waaronder de billijke prijs kan worden gewijzigd, het feit dat dit begrip

op andere gebieden van het nationale recht een andere betekenis heeft, niet eraan in de weg dat dit in de nationale regeling inzake OOB's gebruikte begrip kan worden geacht te voldoen aan de vereisten van artikel 5, lid 4, tweede alinea, van die richtlijn.

- 46 Om te voldoen aan het vereiste van rechtszekerheid moeten de lidstaten evenwel ervoor zorgen dat de uitlegging die aan een dergelijk begrip moet worden gegeven op het gebied van OOB's op voldoende duidelijke, nauwkeurige en voorspelbare wijze uit de betrokken nationale regeling kan worden afgeleid door middel van de door het nationale recht erkende uitleggingsmethoden.
- 47 Het staat aan de verwijzende rechter om na te gaan of dit het geval is met betrekking tot het begrip „samenspanning” in de context van de in het hoofdgeding aan de orde zijnde regeling.
- 48 Uit de voorgaande overwegingen volgt dat artikel 5, lid 4, tweede alinea, van richtlijn 2004/25 aldus moet worden uitgelegd dat het zich niet verzet tegen een nationale regeling als in het hoofdgeding, op grond waarvan de nationale toezichthoudende autoriteit de prijs van een OOB kan verhogen in geval van „samenspanning”, zonder dat daarin de specifieke gedragingen worden genoemd die kenmerkend zijn voor dat begrip, voor zover de uitlegging van dat begrip op voldoende duidelijke, nauwkeurige en voorspelbare wijze uit die regeling kan worden afgeleid door middel van de door het nationale recht erkende uitleggingsmethoden.

### *Kosten*

- 49 Ten aanzien van de partijen in het hoofdgeding is de procedure als een aldaar gerezen incident te beschouwen, zodat de verwijzende rechterlijke instantie over de kosten heeft te beslissen. De door anderen wegens indiening van hun opmerkingen bij het Hof gemaakte kosten komen niet voor vergoeding in aanmerking.

Het Hof (Derde kamer) verklaart voor recht:

**Artikel 5, lid 4, tweede alinea, van richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod moet aldus worden uitgelegd dat het zich niet verzet tegen een nationale regeling als in het hoofdgeding, op grond waarvan de nationale toezichthoudende autoriteit de prijs van een openbaar overnamebod kan verhogen in geval van „samenspanning”, zonder dat daarin de specifieke gedragingen worden genoemd die kenmerkend zijn voor dat begrip, voor zover de uitlegging van dat begrip op voldoende duidelijke, nauwkeurige en voorspelbare wijze uit die regeling kan worden afgeleid door middel van de door het nationale recht erkende uitleggingsmethoden.**

ondertekeningen