Samling af Afgørelser

DOMSTOLENS DOM (Tredje Afdeling)

20. juli 2017*

»Præjudiciel forelæggelse – selskabsret – direktiv 2004/25/EF – overtagelsestilbud – artikel 5, stk. 4, andet afsnit – mulighed for at ændre tilbudsprisen under klart definerede omstændigheder og betingelser – national lovgivning, som fastsætter en mulighed for tilsynsmyndigheden for at forhøje prisen på et overtagelsestilbud i tilfælde af samordning mellem tilbudsgiver eller personer, som handler i forståelse med denne, og en eller flere sælgere«

I sag C-206/16,

angående en anmodning om præjudiciel afgørelse i henhold til artikel 267 TEUF, indgivet af Consiglio di Stato (øverste domstol i forvaltningsretlige sager, Italien) ved afgørelse af 10. november 2015, indgået til Domstolen den 13. april 2016, i sagen

Marco Tronchetti Provera SpA,

Antares European Fund Limited,

Antares European Fund II Limited,

Antares European Fund LP,

Luca Orsini Baroni,

UniCredit SpA,

Camfin SpA

mod

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

procesdeltagere:

Camfin SpA,

Generali Assicurazioni Generali SpA,

Antares European Fund Limited,

Antares European Fund II Limited,

Antares European Fund LP,

* Processprog: italiensk.

Luca Orsini Baroni,

Marco Tronchetti Provera & C. SpA,

UniCredit SpA,

har

DOMSTOLEN (Tredje Afdeling),

sammensat af afdelingsformanden, L. Bay Larsen, og dommerne M. Vilaras (refererende dommer), J. Malenovský, M. Safjan og D. Šváby,

generaladvokat: N. Wahl,

justitssekretær: fuldmægtig R. Schiano,

på grundlag af den skriftlige forhandling og efter retsmødet den 1. februar 2017,

efter at der er afgivet indlæg af:

— Camfin SpA ved avvocati A. Zoppini, G.M. Roberti og I. Perego,

— Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob) ved avvocati G. Randisi, S. Lopatriello, S. Providenti og A. Atripaldi,

— den italienske regering ved G. Palmieri, som befuldmægtiget, bistået af avvocati dello Stato P. Gentili og S. Fiorentino,

— Europa-Kommissionen ved V. Di Bucci og H. Støvlbæk, som befuldmægtigede,

og efter at generaladvokaten har fremsat forslag til afgørelse i retsmødet den 15. marts 2017,

afsagt følgende

Dom

1 Anmodningen om præjudiciel afgørelse vedrører fortolkningen af artikel 5, stk. 4, andet afsnit, i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/25/EF af 21. april 2004 om overtagelsestilbud (EFT 2004, L 142, s. 12).

2 Anmodningen er blevet indgivet i forbindelse med fire sager mellem flere italienske erhvervsdrivende selskaber og Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob) (det nationale børstilsyn, Italien) vedrørende lovligheden af en afgørelse fra denne myndighed om at forhøje prisen i et overtagelsestilbud.

Retsforskrifter

EU-retten

3 Første til tredje og niende betragtning til direktiv 2004/25 har følgende ordlyd:

»(1) I overensstemmelse med [EUF-]traktatens artikel [50], stk. 2, litra g), er det nødvendigt at samordne visse garantier, som kræves i medlemsstaterne af selskaber, der henhører under en medlemsstats lovgivning, og hvis kapitalandele er optaget til handel på et reguleret marked i en medlemsstat, med det formål at sikre tilsvarende garantier i hele [Den Europæiske Union] til beskyttelse af såvel selskabsdeltagernes som tredjemands interesser.

(2) Det er nødvendigt at beskytte indehaverne af kapitalandele i selskaber, der henhører under en medlemsstats lovgivning, når disse selskaber er genstand for overtagelsestilbud eller ændring af kontrollen, og når i det mindste en del af deres kapitalandele er optaget til handel på et reguleret marked i en medlemsstat.

(3) Det er nødvendigt at skabe klarhed og gennemsigtighed i hele [EU], når retlige spørgsmål skal afgøres i forbindelse med overtagelsestilbud, og at hindre, at rammerne for selskabsomstrukturering i [EU] fordrejes på grund af tilfældige forskelle i administrations- og ledelseskulturerne.

[…]

(9) Medlemsstaterne bør tage de nødvendige skridt for at beskytte indehavere af kapitalandele, og specielt indehavere med minoritetsinteresser, når kontrollen med deres selskab skifter hænder. Medlemsstaterne bør sikre en sådan beskyttelse ved at forpligte en erhverver, der har overtaget kontrollen med et selskab, til at fremsætte et tilbud til samtlige indehavere af selskabets kapitalandele om at erhverve alle deres kapitalandele til en rimelig pris, der fastlægges i overensstemmelse med en fælles definition. Medlemsstaterne bør kunne indføre nye instrumenter til beskyttelse af indehavere af kapitalandele, såsom forpligtelse til at fremsætte et delvist tilbud, såfremt tilbudsgiveren ikke erhverver kontrol med selskabet, eller pligt til at fremsætte et tilbud samtidig med, at der erhverves kontrol med selskabet.«

4 Direktivets artikel 3, som har overskriften »Generelle principper«, bestemmer:

»1. Ved gennemførelsen af dette direktiv sikrer medlemsstaterne, at følgende principper overholdes:

a) Alle indehavere af kapitalandele i målselskabet af samme kategori skal behandles ens. Navnlig skal de øvrige indehavere af kapitalandele beskyttes, hvis en person opnår kontrol med selskabet.

b) Indehavere af kapitalandele i målselskabet skal have tilstrækkelig tid og tilstrækkelige oplysninger til at kunne tage stilling til tilbuddet på et velinformeret grundlag. Når målselskabets ledelse rådgiver indehaverne af kapitalandele, skal det afgive udtalelse om de virkninger, som en realisering af tilbuddet forventes at have på beskæftigelsen, beskæftigelsesvilkårene og driftsstedernes placering.

c) Målselskabets ledelse skal varetage selskabets interesser som helhed og må ikke fratage indehavere af kapitalandele mulighed for at tage stilling til fordelene ved tilbuddet.

d) Der må ikke skabes kunstige markeder for kapitalandelene i målselskabet, i det tilbudsgivende selskab eller i noget andet selskab, der berøres af tilbuddet, således at kursen på kapitalandelene bringes til at stige eller falde kunstigt, og således at markedernes normale funktionsmåde forstyrres.

e) Tilbudsgiveren må først give meddelelse om et tilbud efter at have sikret sig, at vedkommende fuldt ud kan opfylde ethvert krav med hensyn til modydelse i form af kontanter, og efter at have truffet alle rimelige foranstaltninger til sikring af, at enhver anden form for modydelse kan erlægges.

f) Målselskabets normale drift må ikke forstyrres længere end rimeligt som følge af et tilbud om overtagelse af dets kapitalandele.

2. Med henblik på at overholde principperne i stk. l:

a) sikrer medlemsstaterne, at minimumskravene i dette direktiv overholdes

b) kan medlemsstaterne fastsætte yderligere betingelser og strengere bestemmelser end dem, der kræves i dette direktiv, med henblik på at regulere tilbud.«

5 Artikel 5 i direktiv 2004/25 med overskriften »Beskyttelse af minoritetsinteresser, obligatorisk tilbud, rimelig pris« bestemmer i stk. 1 og 4:

»1. Såfremt en fysisk eller juridisk person ved egen overtagelse eller ved overtagelse gennem personer, der handler i forståelse med den pågældende person, kommer i besiddelse af kapitalandele i et selskab som omhandlet i artikel 1, stk. 1, der sammenlagt med pågældendes eksisterende kapitalandele i selskabet og kapitalandele, som besiddes af personer, der handler i forståelse med vedkommende, direkte eller indirekte giver personen en bestemt procentdel af stemmerettighederne i dette selskab, hvorved den pågældende opnår kontrol med selskabet, sikrer medlemsstaterne, at der findes regler, som forpligter den pågældende til at fremsætte et tilbud som et middel til at beskytte minoritetsinteresserne i selskabet. Et sådant tilbud skal hurtigst muligt fremsættes til samtlige indehavere af kapitalandele og vedrøre alle deres andele, og der skal tilbydes en rimelig pris, jf. stk. 4.

2. Det obligatoriske tilbud, der er omhandlet i stk. 1, bortfalder, når der er opnået kontrol som følge af et frivilligt tilbud, der er fremsat i overensstemmelse med dette direktiv til samtlige indehavere af kapitalandele for deres samlede andele.

3. Den procentdel af stemmerettighederne, der giver kontrol, jf. stk. 1, samt beregningsmåden herfor bestemmes efter reglerne i den medlemsstat, hvor selskabet har sit vedtægtsmæssige hjemsted.

4. Ved en rimelig pris forstås den højeste pris, der betales for de samme kapitalandele af tilbudsgiveren eller af personer, som handler i forståelse med denne, i en periode, der fastsættes af medlemsstaterne, på mindst seks og højst tolv måneder før det i stk. 1 nævnte tilbud. Hvis tilbudsgiveren eller en person, som handler i forståelse med denne, efter at tilbuddet er offentliggjort, og inden det lukkes for accept, køber kapitalandele over tilbudsprisen, skal tilbudsgiveren forhøje sit tilbud til mindst den højeste pris, der er betalt for de således erhvervede kapitalandele.

Under forudsætning af, at de generelle principper i artikel 3, stk. 1, overholdes, kan medlemsstaterne tillade, at tilsynsmyndighederne ændrer denne pris under klart definerede omstændigheder og kriterier. Medlemsstaterne kan med henblik herpå udarbejde en liste over de omstændigheder, som kan give anledning til, at den højeste pris ændres, opad eller nedad, som f.eks. hvis den højeste pris er aftalt mellem køber og sælger, hvis kursen på de pågældende kapitalandele er blevet manipuleret, hvis kurserne generelt eller i det foreliggende tilfælde er blevet påvirket af ekstraordinære begivenheder,

eller med henblik på at redde et nødlidende selskab. Medlemsstaterne kan ligeledes definere de kriterier, der skal anvendes i disse tilfælde, f.eks. gennemsnitskursen over en bestemt periode, selskabets likvidationsværdi eller andre objektive kriterier, som er almindelig anvendt i finansanalyser.

Hvis tilsynsmyndighederne beslutter at ændre en rimelig pris, begrundes og offentliggøres denne beslutning.«

Italiensk ret

6 Artikel 106 i 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 (lovdekret nr. 58 – konsolideret lovtekst vedrørende bestemmelserne om finansiel formidling i medfør af artikel 8 og 21 i lov nr. 52 af 6.2.1996), af 24. februar 1998 (almindeligt tillæg til GURI nr. 71 af 26.3.1998) i den affattelse, der finder anvendelse på de faktiske omstændigheder i hovedsagen (herefter »den konsoliderede lov«), som har overskriften »Overtagelsestilbud for hele aktiekapitalen«, bestemmer:

»1. Enhver, der som følge af erhvervelser har en kapitalinteresse, der overstiger tærsklen på 30%, fremsætter et overtagelsestilbud til samtlige indehavere af kapitalandele for alle de af deres kapitalandele, der er optaget til handel på et reguleret marked.

2. For hver kategori af kapitalandele fremsættes tilbuddet inden for en frist på 20 dage til en pris, som ikke må være lavere end den højeste pris, der er betalt af tilbudsgiveren eller af personer, som handler i forståelse med denne, i en periode på 12 måneder forud for meddelelsen fastsat i artikel 102, [første afsnit,] for køb af kapitalandele i samme kategori. I mangel af en erhvervelse mod vederlag af kapitalandele i samme kategori inden for den anførte periode fremsættes tilbuddet for denne kategori af kapitalandele til en pris, der ikke må være lavere end den vægtede gennemsnitsmarkedspris i løbet af de seneste 12 måneder eller en kortere tilgængelig periode.

[…]

3. Consob regulerer ved forordning de tilfælde, hvor:

a) den i [første afsnit] omhandlede kapitalinteresse er erhvervet ved køb af kapitalandele i selskaber, hvis kapital i det væsentligste udgøres af kapitalandele udstedt af et andet selskab i overensstemmelse med bestemmelserne i artikel 105, stk. 1

b) forpligtelsen til at fremsætte tilbud følger af, at de, der i forvejen er i besiddelse af den i stk. 1 omhandlede kapitalinteresse, har erhvervet mere end 5%, uden at have flertallet af stemmerettighederne på den ordinære generalforsamling

c) tilbuddet, efter begrundet foranstaltning fra Consob, fremsættes til en lavere pris end den højst betalte, idet der fastsættes kriterier til fastsættelse af denne pris og på betingelse af, at en af følgende situationer foreligger:
   1) markedspriserne er blevet påvirket af ekstraordinære begivenheder, eller der er begrundet mistanke om, at de har været genstand for manipulationer
   2) den højeste pris, der er betalt af tilbudsgiveren eller af personer, som handler i forståelse med denne, i den i stk. 2 omhandlede periode, svarer til prisen på købs-/salgstransaktioner for de kapitalandele, der er genstand for tilbuddet, gennemført på markedsvilkår inden for rammerne af sædvanlige dispositioner, som ligger inden for rammerne af den pågældendes karakteristiske virksomhed, eller svarer til prisen på købs-/salgstransaktioner, der har været omfattet af en af de i stk. 5 omhandlede fritagelser

d) tilbuddet, efter begrundet foranstaltning fra Consob, fremsættes til en højere pris end den højst betalte, forudsat at dette er nødvendigt med henblik på at beskytte investorerne, og i det mindste en af følgende omstændigheder foreligger:
   1) tilbudsgiveren eller personer, som handler i forståelse med denne, har fastsat en pris med henblik på erhvervelse af kapitalandele til et højere beløb end det, der er betalt for erhvervelse af kapitalandele i samme kategori
   2) i tilfælde af samordning mellem tilbudsgiveren eller personer, der handler i forståelse med den pågældende, og en eller flere sælgere
   3) […]
   4) når det må antages, at markedsprisen har været genstand for manipulationer.

3a. Consob kan – henset til de udstedte finansielle instrumenters kendetegn – ved forordning fastsætte, i hvilke tilfælde forpligtelsen til at fremsætte tilbud følger af erhvervelser, som medfører en samlet besiddelse af kapitalandele og andre finansielle instrumenter, som giver stemmeret om de i artikel 105 omhandlede emner på en måde, som kan give samlede stemmerettigheder svarende til dem, som en person, der har den i stk. 1 omhandlede kapitalinteresse, er i besiddelse af.

3b. De i stk. 3, [litra] c) og d), omhandlede foranstaltninger er offentliggjort i henhold til fremgangsmåden i den i artikel 103, stk. 4, [litra] f), omhandlede forordning.

[…]«

7 Ved afgørelse nr. 11971 af 14. maj 1999 vedtog Consob regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti (forordning om gennemførelse af lovdekret nr. 58 af 24. februar 1998 om fastsættelse af regler for udstedere), som efterfølgende er blevet ændret flere gange (herefter »forordningen om udstedere«). Artikel 47g i denne forordning har overskriften »Forhøjelse af pris i tilfælde af samordning« og bestemmer følgende i stk. 1:

»Den tilbudte pris forhøjes af Consob i henhold til [den konsoliderede lovs] artikel 106, stk. 3, litra d), nr. 2), […], såfremt den fastslåede samordning mellem tilbudsgiveren eller personer, der handler i forståelse med den pågældende, og en eller flere sælgere bevirker, at prisen er højere end den af tilbudsgiveren erklærede. I dette tilfælde svarer den tilbudte pris til den konstaterede.«

Tvisten i hovedsagen og det præjudicielle spørgsmål

8 Marco Tronchetti Provera & C. SpA (herefter »MTP«) stiftede gennem indskudte selskaber Lauro Sessantuno SpA (herefter »Lauro 61«) med henblik på at erhverve aktiemajoriteten i Camfin SpA, et holdingselskab, som ikke udøvede nogen direkte industriel aktivitet, men hvis indtægter stammede fra virksomheder, hvori det ejede kapital. Blandt disse virksomheder er Pirelli & C. SpA (herefter »Pirelli«), som Camfin ejede kapital i svarende til 26,19% af stemmerettighederne.

9 Den 5. juni 2013 udsendte Lauro 61 en meddelelse til markedet om et overtagelsestilbud for alle ordinære aktier i Camfin til en enhedspris på 0,80 EUR pr. aktie, som var den højeste pris, der var blevet betalt inden for de seneste 12 måneder i overensstemmelse med den konsoliderede lovs artikel 106, stk. 2. Overtagelsestilbuddet blev obligatorisk på grund af, at Lauro 61 ejede 60,99% af aktiekapitalen i Camfin som følge af erhvervelsen af flere direkte kapitalandele fra andre aktionærer i Camfin, herunder Malacalza Investimenti Srl (herefter »MCI«).

10 Samtidig med overtagelsestilbuddet oplyste Lauro 61 også markedet om opløsningen af de eksisterende aftaler mellem MTP og MCI vedrørende bl.a. Camfin. MCI meddelte markedet, at selskabet havde solgt sine aktier i sidstnævnte selskab og ved en adskilt transaktion havde erhvervet en kapitalandel

svarende til 6,98% af Pirellis aktiekapital fra to selskaber, som sammen med Camfin og andre store aktionærer i dette selskab havde indgået en lock-up-aftale (herefter »Pirelli-aftalen«), idet sælgerne ved denne aftale havde fået tilladelse til at frigive alle eller en del af deres blokerede aktier.

11 Overtagelsestilbuddet blev afsluttet med et positivt resultat den 11. oktober 2013, idet Lauro 61 blev ejer af hele aktiekapitalen i Camfin.

12 I mellemtiden havde Consob den 12. september 2013 som følge af en klage indgivet af nogle minoritetsaktionærer i Camfin indledt en procedure angående forhøjelse af prisen i medfør af den konsoliderede lovs artikel 106, stk. 3, litra d), nr. 2), og artikel 47g i forordningen om udstedere.

13 Ved beslutning nr. 18662 af 25. september 2013 fastslog Consob, at der forelå en samordning mellem Lauro 61 og andre personer, der handlede i forståelse med dette selskab, på den ene side og MCI på den anden side, hvorved MCI havde solgt Lauro 61 aktier i Camfin til 0,80 EUR pr. aktie mod at have købt aktier i Pirelli fra parterne i Pirelli-aftalen til en pris på 7,80 EUR pr. aktie – en pris, som var lavere end den, der ville have fulgt af markedsværdien på 8 EUR pr. aktie. Henset til den fordel, som MCI havde opnået, fastslog Consob, at prisen for en aktie i Camfin skulle forhøjes til 0,83 EUR (herefter »beslutning nr. 18662«).

14 Der blev anlagt flere søgsmål for Tribunale amministrativo regionale per il Lazio (den regionale forvaltningsdomstol for Lazio, Italien) med påstand om annullation af beslutning nr. 18662. I forbindelse med visse søgsmål blev det gjort gældende, at den konsoliderede lovs artikel 106, stk. 3, litra d), nr. 2), og artikel 47g i forordningen om udstedere ikke skulle finde anvendelse med den begrundelse, at de var i strid med artikel 5, stk. 4, i direktiv 2004/25.

15 Tribunale amministrativo regionale del Lazio (den regionale forvaltningsdomstol for Lazio) gav ikke medhold i de forskellige søgsmål. Retten fandt, at konstateringen af, at der forelå en samordning, alene udgjorde den faktiske betingelse for, at Consob kunne udøve sin beføjelse til at ændre prisen, idet formålet hermed udelukkende var at genetablere en retfærdig situation for at beskytte minoritetsaktionærerne i Camfin ved at give dem mulighed for at opnå samme fordel som den, som indehaveren af en kapitalinteresse med betydelig kontrol havde opnået. Retten var ligeledes af den opfattelse, at betingelserne for at forelægge Domstolen et præjudicielt spørgsmål ikke var opfyldt, idet EU-lovgivningen ikke efterlader nogen tvivl om, hvordan spørgsmålet skal besvares.

16 Hvad angår grundlaget for beslutning nr. 18662 har retten anført, at det ikke var nødvendigt for Consob at godtgøre, at parternes adfærd bevidst tilsigtede at omgå lovgivningen vedrørende overtagelsestilbud, men alene, at den objektivt set var egnet til at have denne virkning som følge af tildelingen til MCI af en større modydelse end den, der blev erklæret med henblik på overtagelsestilbuddet, nemlig erhvervelsen af Pirelli-aktierne til en nedsat pris. I sin samlede vurdering af de forskellige involverede aktørers interesser fastslog retten, at aftalen med MCI udgjorde et formål forfulgt af de parter, der havde underskrevet Pirelli-aftalen, som gennemførte transaktionen med erhvervelse af Camfin, men ligeledes af alle de øvrige parter, der havde underskrevet denne aftale, som var personer, der havde en objektiv interesse i indgåelsen af en samlet aftale mellem MTP og MCI.

17 De selskaber, som ikke fik medhold i første instans, har appelleret de domme, der vedrørte dem, til Consiglio di Stato (øverste domstol i forvaltningsretlige sager, Italien).

18 Den forelæggende ret har først fremhævet baggrunden for bestemmelserne om fastsættelse af priser i obligatoriske overtagelsestilbud og redegjort for de væsentligste betragtninger bag dommene i første instans. Dernæst har retten fremført hovedpunkterne i sagsøgerne i hovedsagens argumentation, hvorefter den manglende forpligtelse til at fastslå, at der foreligger et frivilligt element i samordningen hos alle deltagerne heri, giver tilsynsmyndigheden en ubegrænset skønsmargin ved vurderingen af

adfærden hos tilbudsgiveren og sælgeren samt hos alle de tredjeparter, der opererer på markedet. De er af den opfattelse, at en sådan skønsmargin ville være uforenelig med kravet om, at den adfærd, som er relevant med henblik på forhøjelsen af prisen i overtagelsestilbuddet, er klart defineret ex ante.

19 Den forelæggende ret har anført, at der på forskellige områder i italiensk ret findes bestemmelser, som kvalificerer en vis adfærd som samordning, og hvori dette begreb har betydningen »en hemmelig og ulovlig aftale, der er til skade for tredjemænd, og udgør en omgåelse af præceptive lovbestemmelser«, hvilket forudsætter et element af hensigt hos alle aftalens deltagere. Hvis dette begreb anvendes således på det i hovedsagen omhandlede retsområde, skal appelanbringenderne tages til følge, idet de selskaber, der har afstået deres andele i Pirelli til MCI, står uden for enhver hemmelig og ulovlig aftale.

20 Den forelæggende ret har imidlertid fremhævet det i hovedsagen omhandlede retsområdes særlige kendetegn, som vedrører den regelfastsættende og ikke-repressive karakter af den ændringsbeføjelse, der er tillagt Consob, og som kan være til hinder for en ren og skær gennemførelse på dette retsområde af betydningen af begrebet »samordning«, således som det findes på andre områder af italiensk ret. Retten har endvidere fremhævet, at i konkurrenceretten og den dermed forbundne lovgivning vedrørende markeder kan begrebet »ulovlig aftale« ligeledes udledes af aktørernes tilsyneladende selvstændige adfærd i tilfælde, hvor denne adfærd faktisk fører til de ved loven forbudte virkninger. Det følger heraf, at som Tribunale amministrativo regionale per il Lazio (den regionale forvaltningsdomstol for Lazio) har fastslået, er det ikke med henblik på at fastslå en samordning nødvendigt, at myndigheden godtgør, at parternes adfærd har til formål at omgå lovgivningen vedrørende overtagelsestilbud.

21 I lighed med parterne i hovedsagen er den forelæggende ret ikke desto mindre i tvivl om, hvorvidt begrebet »samordning« som omhandlet i den konsoliderede lov og forordningen om udstedere på grund af dets ubestemte karakter er i strid med princippet om, at betingelserne for de nationale myndigheders bemyndigelse til at ændre prisen i overtagelsestilbuddet som omhandlet i artikel 5, stk. 4, andet afsnit, i direktiv 2004/25, skal være klart defineret. Retten har bemærket, at markedsaktørerne i et børsnoteret selskab ikke kan foretage en forudgående vurdering af den adfærd, der skal udvises før et overtagelsestilbud, hvilket ville føre til, at en neutral og lovlig adfærd på grundlag af en ex ante-vurdering ville kunne kvalificeres ex post på grundlag af en omkvalificering udelukkende koncentreret om de objektive virkninger af en mere kompleks situation med samordnet praksis – som ikke kendes af aktørerne og de involverede personer – der kan begrunde en forhøjelse af prisen i overtagelsestilbuddet.

22 Den forelæggende ret har på denne baggrund besluttet at udsætte sagen og forelægge Domstolen følgende præjudicielle spørgsmål:

»Er det til hinder for en korrekt anvendelse af dels artikel 5, stk. 4, andet afsnit, i [direktiv 2004/25] i relation til de generelle principper i direktivets artikel 3, stk. 1, dels de EU-retlige principper om retssikkerhed, beskyttelse af den berettigede forventning, proportionalitet, rimelighed, gennemsigtighed og forbud mod forskelsbehandling, at nationale bestemmelser – såsom [den konsoliderede lovs] artikel 106, stk. 3, litra d), nr. 2), […] og artikel 47g i [forordningen om udstedere] – giver Consob beføjelse til at forhøje det i den nævnte artikel 106 omhandlede overtagelsestilbud »i tilfælde af samordning mellem tilbudsgiveren eller personer, der handler i forståelse med den pågældende, og en eller flere sælgere« uden at specificere de specifikke former for adfærd, som kendetegner denne samordning, og således uden klart at definere de omstændigheder og kriterier, som skal være opfyldt for, at Consob skal have beføjelse til at forhøje den tilbudte pris?«

Om det præjudicielle spørgsmål

23 Med det præjudicielle spørgsmål ønsker den forelæggende ret nærmere bestemt oplyst, om artikel 5, stk. 4, andet afsnit, i direktiv 2004/25 skal fortolkes således, at bestemmelsen er til hinder for en national lovgivning som den i hovedsagen omhandlede, der giver den nationale tilsynsmyndighed mulighed for at forhøje prisen i et overtagelsestilbud i tilfælde af samordning, uden at præcisere, hvilke specifikke former for adfærd der kendetegner dette begreb.

24 Som det fremgår af første til tredje og niende betragtning til direktiv 2004/25, har dette direktiv til formål at beskytte interesserne for indehavere af kapitalandele i selskaber, hvormed kontrollen er blevet overtaget af en fysisk eller juridisk person, og tilsigter i denne forbindelse at skabe klarhed og gennemsigtighed i lovgivningen vedrørende overtagelsestilbud.

25 I henhold til direktivets artikel 1, stk. 1, fastlægger direktivet foranstaltninger til samordning af medlemsstaternes lovbestemmelser vedrørende tilbud om overtagelse af kapitalandele i selskaber, der henhører under en medlemsstats lovgivning, når alle eller nogle af disse kapitalandele er optaget til handel på et reguleret marked.

26 Direktivets artikel 3, stk. 1, fastsætter – ved at kvalificere dem som generelle principper – de retningslinjer, som skal overholdes ved anvendelsen af direktivet (jf. i denne retning dom af 15.10.2009, Audiolux m.fl., C-101/08, EU:C:2009:626, præmis 51). Blandt disse principper findes princippet om, at indehavere af kapitalandele skal beskyttes, hvis en person opnår kontrol med et selskab.

27 For at sikre overholdelsen af disse principper bestemmes det i artikel 3, stk. 2, litra a) og b), i direktiv 2004/25, at medlemsstaterne for det første skal sikre, at minimumskravene i direktivet overholdes, og for det andet kan fastsætte yderligere betingelser og strengere bestemmelser end dem, der kræves i det pågældende direktiv, med henblik på at regulere tilbud.

28 Under overskriften »Beskyttelse af minoritetsinteresser, obligatorisk tilbud, rimelig pris« fastsætter samme direktivs artikel 5, med henblik på at beskytte interesserne for indehavere af kapitalandele i selskaber, i det væsentlige to regler, som er pålagt medlemsstaterne, og én, som de kan vælge at anvende.

29 Først fastsætter artikel 5, stk. 1, i direktiv 2004/25 princippet om et obligatorisk tilbud om erhvervelse af kapitalandele i et givent selskab. Artikel 5, stk. 1, bestemmer således, at såfremt en fysisk eller juridisk person ved egen overtagelse eller ved overtagelse gennem personer, der handler i forståelse med vedkommende, kommer i besiddelse af kapitalandele i et selskab, som falder inden for direktivets anvendelsesområde, og der sammenlagt med de pågældendes eksisterende kapitalandele i selskabet og kapitalandele, som besiddes af personer, der handler i forståelse med vedkommende, direkte eller indirekte giver personen kontrol med selskabet, skal medlemsstaterne sikre, at der findes regler, som forpligter den pågældende til at fremsætte et tilbud som et middel til at beskytte minoritetsinteresserne i selskabet, idet et sådant tilbud skal vedrøre alle disse aktionærers andele, og der skal tilbydes en rimelig pris som omhandlet i direktivets artikel 5, stk. 4.

30 Ligeledes for at sikre beskyttelsen af minoritetsinteresserne i det selskab, der er omhandlet af overtagelsestilbuddet, fremgår det dernæst for det første af artikel 5, stk. 4, første afsnit, i direktiv 2004/25, at der ved en rimelig pris forstås den højeste pris, der betales for de samme kapitalandele af tilbudsgiveren eller af personer, som handler i forståelse med denne, i en periode, der fastsættes af medlemsstaterne, på mindst seks og højst tolv måneder før det i direktivets artikel 5, stk. 1, nævnte tilbud.

31 Endelig bestemmes det i artikel 5, stk. 4, andet afsnit, i direktiv 2004/25, at under forudsætning af, at de generelle principper i artikel 3, stk. 1, overholdes, kan medlemsstaterne tillade, at de i direktivets artikel 4 omhandlede tilsynsmyndigheder ændrer denne pris under klart definerede omstændigheder og kriterier. Medlemsstaterne kan med henblik herpå for det første udarbejde en liste over de omstændigheder, som kan give anledning til, at den højeste pris ændres, opad eller nedad, og for det andet definere de kriterier, der skal anvendes i disse tilfælde, idet det præciseres, at de pågældende omstændigheder og kriterier skal være klart definerede. Eksempler på sådanne omstændigheder og kriterier nævnes i direktivets artikel 5, stk. 4, andet afsnit.

32 Det fremgår af disse bestemmelser, at når en medlemsstat beslutter at give en tilsynsmyndighed tilladelse til at ændre den tilbudspris, der er fastlagt i artikel 5, stk. 4, første afsnit, i direktiv 2004/25, med henblik på at fastsætte den pris, som overtagelsestilbuddet skal angive, skal denne ændringsbeføjelse udøves under overholdelse af de retningslinjer, der er omhandlet i direktivets artikel 3, stk. 1.

33 I denne forbindelse forholder det sig således, at når medlemsstaten i overensstemmelse med direktivets artikel 5, stk. 4, andet afsnit, fastsætter, under hvilke omstændigheder denne ændringsbeføjelse kan udøves, skal den særligt tage hensyn til princippet om beskyttelse af interesserne for indehavere af kapitalandele i selskaber, hvormed kontrollen er blevet overtaget af en fysisk eller juridisk person som anført i artikel 3, stk. 1.

34 Det er i lyset af disse betragtninger, at det præjudicielle spørgsmål skal besvares.

35 Det fremgår af anmodningen om præjudiciel afgørelse, at spørgsmålet har en dobbelt rækkevidde. For det første har den forelæggende ret rejst spørgsmålet om, hvorvidt et abstrakt juridisk begreb, som ikke henviser til præcist identificeret adfærd, kan udgøre en klart defineret omstændighed som omhandlet i artikel 5, stk. 4, andet afsnit, i direktiv 2004/25. For det andet har retten rejst spørgsmålet om, hvorvidt den omstændighed, at samme begreb har en forskellig betydning på andre områder inden for national ret end den i hovedsagen omhandlede lovgivning, kan have betydning for den besvarelse, der skal gives på det første spørgsmål.

36 I det foreliggende tilfælde fremgår det af forelæggelsesafgørelsen, at den i hovedsagen omhandlede lovgivning fastsætter, at en »samordning mellem tilbudsgiveren eller personer, der handler i forståelse med den pågældende, og en eller flere sælgere« betragtes som en af de definerede omstændigheder, hvor tilsynsmyndigheden kan forhøje tilbudsprisen i et overtagelsestilbud.

37 Det skal for det første bemærkes, at artikel 5, stk. 4, andet afsnit, i direktiv 2004/25 giver medlemsstaterne en skønsmargin ved fastlæggelsen af, under hvilke omstændigheder deres tilsynsmyndigheder kan ændre tilbudsprisen på betingelse imidlertid af, at disse omstændigheder er klart definerede.

38 Denne bestemmelse angiver, at medlemsstaterne kan udarbejde en liste over sådanne omstændigheder, og nævner i denne forbindelse flere eksempler, som henviser til generelle formuleringer til illustration af de omstændigheder, der kan begrunde en ændring opad eller nedad af tilbudsprisen, såsom en aftale mellem køber og sælger, ekstraordinære begivenheder eller manipulation med prisen på de omhandlede kapitalandele.

39 I denne sammenhæng bemærkes, som generaladvokaten i det væsentlige har anført i punkt 52 og 53 i forslaget til afgørelse, at artikel 5, stk. 4, andet afsnit, i direktiv 2004/25 ikke kan fortolkes således, at bestemmelsen er til hinder for, at en medlemsstat i den lovgivning, som den vedtager til gennemførelse af direktivet, anvender et abstrakt juridisk begreb, såsom begrebet »samordning« i det foreliggende tilfælde, som en klart defineret omstændighed som omhandlet i denne bestemmelse.

40 Anvendelse af et abstrakt juridisk begreb betyder endvidere ikke i sig selv, at den nationale regel, som indeholder dette begreb, er så tvetydig, at den er til hinder for, at den medlemsstat, som har vedtaget den, med tilstrækkelig sikkerhed kan rydde en eventuel tvivl vedrørende rækkevidden eller betydningen af den pågældende regel af vejen (jf. i denne retning dom af 14.4.2005, Belgien mod Kommissionen, C-110/03, EU:C:2005:223, præmis 31).

41 Det forholder sig ganske vist således, at såvel overholdelse af retssikkerhedsprincippet som nødvendigheden af at sikre, at direktiverne retligt og ikke blot faktisk anvendes fuldt ud, kræver, at medlemsstaterne optager direktivets forskrifter i klar, præcis og gennemskuelig lovgivning, der indeholder bindende bestemmelser på det af direktivet berørte område (dom af 16.11.2000, Kommissionen mod Grækenland, C-214/98, EU:C:2000:624, præmis 23, og af 14.1.2010, Kommissionen mod Den Tjekkiske Republik, C-343/08, EU:C:2010:14, præmis 40).

42 Disse krav kan imidlertid ikke forstås således, at de pålægger, at en norm, som anvender et abstrakt juridisk begreb, skal nævne de forskellige konkrete tilfælde, hvori begrebet kan finde anvendelse, for så vidt som lovgiver ikke på forhånd kan fastlægge alle disse tilfælde.

43 Artikel 5, stk. 4, andet afsnit, i direktiv 2004/25 kan følgelig ikke fortolkes således, at den pålægger en medlemsstat, der i den lovgivning, som den vedtager til gennemførelse af denne bestemmelse, fastsætter, at en »samordning mellem tilbudsgiveren eller personer, der handler i forståelse med den pågældende, og en eller flere sælgere« betragtes som en af de klart definerede omstændigheder som omhandlet i den pågældende bestemmelse, som det er tilfældet i det foreliggende tilfælde, at præcisere de specifikke former for adfærd, der kendetegner en sådan samordning.

44 For det andet har den forelæggende ret rejst spørgsmålet om, hvorvidt direktivets artikel 5, stk. 4, andet afsnit, er til hinder for, at en medlemsstat for at definere en af de omstændigheder, hvorunder den rimelige pris kan ændres, henviser til begrebet »samordning«, der i forbindelse med den i hovedsagen omhandlede lovgivning har en anden betydning end den, der er tillagt begrebet på andre områder i national ret.

45 For så vidt som bestemmelsen forfølger det formål om beskyttelse af indehaverne af kapitalandele i et selskab, der er genstand for et overtagelsestilbud, og særligt af minoritetsaktionærer, som er fastsat i direktiv 2004/25, og som der er henvist til i denne doms præmis 24-33, forholder det sig således, at når en medlemsstat anvender et begreb som »samordning« for at definere en af de omstændigheder, hvorunder den rimelige pris kan ændres, er den omstændighed, at dette begreb har en anden betydning på andre områder af national ret, ikke til hinder for, at det – når det anvendes i forbindelse med den nationale lovgivning om overtagelsestilbud – kan betragtes således, at det opfylder kravene i direktivets artikel 5, stk. 4, andet afsnit.

46 Når dette er sagt, bemærkes, at medlemsstaterne for at opfylde kravet om retssikkerhed skal sikre, at den fortolkning, som de tillægger et sådant begreb på området for overtagelsestilbud, kan udledes tilstrækkeligt klart, præcist og forudsigeligt af den omhandlede nationale lovgivning ved hjælp af fortolkningsmetoder, der er anerkendt i national ret.

47 Det tilkommer den forelæggende ret at undersøge, om dette er tilfældet for så vidt angår begrebet »samordning« i forbindelse med den i hovedsagen omhandlede lovgivning.

48 Det fremgår af de foregående bemærkninger, at artikel 5, stk. 4, andet afsnit, i direktiv 2004/25 skal fortolkes således, at bestemmelsen ikke er til hinder for en national lovgivning som den i hovedsagen omhandlede, der giver den nationale tilsynsmyndighed mulighed for at forhøje prisen i et overtagelsestilbud i tilfælde af »samordning«, uden at præcisere, hvilke specifikke former for adfærd der kendetegner dette begreb, for så vidt som fortolkningen af det pågældende begreb kan udledes tilstrækkeligt klart, præcist og forudsigeligt af denne lovgivning ved hjælp af fortolkningsmetoder, der er anerkendt i national ret.

Sagsomkostninger

49 Da sagens behandling i forhold til hovedsagens parter udgør et led i den sag, der verserer for den forelæggende ret, tilkommer det denne at træffe afgørelse om sagsomkostningerne. Bortset fra nævnte parters udgifter kan de udgifter, som er afholdt i forbindelse med afgivelse af indlæg for Domstolen, ikke erstattes.

På grundlag af disse præmisser kender Domstolen (Tredje Afdeling) for ret:

Artikel 5, stk. 4, andet afsnit, i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/25/EF af 21. april 2004 om overtagelsestilbud skal fortolkes således, at bestemmelsen ikke er til hinder for en national lovgivning som den i hovedsagen omhandlede, der giver den nationale tilsynsmyndighed mulighed for at forhøje prisen i et overtagelsestilbud i tilfælde af »samordning«, uden at præcisere, hvilke specifikke former for adfærd der kendetegner dette begreb, for så vidt som fortolkningen af det pågældende begreb kan udledes tilstrækkeligt klart, præcist og forudsigeligt af denne lovgivning ved hjælp af fortolkningsmetoder, der er anerkendt i national ret.

Underskrifter