CONCLUSIE VAN ADVOCAAT-GENERAAL
N. WAHL
van 15 maart 2017[1]

Zaak C-206/16

Marco Tronchetti Provera SpA e.a.
tegen
Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob)

[verzoek van de Consiglio di Stato (raad van state, Italië) om een prejudiciële beslissing]

„Vennootschapsrecht – Richtlijn 2004/25/EG – Bescherming van de belangen van minderheidsaandeelhouders bij openbare overnamebiedingen – Artikel 5, lid 4 – Begrip „duidelijk omschreven" – Nationale regelgeving op grond waarvan de toezichthoudende autoriteit de prijs van het openbare overnamebod kan wijzigen – Samenspanning tussen de bieder of in onderling overleg met hem handelende personen en een of meer verkopers"

1. Dit verzoek om een prejudiciële beslissing draait om de juiste uitlegging van artikel 5, lid 4, van richtlijn 2004/25/EG.[2] Deze bepaling staat de lidstaten toe hun nationale toezichthoudende autoriteit op het gebied van effecten (hierna: „NTA") te machtigen om de prijs die wordt geboden in een overeenkomstig die richtlijn uitgebracht verplicht openbaar overnamebod (hierna: „OOB") te wijzigen. Volgens de richtlijn moeten dergelijke maatregelen evenwel op „duidelijk omschreven" wijze worden genomen.

2. In het hoofdgeding vraagt de Consiglio di Stato (raad van state, Italië) zich af of de mogelijkheid van toepassing van de Italiaanse wetgeving ter uitvoering van voornoemde richtlijn, op grond waarvan de Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (nationale vennootschaps- en beursautoriteit; hierna: „Consob") – de Italiaanse NTA – de in een verplicht OOB geboden prijs in geval van samenspanning kan wijzigen, op de omstandigheden van dit geding, als „duidelijk omschreven" in de zin van artikel 5, lid 4, van richtlijn 2004/25 kan worden aangemerkt.

3. De bijzonderheid in het hoofdgeding is dat de wijziging van de biedprijs het resultaat was van een andere transactie dan die waaruit de OOB-verplichting is voortgevloeid. Voorts staat niet vast dat alle bij die andere transactie betrokken partijen beoogden samen te spannen of zich van het risico van samenspanning bewust waren. Deze zaak biedt het Hof derhalve de gelegenheid duidelijkheid te verschaffen over de grenzen van de bevoegdheid van de lidstaten om hun NTA toe te staan af te wijken van de in artikel 5, lid 4, van richtlijn 2004/25 neergelegde „regel van de hoogste betaalde prijs" (hierna: „HBP-regel").

1 Oorspronkelijke taal: Engels.

2 Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod (PB 2004, L 142, blz. 12), als gewijzigd bij verordening (EG) nr. 219/2009 van het Europees Parlement en de Raad van 11 maart 2009 tot aanpassing aan besluit 1999/468/EG van de Raad van een aantal besluiten waarop de procedure van artikel 251 van het Verdrag van toepassing is, wat de regelgevingsprocedure met toetsing betreft – Aanpassing aan de regelgevingsprocedure met toetsing – Deel twee (PB 2009, L 87, blz. 109).

4. Zoals ik hieronder zal uiteenzetten, staat artikel 5, lid 4, van richtlijn 2004/25 lidstaten in beginsel toe hun NTA te machtigen de in een verplicht OOB geboden prijs te wijzigen in geval van samenspanning in de zin als hierboven vermeld. Deze bepaling verzet zich echter tegen de toepassing van een voorschrift ter zake op omstandigheden die, zou die richtlijn niet worden toegepast, in het nationale recht niet als gevallen van samenspanning zouden worden aangemerkt.

I. **Toepasselijke bepalingen**

A. **Richtlijn 2004/25**

5. De OOB-procedure van richtlijn 2004/25 is volgens artikel 1 („Toepassingsgebied") van die richtlijn van toepassing op „openbare overnamebiedingen op effecten van onder het recht van een lidstaat vallende vennootschappen, wanneer alle of een deel van deze effecten [...] zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt". In lid 1, onder a), van artikel 2 van de richtlijn („Definities") wordt een „openbaar overnamebod" (of „bod") omschreven als een „openbaar bod (dat niet uitgaat van de doelvennootschap zelf) aan de houders van effecten van een vennootschap om al die effecten of een deel daarvan te verwerven, ongeacht of het aanbod verplicht dan wel vrijwillig is, mits het volgt op of strekt tot het verkrijgen van zeggenschap over de doelvennootschap overeenkomstig het nationaal recht".

6. Artikel 3 van richtlijn 2004/25, met als opschrift „Algemene beginselen", bepaalt:

„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; [...]

[...]

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;

[...]

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."

7. Artikel 4, lid 2, van richtlijn 2004/25 („Toezichthoudende autoriteit en toepasselijk recht") wijst de ten aanzien van een bod bevoegde NTA aan. Meer in het bijzonder bepaalt punt a) dat „[d]e toezichthoudende autoriteit die ten aanzien van een bod bevoegd is, [...] de autoriteit [is] van de lidstaat waar de doelvennootschap haar statutaire zetel heeft, indien de effecten van die vennootschap tot de handel op een gereglementeerde markt in die lidstaat zijn toegelaten".

8. In artikel 4, lid 5, van richtlijn 2004/25 is het volgende bepaald:

„De toezichthoudende autoriteiten beschikken over de bevoegdheden die nodig zijn voor de uitoefening van hun taken, waartoe met name behoort de taak er zorg voor te dragen dat de partijen bij het bod de ter uitvoering van deze richtlijn vastgestelde voorschriften naleven.

Met inachtneming van de in artikel 3, lid 1, omschreven algemene beginselen kunnen de lidstaten in de ter uitvoering van [richtlijn 2004/25] vastgestelde of ingevoerde voorschriften voorzien in afwijkingen van die voorschriften:

i) door dergelijke afwijkingen in hun nationale voorschriften op te nemen om rekening te houden met omstandigheden die op nationaal niveau worden vastgesteld,

en/of

ii) door hun toezichthoudende autoriteiten, op hun bevoegdheidsterreinen de bevoegdheid [te] verlenen om van die nationale voorschriften af te wijken, teneinde rekening te houden met de in punt i) bedoelde omstandigheden of met andere specifieke omstandigheden, waarbij in het laatste geval een met redenen omkleed besluit moet worden vereist."

9. Artikel 5 van richtlijn 2004/25, met het opschrift „Bescherming van minderheidsaandeelhouders, verplicht bod en billijke prijs", luidt:

„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 [...] in 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.

[...]

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 de bieder 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 de bieder of in onderling overleg met hem handelende personen effecten aankopen boven de biedingsprijs, verhoogt de bieder 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, zoals 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.

[...]"

B. **Italiaans recht**

10. Het decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58. Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52 (wetsbesluit nr. 58 van 24 februari 1998 tot codificatie van alle bepalingen op het gebied van financiële bemiddeling in de zin van de artikelen 8 en 21 van wet nr. 52 van 6 februari 1996)[3], als gewijzigd (hierna: „wetsbesluit nr. 58 van 24 februari 1998"), bevat bepalingen tot uitvoering van richtlijn 2004/25. Artikel 106 van dit wetsbesluit („Openbaar bod tot totale overname") bepaalt het volgende:

„3. De Consob regelt bij besluit de gevallen waarbij:

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 een van de volgende omstandigheden zich voordoet:

[...]

2) er is sprake van samenspanning tussen de bieder of de personen die samen met hem handelen en een of meer verkopers."

11. Bij besluit van 14 mei 1999 heeft de Consob de Regolamento 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)[4], als gewijzigd (hierna: „uitvoeringsverordening"), aangenomen. Artikel 47 octies van deze verordening („Verhoging van de prijs bij samenspanning") bepaalt:

„1. De biedprijs wordt door de Consob overeenkomstig artikel 106, lid 3, onder d), punt 2, van [wetsbesluit nr. 58 van 24 februari 1998] 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."

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

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

II. **Feiten, procedure en prejudiciële vraag**

12. Op 17 mei 2013 heeft Marco Tronchetti Provera SpA (hierna: „MTP"), een vennootschap waarvan Marco Tronchetti Provera de belangrijkste aandeelhouder is, via vennootschappen waarover MTP de zeggenschap heeft en samen met anderen een vennootschap met de naam Lauro Sessantuno SpA (hierna: „Lauro 61") opgericht.

13. Op 5 juni 2013 heeft Lauro 61 de markt in kennis gesteld van een OOB op alle aandelen van Camfin SpA (hierna: „Camfin") tegen een eenheidsprijs van 0,80 EUR per aandeel, die was vastgesteld op basis van de marktprijzen van dat aandeel in de voorafgaande twaalf maanden.

14. Op het moment van het verplichte OOB had Camfin rechtstreeks en middellijk 26,19 % van de aandelen in Pirelli & C. SpA (hierna: „Pirelli") in handen. Een aantal aandeelhouders van Pirelli, waaronder Malacalza Investimenti srl (hierna: „MCI"), MTP, Camfin, Allianz SpA (hierna: „Allianz") en Fondiaria SAI SpA (hierna: „FonSai"), had eerder een zogeheten lock-upakkoord (hierna: „Pirelli-akkoord") gesloten.

15. MCI, tevens aandeelhouder van Camfin, heeft ingetekend op het bod van Lauro 61 en 12,37 % van het in Camfin gehouden kapitaal tegen bovengenoemde prijs aan Lauro 61 overgedragen.

16. Op 5 juni 2013 werd de markt eveneens meegedeeld dat i) Lauro 61 de bestaande overeenkomsten tussen MTP en MCI over Camfin had ontbonden; ii) MCI haar aandelen in Camfin had verkocht; (iii) MCI van Allianz en FonSai tegen een prijs van 7,80 EUR per aandeel een deelneming van 6,98 % in het kapitaal van Pirelli had gekocht, en (iv) de partijen bij het Pirelli-akkoord – voorgezeten door Marco Tronchetti Provera – Allianz en FonSai toestemming hadden gegeven om al hun onder dat akkoord vallende aandelen (hierna: „Pirelli-aandelen") of een deel daarvan uit het akkoord te lichten.

17. Op 11 oktober 2013 kwam de overname tot stand, nadat Lauro 61 eerst 95,95 % van het kapitaal van Camfin had verworven en vervolgens haar recht op het verwerven van de resterende aandelen had uitgeoefend. Daardoor kwam zij in het bezit van het volledige kapitaal van Camfin, waarvan de aandelen bijgevolg niet langer aan de beurs werden genoteerd.

18. Naar aanleiding van een klacht van enkele minderheidsaandeelhouders van Camfin is Consob op 12 september 2013 een procedure gestart om de prijs van het OOB in kwestie te verhogen.

19. Na te hebben vastgesteld dat voornoemde transacties ertoe hadden geleid dat MCI een verkoopprijs voor de aandelen in Camfin had verkregen die hoger was dan 0,80 EUR per aandeel, heeft Consob geoordeeld dat sprake was van samenspanning en heeft zij bij besluit nr. 18662 van 25 september 2013 (hierna: „bestreden besluit") de eenheidsprijs per aandeel verhoogd met 0,03 EUR, en deze aldus vastgesteld op 0,83 EUR.[5] De rechtmatigheid van het bestreden besluit is vervolgens bij vier uitspraken van 19 maart 2014 van het Tribunale amministrativo regionale per il Lazio (regionale bestuursrechter Lazio, Italië) bevestigd.

20. Die vier uitspraken worden momenteel bij de verwijzende rechter aangevochten. Dienaangaande vermeldt de verwijzende rechter dat het begrip „samenspanning" op verschillende gebieden van het Italiaanse recht wordt gehanteerd. De precieze betekenis van dit begrip ligt niet vast, maar een vereiste is het bestaan van een geheim en bedrieglijk akkoord ten nadele van derden waarmee dwingende wetsbepalingen worden ontdoken, zodat sprake moet zijn van een element van opzet bij

5 Die hogere prijs is het resultaat van een berekening waarbij een bedrag van 6,6 miljoen EUR – volgens Consob gelijk aan het voordeel dat MCI heeft verkregen doordat zij een te lage prijs voor de Pirelli-aandelen heeft betaald – werd gedeeld door de aandelen in Camfin die Lauro 61 heeft verworven. De aldus vastgestelde nieuwe prijs betekende voor Lauro 61 dat zij een extra bedrag van ongeveer 8,5 miljoen EUR op tafel moest leggen.

alle deelnemers aan het akkoord. In dat verband is de verwijzende rechter van oordeel dat Allianz en FonSai niet van een dergelijk akkoord op de hoogte waren. Bij toepassing van deze uitlegging van het begrip „samenspanning" zouden de door – onder andere – MTP en Lauro 61 ingestelde beroepen derhalve moeten worden toegewezen.

21. Vervolgens verklaart de verwijzende rechter evenwel dat het begrip „samenspanning" in het licht van onder meer het specifieke karakter van het betrokken rechtsgebied en de aard van de regelgevingsbevoegdheden van Consob wellicht anders moet worden uitgelegd. Een dergelijke uitlegging zou echter tot problemen met betrekking tot de rechtszekerheid kunnen leiden, aangezien het mogelijke gevolg ervan is dat marktspelers niet kunnen voorzien hoe zij vóór het uitbrengen van een OOB moeten opereren. Aangezien de verwijzende rechter twijfelt over de juiste uitlegging van artikel 3, lid 1, en artikel 5, lid 4, van richtlijn 2004/25, heeft hij de behandeling van de zaak geschorst en het Hof de volgende prejudiciële vraag voorgelegd:

„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, van [wetsbesluit nr. 58 van 24 februari 1998], en daaropvolgende wijzigingen, en artikel 47 octies van [het uitvoeringsbesluit], en daaropvolgende wijzigingen, 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 één 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?"

III. **Analyse**

A. **Inleidende opmerkingen**

22. Het is voor het eerst dat het Hof om uitlegging van artikel 5, lid 4, van richtlijn 2004/25 wordt verzocht. Het is zelfs pas de tweede maal dat het Hof duidelijkheid zal verschaffen over de voorschriften waarin deze wetgevingstekst voorziet.[6] Voorts heeft het Tribunale amministrativo regionale per il Lazio in navolging van de Consiglio di Stato eveneens besloten het Hof om uitlegging van artikel 5, lid 4, van richtlijn 2004/25 te verzoeken, en het vijf prejudiciële vragen voorgelegd.[7]

23. De verwijzende rechter wenst in wezen te vernemen of artikel 5, lid 4, van richtlijn 2004/25, gelezen in samenhang met artikel 3, lid 1, van die richtlijn en bepaalde algemene beginselen, met name het rechtszekerheidsbeginsel, toelaat dat het begrip „samenspanning" zoals gehanteerd in artikel 106, lid 3, onder d), punt 2), van wetsbesluit nr. 58 van 24 februari 1998 en artikel 47 octies van het uitvoeringsbesluit (hierna samen: „betrokken Italiaanse voorschriften") aldus wordt uitgelegd dat het niet vereist dat de gedragingen die dergelijke feiten opleveren specifiek worden genoemd.

24. Uit de verwijzingsbeslissing blijkt dat de verwijzende rechter ervan uitgaat dat het begrip „samenspanning" op twee manieren kan worden uitgelegd: enerzijds in enge zin, dat wil zeggen in de zin van een geheim en bedrieglijk akkoord ten nadele van derden waarmee dwingende wetsbepalingen worden ontdoken, hetgeen het bestaan van een element van opzet bij alle deelnemers aan het akkoord

6 Zie arrest van 15 oktober 2009, Audiolux e.a., C-101/08, EU:C:2009:626, inzonderheid de punten 47-51.

7 Zaken Amber Capital Italia en Amber Capital Uk, C-654/16; Hitachi Rail Italy Investments, C-655/16; Finmeccanica, C-656/16; Bluebell Partners, C-657/16, en Elliot International e.a., C-658/16 (alle thans aanhangig bij het Hof).

impliceert (hierna: „enge uitlegging” of uitlegging „in enge zin”), en anderzijds in ruime zin, dat wil zeggen aldus opgevat dat de bestanddelen van het akkoord kunnen losstaan van de feitelijke transactie die de verplichting tot het uitbrengen van een OOB doet ontstaan, en zonder dat het bestaan van een element van opzet bij alle deelnemers aan het akkoord is vereist (hierna: „ruime uitlegging” of uitlegging „in ruime zin”).

25. De verwijzende rechter merkt op dat Allianz en FonSai niet het oogmerk hadden deel te nemen aan een geheim en bedrieglijk akkoord en dat een prijsaanpassing als die waartoe Consob heeft besloten, op grond van een enge uitlegging van het begrip „samenspanning” dus niet zou zijn toegestaan. Het antwoord op de prejudiciële vraag is volgens de verwijzende rechter dan ook bepalend voor de prijs die Lauro 61 krachtens artikel 5 van richtlijn 2004/25 bij de overname van Camfin voor de aandelen in die vennootschap had moeten bieden.

26. Hier aangekomen in mijn inleidende opmerkingen zou ik nadrukkelijk de aandacht willen vestigen op een voor de onderhavige zaak cruciaal punt.

27. Het staat, kort gezegd, niet aan het Hof uit te maken hoe het in de betrokken Italiaanse voorschriften gehanteerde begrip „samenspanning” moet worden uitgelegd. Meer bepaald staat het niet aan het Hof zijn voorkeur voor een van beide uitleggingen uit te spreken. Alleen de verwijzende rechter is daartoe formeel bevoegd.[8] Hij beslist welke uitlegging van dat begrip – de enge of de ruime – geldig is.

28. Wat het Hof zijnerzijds kan en moet doen om de verwijzende rechter bij te staan in het bij hem aanhangige geschil, is het geven van uitlegging aan het Unierecht, dat wil zeggen, in casu, aan met name artikel 5, lid 4, van richtlijn 2004/25 en meer bepaald de woorden „duidelijk omschreven”. Hoewel dit begrip wordt gebruikt met betrekking tot maatregelen van de lidstaten, laat artikel 5, lid 4, van die richtlijn het niet aan de nationale wetgever om er invulling aan te geven. Het betreft dus een autonoom Unierechtelijk begrip, dat bijgevolg uniform moet worden uitgelegd.

29. Willen wij tot een voor de verwijzende rechter mogelijk nuttige uitlegging van artikel 5, lid 4, van richtlijn 2004/25 komen, dan dienen wij niet uit het oog te verliezen dat die rechter reeds heeft uitgesloten dat de enge uitlegging van het begrip „samenspanning” bevestiging van de aangevochten uitspraken en dus van het bestreden besluit kan rechtvaardigen. Het Hof dient derhalve enkel nog te onderzoeken of de ruime uitlegging van het begrip „samenspanning” kan worden geacht in overeenstemming te zijn met het begrip „duidelijk omschreven” van artikel 5, lid 4, van richtlijn 2004/25. Op die uitlegging moet het Hof zich in zijn antwoord dus richten.

B. **Beantwoording van de prejudiciële vraag**

1. ***Artikel 5, lid 4, van richtlijn 2004/25: inleidende opmerkingen***

30. Waar artikel 5, lid 1, van richtlijn 2004/25 de voorwaarden bepaalt waaronder voor een natuurlijke of rechtspersoon bij het bereiken van een in het nationale recht vastgestelde drempel de verplichting ontstaat om een bod op de in de doelvennootschap resterende effecten uit te brengen, regelt artikel 5, lid 4, de prijs die hierbij moet worden geboden.

8 Evenzo blijft een vraag van een nationale rechter die van het Hof wenst te vernemen of hij aan het nationale recht een uitlegging mag of moet geven die het best met het Unierecht verenigbaar is, een vraag over de uitlegging van nationaal recht, die dus niet-ontvankelijk is. Zie arrest van 27 februari 2014, Pohotovosť, C-470/12, EU:C:2014:101, punten 58-61.

31. Artikel 5, lid 4, eerste alinea, van richtlijn 2004/25 is volstrekt helder over deze prijs in algemene zin. Het is simpelweg de hoogste prijs die door de bieder (of in onderling overleg met hem handelende personen) tijdens een door de lidstaten te bepalen periode van zes tot twaalf maanden is betaald (de HBP-regel). Die prijs is volgens de richtlijn ook de billijke prijs, om voor de hand liggende redenen: de HBP-regel schrijft in duidelijke bewoordingen en op zowel transparante als voorspelbare wijze voor welke prijs moet worden geboden.

32. Op grond van artikel 5, lid 4, tweede alinea, van richtlijn 2004/25 kunnen de lidstaten hun NTA evenwel toestaan de prijs onder bepaalde voorwaarden te wijzigen. De tekst van deze bepaling verwijst naar i) de *omstandigheden* rondom het OOB en ii) de *criteria* die bij het wijzigen van de prijs moeten worden toegepast. Voorts moeten de lidstaten in dit verband de algemene beginselen van artikel 3, lid 1, in acht nemen en dienen de bedoelde omstandigheden en criteria „duidelijk omschreven" te zijn.

33. Uit het bovenstaande volgt mijns inziens genoegzaam dat artikel 5, lid 4, tweede alinea, van richtlijn 2004/25 regelt *wanneer, waarom* en *hoe* een lidstaat zijn autoriteiten kan toestaan op te treden bij een OOB indien de hoogste betaalde prijs geen reële afspiegeling van de billijke prijs vormt.[9] Zoals ik hieronder zal uiteenzetten, mogen hierbij alleen omstandigheden in aanmerking worden genomen die in een *duidelijk en rechtstreeks verband* staan met de transactie waaruit de OOB-verplichting is voortgevloeid.

34. Thans zal ik nader ingaan op artikel 5, lid 4, tweede alinea, van richtlijn 2004/25, waarop het hoofdgeding betrekking heeft. Wat schrijft deze bepaling voor en wat wordt in wezen bedoeld met „duidelijk omschreven"?

2. *Het paradigma: beoordelingsbevoegdheid van de lidstaten*

35. Wat direct kan worden vastgesteld, is dat artikel 5, lid 4, tweede alinea, van richtlijn 2004/25 een opsomming bevat van elementen die mijns inziens enkel kunnen worden gezien als – niet-uitputtende – voorbeelden waardoor lidstaten zich kunnen laten leiden wanneer zij overwegen hun NTA toe te staan de prijs te wijzigen.

36. Wat ook duidelijk lijkt, is dat de in artikel 5, lid 4, van voornoemde richtlijn bedoelde „omstandigheden" die tot een wijziging van de prijs kunnen leiden, in de analyse voorafgaan aan de „criteria" die bij die wijziging moeten worden gehanteerd.

37. Voor het overige bepaalt artikel 5, lid 4, van richtlijn 2004/25 op zichzelf niet zo heel erg veel.

38. Niettemin lijkt één ding zo goed als vast te staan, te weten dat artikel 5, lid 4, tweede alinea, van richtlijn 2004/25 de lidstaten beoordelingsbevoegdheid toekent ten aanzien van de beslissing om hun NTA toe te staan de prijs te wijzigen.[10] De ontstaansgeschiedenis van deze bepaling biedt steun voor deze opvatting[11], alsook de context ervan. Zoals artikel 3, lid 2, van voornoemde richtlijn vermeldt,

9 Zie dienaangaande het *Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids* (verslag van de groep op hoog niveau van deskundigen op het gebied van het vennootschapsrecht over vraagstukken in verband met het openbaar overnamebod), Brussel, 10 januari 2002, blz. 50.

10 Zie voor eenzelfde opvatting Enriques, L., „The Mandatory Bid Rule in the Takeover Directive: Harmonization Without Foundation?", *European Company and Financial Law Review*, nummer 4, 2004, blz. 440 e.v., die stelt dat „wat inzonderheid de billijke prijs betreft, [...] de lidstaten en hun toezichthoudende autoriteiten over een ruime beoordelingsmarge [beschikken] om te bepalen welke omstandigheden en criteria een verlaging rechtvaardigen" (blz. 446).

11 Anders dan het voorstel van de Commissie voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende het openbaar overnamebod, COM(2002) 534 definitief (PB 2003, C 45 E, blz. 1), bepaalt de tweede alinea van artikel 5, lid 4, van richtlijn 2004/25 niet dat de lidstaten een lijst van de omstandigheden waaronder de hoogste prijs kan worden bijgesteld, *moeten* opstellen, maar dit *kunnen* doen.

zijn in die richtlijn enkel minimumvereisten opgenomen [12]: de lidstaten kunnen dus strengere voorwaarden en bepalingen voor het regelen van biedingen vaststellen. Evenzo lijkt artikel 4, lid 5, van de richtlijn de lidstaten een ruime bevoegdheid te verlenen om in algemene zin van de richtlijn af te wijken.

39. Er zij aan herinnerd dat richtlijn 2004/25 immers voor een belangrijk deel het resultaat is van een compromis tussen het Europees Parlement en de Raad. [13] Bij het bereiken van dat compromis heeft de Commissie, die al sinds 1985 had gezinspeeld op gemeenschappelijke procedurevoorschriften voor wijzigingen in aandeelhouderschap [14] en daartoe – zonder succes – diverse wetgevingsvoorstellen ter zake aan de Uniewetgever had voorgelegd [15], in de notulen van de Raad een verklaring laten opnemen waarin zij haar teleurstelling uitsprak over het feit dat de uiteindelijk aangenomen tekst in haar ogen niet ambitieus genoeg was en dat cruciale onderdelen facultatief waren geworden [16]. Uiteraard is deze ontstaansgeschiedenis van invloed op de uitlegging van richtlijn 2004/25.

40. Toch is de beoordelingsbevoegdheid die de lidstaten bij artikel 5, lid 4, van die richtlijn wordt verleend, niet onbegrensd. [17]

3. *Begrenzing van de beoordelingsbevoegdheid van de lidstaten*

a) *Basisbeginselen*

41. In de eerste plaats blijft de HBP-regel het uitgangspunt. Een logisch uitgangspunt: een doeltreffende werking van de kapitaalmarkten in de Unie vraagt immers om een voldoende mate van voorspelbaarheid waar het gaat om de compensatie waarin een verplicht bod moet voorzien. In dit verband biedt de HBP-regel een dubbel voordeel: de minderheidsaandeelhouders delen ten volle in de premie die de koper op enig moment tijdens de betrokken periode heeft betaald, terwijl de bieder tegelijkertijd de zekerheid wordt geboden dat hij in het verplichte bod niet méér zal behoeven te betalen dan hetgeen hij in de voorafgaande periode bereid is uit te geven, zodat hij zelf kan bepalen tot welke prijs hij wenst te gaan om alle effecten van de vennootschap te verwerven. [18] Vanuit het systeem bezien moet de HBP-regel dus ruim worden uitgelegd. Omgekeerd moet de mogelijkheid

12 Volgens overweging 25 van richtlijn 2004/25 is de richtlijn gericht op „het vaststellen van minimumrichtsnoeren voor de afwikkeling van openbare overnamebiedingen en het waarborgen van een afdoend beschermingspeil voor houders van effecten in de gehele [Unie]".

13 Zie onder andere het verslag van 8 december 2003 over het voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende het openbaar overnamebod, Commissie Juridische Zaken en Interne Markt van het Europees Parlement, A5-0469/2003 definitief, blz. 16, cf. blz. 6, en Raadsdocument nr. 16116/03 van 16 december 2003 inzake het voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende het openbaar overnamebod, punt II [interinstitutioneel dossier nr. 2002/0240 (COD)].

14 Witboek van 14 juni 1985 van de Commissie voor de Europese Raad: De voltooiing van de interne markt [COM(85) 310 def.], punten 139 e.v.

15 Zie voorstel van de Commissie van 19 januari 1989 voor een 13e richtlijn van de Raad inzake het vennootschapsrecht betreffende het openbare aanbod tot aankoop of ruil [COM(88) 823 def.; PB 1989, C 64, blz. 8), en voorstel van de Commissie van 7 februari 1996 voor een dertiende richtlijn van het Europees Parlement en de Raad inzake het vennootschapsrecht betreffende overnamebiedingen [COM(95) 655 def.; PB 1996, C 162, blz. 5).

16 Zie de verklaring van de Commissie in Raadsdocument nr. 7088/04 van 12 maart 2004 inzake de aanneming van een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende het openbaar overnamebod, punt 2 [interinstitutioneel dossier nr. 2002/0240 (COD)].

17 Volgens overweging 6 van richtlijn 2004/25 moeten de overnamevoorschriften, „[o]m doeltreffend te zijn, [...] flexibel zijn en geschikt zijn voor toepassing op gewijzigde omstandigheden wanneer die zich voordoen; zij dienen daartoe ruimte voor uitzonderingen en afwijkingen te bieden. *De [NTA's] dienen evenwel bij de toepassing van vastgestelde voorschriften en uitzonderingen of bij het toestaan van afwijkingen bepaalde algemene beginselen in acht te nemen*" (cursivering van mij).

18 Zie het *Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids*, Brussel, 10 januari 2002, blz. 49 en 50.

voor de lidstaten om van deze regel af te wijken worden beperkt tot hetgeen strikt noodzakelijk is.[19] Voorts moet iedere poging om de HBP-regel, en de dubbele waarborg die deze regel biedt, buiten toepassing te laten, zijn gebaseerd op deugdelijke argumenten en overeenkomstig artikel 5, lid 4, derde alinea, van de richtlijn met redenen zijn omkleed.

42. In de tweede plaats moeten de lidstaten bij het uitoefenen van hun beoordelingsbevoegdheid de beginselen van artikel 3, lid 1, van richtlijn 2004/25 in acht nemen. Die beginselen vormen richtsnoeren voor de wijze waarop zij deze richtlijn toepassen.[20]

43. Deze beginselen lopen, voor zover relevant in de omstandigheden van het hoofdgeding, evenwel geen gevaar. Met name zie ik niet hoe inbreuk zou kunnen worden gemaakt op de procedurele rechten of gelijke behandeling van de aandeelhouders van Camfin, daar in geval van samenspanning volgens de betrokken Italiaanse voorschriften juist alleen een bijstelling in *opwaartse* zin gerechtvaardigd is.[21]

44. Bovendien verwijzen die algemene beginselen geen van alle uitdrukkelijk naar het doel, voorspelbaarheid voor de bieder of het grote publiek te verzekeren – dat volgt veeleer uit de overwegingen van richtlijn 2004/25, waarop ik in punt 59 hieronder zal terugkomen.

45. Artikel 3, lid 1, onder d), van richtlijn 2004/25 verwijst naar het algemene beginsel dat er geen oneigenlijke markten in de effecten van de doelvennootschap, de biedende vennootschap of enige andere bij het bod betrokken vennootschap mogen ontstaan waardoor de prijzen van de betrokken effecten kunstmatig zouden stijgen of dalen en de normale werking van de markt zou worden verstoord. Dit algemene beginsel biedt dus duidelijk steun voor de opvatting dat een lidstaat een NTA kan toestaan de in een OOB geboden prijs te wijzigen indien sprake is van samenspanning in enge zin. Dit wordt bevestigd door de bewoordingen van artikel 5, lid 4, van richtlijn 2004/25, waarin specifiek wordt gerefereerd aan omstandigheden waarin „de hoogste prijs bij overeenkomst tussen de koper en een verkoper werd vastgesteld" of „de marktprijzen van de effecten in kwestie zijn gemanipuleerd".

46. Wat nu de ruime uitlegging van het door de verwijzende rechter aan de orde gestelde begrip „samenspanning" betreft, zijn de algemene beginselen heel wat minder eenduidig. Toch kan ik deze beginselen niet aldus opvatten dat zij zich tegen een dergelijke uitlegging verzetten.

47. Integendeel: de groep op hoog niveau van deskundigen op het gebied van het vennootschapsrecht heeft in zijn aanbevelingen over vraagstukken in verband met het OOB – die deel uitmaken van de ontstaansgeschiedenis van artikel 5, lid 4, van richtlijn 2004/25 – het begrip „samenspanning" omschreven als „een akkoord met de verkoper dat tot doel heeft zich aan de regel van de hoogste betaalde prijs te onttrekken".[22] Deze definitie, die uitsluitend op de verkoper is gericht, lijkt ruim genoeg om „samenspanning" in zowel enge als ruime zin te omvatten. In de tekst van artikel 5, lid 4, van de richtlijn wordt trouwens noch uitdrukkelijk, noch impliciet kennis of opzet vereist.

19 Zie voor een restrictieve opvatting van de beoordelingsbevoegdheid van NTA's om van de HBP-regel af te wijken, Papadopoulos, T., „The European Union Directive on Takeover Bids: Directive 2004/25/EC", *International and Comparative Law Journal*, band 6, nummer 3, blz. 13 e.v., die, op blz. 30 en 31, betoogt dat een ruime beoordelingsbevoegdheid met betrekking tot het bijstellen van de in een OOB geboden prijs onverenigbaar zou zijn met het algemene beginsel van artikel 3, lid 1, onder a), van richtlijn 2004/25 (een verlaging van de prijs zonder deugdelijke rechtvaardiging zou in strijd kunnen zijn met het beginsel van gelijke behandeling van aandeelhouders) en met artikel 49 VWEU (een verhoging van de prijs zonder deugdelijke rechtvaardiging zou bieders kunnen ontmoedigen).

20 Zie arrest van 15 oktober 2009, Audiolux e.a., C-101/08, EU:C:2009:626, punt 51.

21 Tegelijkertijd heeft het Hof geoordeeld dat het algemene beginsel van gelijke behandeling van aandeelhouders dat in artikel 3, lid 1, onder a), van richtlijn 2004/25 is neergelegd, niet vereist dat nationale regels altijd op de voor de minderheidsaandeelhouders van een vennootschap gunstigste wijze worden uitgelegd. Zie dienaangaande arrest van 15 oktober 2009, Audiolux e.a., C-101/08, EU:C:2009:626, punten 47-52.

22 *Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids*, Brussel, 10 januari 2002, blz. 50.

48. In de derde plaats is de beoordelingsbevoegdheid van de lidstaten om hun NTA toe te staan de in een OOB geboden prijs te wijzigen om redenen van meer algemene aard begrensd: afgezien van het feit dat een NTA bij de beslissing om de prijs van een bod te wijzigen dient te handelen binnen de grenzen van de haar bij artikel 4 van richtlijn 2004/25 verleende bevoegdheid, volgt uit de rechtspraak dat de richtlijn niet van toepassing is op situaties die buiten haar werkingssfeer vallen.[23] Anders gezegd, de richtlijn is ratione materiae van toepassing op OOB's, dat wil zeggen op de relatie tussen de bieder en de houders van effecten van de doelvennootschap. Zij kan dus niet worden geacht van toepassing te zijn op transacties die op geen enkele wijze een OOB-verplichting doen ontstaan – dat zou een onzinnige uitlegging zijn.

49. De „omstandigheden" waarnaar in artikel 5, lid 4, tweede alinea, van richtlijn 2004/25 wordt verwezen, omvatten derhalve alleen de omstandigheden feitelijk of rechtens *die in een duidelijk en rechtstreeks verband met een bepaald verplicht OOB staan*. Zoals de Italiaanse regering ter terechtzitting heeft opgemerkt, moet voorts een transactie die op het eerste gezicht lijkt los te staan van de transactie die het OOB tot gevolg heeft gehad, in werkelijkheid onmisbaar voor de overname (een conditio sine qua non) zijn, wil zij bij een wijziging van de prijs van dat bod in aanmerking worden genomen.

50. Het feit dat richtlijn 2004/25 blijkens artikel 3, lid 2, ervan de regels inzake OOB's slechts ten dele harmoniseert, doet hieraan niet af. Een lidstaat kan zijn NTA niet machtigen om van artikel 5, lid 4, van die richtlijn af te wijken door de in het verplichte OOB geboden prijs op zodanige wijze bij te stellen dat minderheidsaandeelhouders weliswaar beter worden beschermd, maar de HBP-regel zijn nuttige werking verliest, doordat het de NTA wordt toegestaan rekening te houden met transacties die buiten haar bevoegdheid en/of de werkingssfeer van de richtlijn vallen.[24]

b) ***Betekenis en werking van de woorden „duidelijk omschreven"***

51. Wat de specifieke betekenis van de woorden „duidelijk omschreven" betreft, baseren beide partijen in het hoofdgeding zich ieder voor zich op het arrest Periscopus[25]. In dat arrest heeft het EVA-Hof geoordeeld dat artikel 5, lid 4, tweede alinea, van richtlijn 2004/25 zich ertegen verzet dat het een NTA wordt toegestaan af te wijken van de HBP-regel in situaties waarin duidelijk is dat de volgens die regel vastgestelde prijs geen afspiegeling vormt van de marktprijs, zonder dat het begrip „marktprijs" nader wordt omschreven. Dit arrest biedt echter geen oplossing voor de onderhavige zaak, om drie redenen. Ten eerste draait het hoofdgeding niet erom dat de geboden prijs duidelijk lager was dan de marktprijs, maar dat die prijs het resultaat van samenspanning was, hetgeen duidelijk een andere omstandigheid is. Ten tweede zijn de in het hoofdgeding aan de orde zijnde Italiaanse voorschriften minder summier dan de Noorse regels waarop voornoemd arrest betrekking heeft. Ten derde is het Hof niet aan dat arrest gebonden.

52. Ik ben van mening dat de woorden „duidelijk omschreven" vereisen dat de toestemming voor de NTA's om de prijs te wijzigen gestalte krijgt in een regeling die vooraf wordt gepubliceerd en gemakkelijk toegankelijk is voor het grote publiek (hierna: „nationale correctieve regeling"). Of een dergelijke regeling door een overheidsinstantie of de NTA wordt vastgesteld, doet niet ter zake, en evenmin of dat gebeurt in de vorm van primaire of secundaire wetgeving, zolang zij maar bindend is.

23 Zie in die zin arrest van 15 oktober 2009, Audiolux e.a., C-101/08, EU:C:2009:626, punt 49.

24 Zie naar analogie arrest van 21 december 2016, AGET Iraklis, C-201/15, EU:C:2016:972, punten 36 en 37.

25 Arrest van het EVA-Hof van 10 december 2010, Periscopus/Oslo Børs en Erik Must, E-1/10, EFTA Court Report 2009-10, blz. 200.

53. Ik acht het evenwel niet mogelijk uit de uitdrukking „duidelijk omschreven" het vereiste te destilleren dat nationale correctieve regelingen op voorhand elke specifieke situatie uitputtend en uitvoerig beschrijven. [26] Wat dit betreft, sluit ik me aan bij het standpunt van de Italiaanse regering dat de Uniewetgever niet een uitputtende opsomming bedoelde te geven van alle specifieke situaties waarin een NTA de prijs van een verplicht OOB mag wijzigen, maar in plaats daarvan voor de algemenere term „omstandigheden" heeft gekozen. Evenzo neig ik naar de opvatting van de Commissie dat artikel 5, lid 4, van richtlijn 2004/25 niet eraan in de weg staat dat de lidstaten abstracte rechtsbegrippen hanteren.

54. In het licht van het bovenstaande kan ik aanvaarden dat een lidstaat, gelet op de uitdrukking „duidelijk omschreven", een nationale correctieve regeling kan vaststellen op grond waarvan zijn NTA de prijs van een verplicht OOB kan wijzigen wanneer sprake is van samenspanning *in zowel enge, als in ruime zin*.

55. Hoe dan ook is de verwijzende rechter – een nationale hoogste rechterlijke instantie – van oordeel dat in het Italiaanse recht doorgaans een enge uitlegging van het begrip „samenspanning" prevaleert. Zoals vermeld, staat het niet aan het Hof om te beoordelen welke uitlegging van de betrokken Italiaanse voorschriften – de enge of de ruime – de juiste is. De enige vraag waarop het Hof antwoord dient te geven, is of de in artikel 5, lid 4, van richtlijn 2004/25 gebruikte uitdrukking „duidelijk omschreven" hieraan iets verandert – of, nauwkeuriger geformuleerd, gelet op de essentie van de vraag die het Hof wordt voorgelegd, een dergelijke ruime uitlegging *vereist*.

56. Volgens mij is dat niet het geval.

57. Ten eerste zou dit erop neerkomen dat artikel 5, lid 4, tweede alinea, van richtlijn 2004/25 ruim wordt uitgelegd, hetgeen in strijd is met de aard van deze bepaling, die een afwijking op de HBP-regel vormt.

58. Ten tweede staat het de lidstaten op grond van het beginsel van procedurele autonomie vrij de hun bij artikel 5, lid 4, tweede alinea, van richtlijn 2004/25 verleende beoordelingsbevoegdheid al dan niet uit te oefenen en, zo zij die wensen uit te oefenen, de nationale correctieve regeling vast te stellen. In het hoofdgeding is bij het vaststellen van de betrokken Italiaanse voorschriften gekozen voor een begrip dat naar ik aanneem reeds bestond in het Italiaanse recht, te weten het begrip „samenspanning". Tegen die achtergrond lijkt het ver gezocht om de ruime uitlegging van „samenspanning" enkel en alleen wegens het verband met de richtlijn toe te passen, terwijl dat niet gebeurt voor zaken die uitsluitend het nationale recht betreffen. Het gelijkwaardigheidsbeginsel vereist enkel dat op het Unierecht gebaseerde vorderingen op dezelfde manier worden behandeld als nationale vorderingen, niet dat die behandeling gunstiger is.

59. Wat, ten derde, meer bepaald het door de verwijzende rechter in zijn prejudiciële vraag genoemde algemene beginsel van rechtszekerheid betreft, wijs ik erop dat een van de overkoepelende doelen van richtlijn 2004/25 erin bestaat in de gehele Unie duidelijkheid en transparantie te creëren met betrekking tot juridische kwesties die in het geval van een OOB moeten worden geregeld. [27] Voorts vereist zowel dit beginsel als de noodzaak ingevolge artikel 288 VWEU om de volledige toepassing van richtlijnen rechtens en niet alleen feitelijk te waarborgen, dat de lidstaten de voorschriften van de

26 Zie in die zin arrest van het EVA-Hof van 10 december 2010, Periscopus/Oslo Børs en Erik Must, E-1/10, EFTA Court Report 2009-10, blz. 200, punt 47.

27 Zie overweging 3 van richtlijn 2004/25.

betrokken richtlijn overnemen in een duidelijk, nauwkeurig en transparant rechtskader dat voorziet in bindende wettelijke bepalingen op het gebied waarop zij betrekking heeft. [28] Deze verplichting geldt des te meer voor nationale correctieve regelingen die de lidstaten overeenkomstig artikel 5, lid 4, van de richtlijn hebben vastgesteld of gehandhaafd.

60. Het rechtszekerheidsbeginsel vereist in het bijzonder dat wordt onderzocht of de rechtshandeling in kwestie zo dubbelzinnig is dat de betrokkenen eventuele twijfels over de draagwijdte of de betekenis ervan niet met voldoende zekerheid kunnen wegwerken. [29] Omgekeerd is richtlijn 2004/25 weliswaar stellig geen strafrechtinstrument dat op zichzelf de toepassing van standaardbegrippen uit het straf- en strafprocesrecht vereist, maar het loutere feit dat een marktdeelnemer het niveau of de aard van de sanctie die in elk concreet geval mogelijk wordt opgelegd, vooraf niet nauwkeurig kan kennen, kan geen schending van het beginsel van legaliteit van straffen opleveren. [30]

61. Hoewel de lijn van de in het voorgaande punt genoemde rechtspraak veelal betrekking heeft op het bezwaar van een particulier dat de wet niet duidelijk genoeg was om de rechtsgevolgen van een bepaalde gedraging te kunnen voorzien – waarmee hij zich normaliter niet kan vrijpleiten (ignorantia iuris non excusat) –, biedt hij geen bevredigende oplossing in een situatie waarin een nationale rechter twijfels heeft over de uitlegging van zijn eigen regels (iura non novit curia). Zou de ruime uitlegging van het begrip „samenspanning" in het Italiaanse recht in de regel prevaleren, dan zouden de omstandigheden voor het wijzigen van de prijs „duidelijk omschreven" zijn. De verwijzingsbeslissing vermeldt evenwel dat dit in het hoofdgeding niet het geval is.

62. Hier raken wij aan de essentie van het begrip „duidelijk omschreven" van artikel 5, lid 4, van richtlijn 2004/25, dat enkel een uitvloeisel van het rechtszekerheidsbeginsel is. Nationale correctieve regelingen kunnen uiteraard verwijzen naar niet nader omschreven begrippen, waaraan in de loop van de tijd door de rechtspraak van de nationale rechters geleidelijk invulling wordt gegeven, maar dergelijke begrippen kunnen niet plots een volstrekt andere inhoud krijgen louter omdat een NTA ze wenst toe te passen op een nieuwe reeks situaties waarop zij volgens de eerdere uitlegging niet van toepassing waren, en tegelijkertijd als „duidelijk omschreven" worden aangemerkt. [31] Door dergelijke willekeur toe te staan, zou afbreuk worden gedaan aan het doel van de richtlijn, in de gehele Unie duidelijkheid en transparantie te verzekeren, met name voor marktdeelnemers.

63. Illustratief in dit verband is dat de verwijzende rechter vermeldt dat hij de beroepen van MTP en Lauro 61 zonder richtlijn 2004/25 zou hebben toegewezen. De twijfels van de verwijzende rechter over de juiste uitlegging van zijn eigen regels tonen op zichzelf al aan dat de betrokken Italiaanse voorschriften niet „duidelijk omschreven" zijn in de zin van artikel 5, lid 4, van de richtlijn en dus niet een ruime uitlegging van het begrip „samenspanning" toelaten om afwijking van de HBP-regel mogelijk te maken.

64. Gelet op het voorafgaande ben ik van oordeel dat artikel 5, lid 4, van richtlijn 2004/25 eraan in de weg staat dat een regel van nationaal recht op grond waarvan een NTA wordt gemachtigd om de in een OOB geboden prijs in geval van samenspanning te verhogen, wordt toegepast op omstandigheden die, zou die richtlijn niet worden toegepast, in het nationale recht niet als gevallen van samenspanning zouden zijn aangemerkt.

28 Zie bij wijze van voorbeeld arresten van 15 maart 1990, Commissie/Nederland, C-339/87, EU:C:1990:119, punten 6, 22 en 25, en 14 januari 2010, Commissie/Tsjechië, C-343/08, EU:C:2010:14, punt 40.

29 Zie in die zin arrest van 14 april 2005, België/Commissie, C-110/03, EU:C:2005:223, punt 31.

30 Zie in die zin arrest van 18 juli 2013, Schindler Holding e.a./Commissie, C-501/11 P, EU:C:2013:522, punt 58 en aldaar aangehaalde rechtspraak.

31 Zie in die zin arrest van 28 juni 2005, Dansk Rørindustri e.a./Commissie, C-189/02 P, C-202/02 P, C-205/02 P–C-208/02 P en C-213/02 P, EU:C:2005:408, punten 217 en 218.

65. Ik acht het dan ook niet nodig een standpunt in te nemen over de vraag of de verkoop van de Pirelli-aandelen – en meer bepaald de werking van het aandeelhoudersakkoord – in een duidelijk en rechtstreeks verband staat met de transactie waaruit de verplichting voor Lauro 61 om een OOB uit te brengen is voortgevloeid. Hoe dan ook valt die taak, waarvoor de feiten en de bewijzen moeten worden verzameld, uiteindelijk toe aan de verwijzende rechter.

IV. **Conclusie** In het licht van al het bovenstaande geef ik het Hof in overweging de vraag van de Consiglio di Stato (raad van state, Italië) als volgt te beantwoorden:

„Artikel 5, lid 4, van richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod, als gewijzigd bij verordening (EG) nr. 219/2009 van het Europees Parlement en de Raad van 11 maart 2009 tot aanpassing aan besluit 1999/468/EG van de Raad van een aantal besluiten waarop de procedure van artikel 251 van het Verdrag van toepassing is, wat de regelgevingsprocedure met toetsing betreft – Aanpassing aan de regelgevingsprocedure met toetsing – Deel twee, moet aldus worden uitgelegd dat deze bepaling zich verzet tegen de toepassing van een regel van nationaal recht op grond waarvan een nationale toezichthoudende autoriteit wordt gemachtigd de in een openbaar overnamebod geboden prijs te wijzigen in gevallen van samenspanning die, zou voornoemde richtlijn niet worden toegepast, in het nationale recht niet als gevallen van samenspanning zouden zijn aangemerkt.”