Samling af Afgørelser

FORSLAG TIL AFGØRELSE FRA GENERALADVOKAT
N. WAHL
fremsat den 15. marts 2017[1]

Sag C-206/16

Marco Tronchetti Provera SpA m.fl.
mod
Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob)

(anmodning om præjudiciel afgørelse indgivet af Consiglio di Stato (øverste domstol i forvaltningsretlige sager, Italien))

»Selskabsret – direktiv 2004/25/EF – beskyttelse af mindretalsinteresser i forbindelse med overtagelsestilbud – artikel 5, stk. 4 – begrebet »klart definerede« – nationale regler, som tillader tilsynsmyndigheden at ændre tilbudsprisen i et overtagelsestilbud – samordning mellem tilbudsgiver eller en eller flere, som handler i forståelse med tilbudsgiveren, og en eller flere sælgere«

1. Denne anmodning om præjudiciel afgørelse vedrører den korrekte fortolkning af artikel 5, stk. 4, i direktiv 2004/25/EF[2]. Denne bestemmelse giver medlemsstaterne mulighed for at tillade deres nationale tilsynsmyndighed på kapitalandelsområdet (herefter »tilsynsmyndigheden«) at ændre tilbudsprisen i et obligatorisk overtagelsestilbud fremsat i henhold til direktivet. Direktivet stiller dog krav om, at dette skal ske under »klart definerede« omstændigheder og kriterier.

2. I hovedsagen giver Consiglio di Stato (øverste domstol i forvaltningsretlige sager, Italien) udtryk for tvivl om, hvorvidt udsigten til at anvende den italienske lovgivning, som gennemfører det pågældende direktiv, og der tillader Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (det italienske børstilsyn, herefter »Consob«) – den italienske tilsynsmyndighed – at forhøje den pris, der er tilbudt i et obligatorisk overtagelsestilbud, i tilfælde af samordning, på de faktiske omstændigheder i hovedsagen, kan betragtes som »klart definerede« omstændigheder i henhold til artikel 5, stk. 4, i direktiv 2004/25.

3. Det enestående ved hovedsagen er, at ændringen af tilbudsprisen var resultatet af en anden transaktion end den, der udløste det obligatoriske overtagelsestilbud. Endvidere er det ikke fastslået, at alle de parter, der var involveret i den anden transaktion, havde til hensigt at indgå i samordning, eller at de var klar over risikoen herfor. Denne sag giver således Domstolen mulighed for at klarlægge grænserne for medlemsstaternes beføjelser til at tillade deres tilsynsmyndigheder at afvige fra reglen om den højeste betalte pris, som er fastsat i artikel 5, stk. 4, i direktiv 2004/25.

1 – Originalsprog: engelsk.

2 – Europa-Parlamentets og Rådets direktiv af 21.4.2004 om overtagelsestilbud (EUT 2004, L 142, s. 12), som ændret ved Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EF) nr. 219/2009 af 11.3.2009 om tilpasning til Rådets afgørelse 1999/468/EF af visse retsakter, der er omfattet af proceduren i traktatens artikel 251, for så vidt angår forskriftsproceduren med kontrol – Tilpasning til forskriftsproceduren med kontrol — Del To (EUT 2009, L 87, s. 109).

4. Som jeg vil uddybe nedenfor, giver artikel 5, stk. 4, i direktiv 2004/25 principielt medlemsstaterne mulighed for at tillade deres tilsynsmyndigheder at ændre tilbudsprisen i et obligatorisk overtagelsestilbud i tilfælde af samordning som beskrevet i det foregående punkt. Den pågældende bestemmelse udelukker imidlertid anvendelse af en sådan regel på faktiske omstændigheder, som, såfremt direktivet ikke havde fundet anvendelse, ellers ikke ville være blevet klassificeret som et tilfælde af samordning i henhold til national ret.

I. **Retsforskrifter**

A. **Direktiv 2004/25**

5. Proceduren for overtagelsestilbud som fastsat i direktiv 2004/25 gælder i overensstemmelse med direktivets artikel 1 (»Anvendelsesområde«) »tilbud om overtagelse af kapitalandele i selskaber, der henhører under en medlemsstats lovgivning, når alle eller nogle af disse kapitalandele i en eller flere medlemsstater er optaget til handel på et reguleret marked«. I direktivets artikel 2, stk. 1, litra a) (»Definitioner«), defineres et »overtagelsestilbud« (eller »tilbud«) som »et offentligt tilbud (fra andre end målselskabet selv) til ejere af kapitalandele i et selskab om hel eller delvis erhvervelse af disse kapitalandele, som følger efter erhvervelse af kontrol med målselskabet ifølge national lovgivning, eller har dette som formål, uanset om tilbuddet er obligatorisk eller frivilligt«.

6. Artikel 3 i direktiv 2004/25 (»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. […]

[…]

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.

[…]

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.«

7. I stk. 2 i artikel 4 i direktiv 2004/25 (»Tilsynsmyndighed og den lovgivning, der finder anvendelse«) udpeges den myndighed, der har kompetence til at føre tilsyn med overtagelsestilbud. Særlig hedder det i litra a), at »[d]en myndighed, der har kompetence til at føre tilsyn med tilbuddet, er tilsynsmyndigheden i den medlemsstat, hvor målselskabet har sit vedtægtsmæssige hjemsted, hvis kapitalandelene i dette selskab er optaget til handel på et reguleret marked i den pågældende medlemsstat«.

8. Artikel 4, stk. 5, i direktiv 2004/25 bestemmer:

»Tilsynsmyndighederne tildeles de beføjelser, der er nødvendige for at udføre deres hverv, herunder at tilsikre, at parterne i tilbuddet overholder de regler, der fastsættes i henhold til dette direktiv.

Hvis de generelle principper, der er omhandlet i artikel 3, stk. 1, er overholdt, kan medlemsstaterne i de regler, der fastsættes i henhold til dette direktiv, give mulighed for undtagelser fra disse regler:

i) ved i deres nationale regler at fastsætte sådanne undtagelser for at tage hensyn til omstændigheder, der fastlægges på nationalt plan

og/eller

ii) ved at give deres tilsynsmyndigheder, når disse har kompetence, beføjelse til at fravige sådanne nationale regler for at tage hensyn til de omstændigheder, der er omhandlet i nr. i), eller andre specifikke omstændigheder, idet der i sidstnævnte tilfælde træffes en begrundet afgørelse.«

9. Artikel 5 i direktiv 2004/25 (»Beskyttelse af minoritetsinteresser, obligatorisk tilbud, rimelig pris«) bestemmer:

»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 […], 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.

[…]

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 for eksempel 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, for eksempel 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.

[…]«

B. **Italiensk ret**

10. Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58. Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52 (lovdekret nr. 58 af 24.2.1998, den konsoliderede lovtekst vedrørende bestemmelserne om finansiel formidling i medfør af artikel 8 og 21 i lov nr. 52 af 6.2.1996) [3], med ændringer (herefter »lovdekret nr. 58/1998«), indeholder bestemmelser, som gennemfører direktiv 2004/25. Artikel 106 (»Overtagelsestilbud for hele aktiekapitalen«) har følgende ordlyd:

»3. Consob regulerer ved forordning de tilfælde, hvor:

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:

[…]

2) i tilfælde af samordning mellem tilbudsgiveren eller personer, der handler i forståelse med den pågældende, og en eller flere sælgere.«

11. Ved afgørelse 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 24.2.1998 om fastsættelse af regler for målselskaber) [4], med ændringer (herefter »gennemførelsesforordningen«). Artikel 47g heri (»Forhøjelse af pris i tilfælde af samordning«) bestemmer:

»1. Den tilbudte pris forhøjes af Consob i henhold til artikel 106, stk. 3, litra d), nr. 2), i [lovdekret nr. 58/1998], såfremt det fremgår af den fastslåede samordning mellem tilbudsgiveren eller personer, der handler i forståelse med den pågældende, og en eller flere sælgere, at vederlaget er højere end det af tilbudsgiveren erklærede. I dette tilfælde svarer den tilbudte pris til den konstaterede.«

II. **De faktiske omstændigheder, retsforhandlingerne og det præjudicielle spørgsmål**

12. Den 17. maj 2013 stiftede Marco Tronchetti Provera SpA (herefter »MTP«), et selskab med Marco Tronchetti Provera som hovedaktionær, via selskaber kontrolleret af MTP og sammen med andre, selskabet Lauro Sessantuno SpA (herefter »Lauro 61«).

13. Den 5. juni 2013 udsendte Lauro 61 en meddelelse til markedet om et overtagelsestilbud for alle aktier i Camfin SpA til en enhedspris på 0,80 EUR pr. aktie, som fastlagt på baggrund af aktiens markedspris i de foregående 12 måneder.

14. På tidspunktet for det obligatoriske overtagelsestilbud ejede Camfin direkte og indirekte 26,19% af aktierne i Pirelli & C. SpA (herefter »Pirelli«). Visse aktionærer i Pirelli, bl.a. Malacalza Investimenti srl (herefter »MCI«), MTP, Camfin, Allianz SpA og Fondiaria SAI SpA (herefter »FonSai«), havde tidligere indgået en såkaldt lock-up-aftale (herefter »Pirelli-aftalen«).

15. MCI, som også var aktionær i Camfin, accepterede tilbuddet fra Lauro 61 og overførte til Lauro 61 12,37% af aktiekapitalen i Camfin til den ovenfor angivne pris.

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

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

16. Samme dag, den 5. juni 2013, blev markedet også oplyst om, at i) Lauro 61 havde opløst de eksisterende aftaler mellem MTP og MCI vedrørende Camfin, ii) MCI havde solgt sine aktier i Camfin, iii) MCI havde erhvervet en kapitalandel svarende til 6,98% af Pirellis aktiekapital fra Allianz og FonSai til en pris på 7,80 EUR pr. aktie, og iv) deltagerne i Pirelli-aftalen – hvor Marco Tronchetti Provera var formand – havde bemyndiget Allianz og FonSai til at frigive alle eller en del af deres aktier, som var omfattet af den pågældende aftale (herefter »Pirelli-aktierne«).

17. Overtagelsen blev afsluttet den 11. oktober 2013, efter at Lauro 61 først havde erhvervet 95,95% af aktiekapitalen i Camfin og derefter udøvet sin indløsningsret vedrørende de resterende aktier og således var blevet eneejer af aktiekapitalen i Camfin, hvis aktier derfor blev afnoteret.

18. Som følge af en klage indgivet af en række minoritetsaktionærer i Camfin indledte Consob den 12. september 2013 en procedure angående forhøjelse af prisen i det omtvistede overtagelsestilbud.

19. Efter at have draget den konklusion, at MCI ved disse transaktioner kunne modtage et samlet vederlag for salget af aktier i Camfin, som var højere end 0,80 EUR pr. aktie, fastslog Consob, at det var et tilfælde af samordning, og traf beslutning nr. 18662 af 25. september 2013 (herefter »den anfægtede beslutning«) om forhøjelse med 0,03 EUR af aktiernes enhedspris til 0,83 EUR pr. aktie [5]. Lovligheden af den anfægtede beslutning blev efterfølgende bekræftet ved fire domme af 19. marts 2014 fra Tribunale amministrativo regionale per il Lazio (den regionale forvaltningsdomstol for Lazio).

20. Disse fire domme er nu genstand for appel ved den forelæggende ret. I denne forbindelse har den forelæggende ret anført, at begrebet »samordning« forekommer i forskellige dele af italiensk lovgivning. Selv om begrebets nøjagtige betydning ikke er statisk, skal der være tale om en hemmelig og ulovlig aftale, der er til skade for tredjemænd, udgør en omgåelse af præceptive lovbestemmelser, og som forudsætter et element af hensigt hos alle aftalens deltagere. I denne henseende finder den forelæggende ret, at Allianz og FonSai ikke kendte til en sådan aftale. Såfremt denne fortolkning af begrebet »samordning« anvendes, bør der følgelig gives medhold i de appeller, der bl.a. er iværksat af MTP og Lauro 61.

21. Den forelæggende ret har dog endvidere anført, at begrebet »samordning« kan kræve en anden fortolkning bl.a. på grund af den specifikke karakter af det omtvistede retlige område og karakteren af Consobs beføjelser. Ikke desto mindre kan en sådan fortolkning give anledning til retssikkerhedsspørgsmål, da den kan hindre økonomiske aktører i at forudse, hvordan de skal handle inden fremsættelse af et overtagelsestilbud. Den forelæggende ret er i tvivl om den korrekte fortolkning af artikel 3, stk. 1, og artikel 5, stk. 4, i direktiv 2004/25 og har følgelig besluttet at udsætte behandlingen af sagen og forelægge Domstolen følgende spørgsmål til præjudiciel afgørelse:

»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 artikel 106, stk. 3, litra d), nr. 2), i [lovdekret nr. 58/1998], med senere ændringer, og artikel 47g i [gennemførelsesforordningen], med senere ændringer – 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?«

5 – Den højere pris fremkom ved at dividere beløbet på 6,6 mio. EUR – som, ifølge Consob, udgjorde fordelen for MCI angående den lavere pris, der blev betalt for Pirelli-aktierne – med de af Lauro 61 erhvervede aktier i Camfin. Den således fastsatte nye pris gav Lauro 61 en større samlet udgift på ca. 8,5 mio. EUR.

III. **Analyse**

A. **Indledende bemærkninger**

22. Det er første gang, at Domstolen er blevet anmodet om at fortolke artikel 5, stk. 4, i direktiv 2004/25. Det er faktisk kun anden gang, at Domstolen vil give vejledning i reglerne indeholdt i den pågældende retsakt [6]. Endvidere har Tribunale amministrativo regionale per il Lazio (den regionale forvaltningsdomstol for Lazio) efter beslutningen fra Consiglio di Stato (øverste domstol i forvaltningsretlige sager) om at forelægge sagen for Domstolen også besluttet at forelægge fem spørgsmål om fortolkning af artikel 5, stk. 4, i direktiv 2004/25 til præjudiciel afgørelse [7].

23. Den forelæggende ret ønsker nærmere bestemt oplyst, om fastholdelse af en fortolkning af begrebet »samordning«, som det anvendes i artikel 106, stk. 3, litra d), nr. 2), i lovdekret nr. 58/1998 og artikel 47g i gennemførelsesforordningen (herefter under ét »de anfægtede italienske regler«), hvorefter det ikke kræves, at de specifikke former for adfærd, som kendetegner denne samordning, specificeres, er tilladt i henhold til artikel 5, stk. 4, i direktiv 2004/25, fortolket i lyset af direktivets artikel 3, stk. 1, og af visse generelle principper, navnlig retssikkerhedsprincippet.

24. Det fremgår af forelæggelsesafgørelsen, at den forelæggende ret forestiller sig to mulige fortolkninger af begrebet »samordning«: på den ene side en snæver fortolkning, som kræver, at der foreligger en hemmelig og ulovlig aftale, der er til skade for tredjemænd, udgør en omgåelse af præceptive lovbestemmelser, og som forudsætter et element af hensigt hos alle aftalens deltagere (herefter »den snævre fortolkning« eller »den snævre betydning«), og på den anden side en bred fortolkning af begrebet »samordning«, ifølge hvilken aftalen kan bestå af elementer ud over den egentlige transaktion, som udløser det obligatoriske overtagelsestilbud, og der ikke nødvendigvis kræver en hensigt hos alle aftalens deltagere (herefter »den brede fortolkning« eller »den brede betydning«).

25. Den forelæggende ret har anført, at eftersom Allianz og Fonsai ikke havde til hensigt at deltage i en ulovlig og hemmelig aftale, ville en snæver fortolkning af begrebet »samordning« ikke kunne berettige en forhøjelse af prisen, som Consob har gjort det. Efter den forelæggende rets opfattelse vil svaret på det præjudicielle spørgsmål derfor have afgørende betydning for den pris, som Lauro 61 var forpligtet til at tilbyde, i henhold til artikel 5 i direktiv 2004/25, for aktierne i Camfin i forbindelse med overtagelsen af Camfin.

26. Her under de indledende bemærkninger vil jeg gøre et afgørende aspekt af den foreliggende sag helt klart.

27. Kort sagt: Det tilkommer ikke Domstolen at fastslå, hvorledes begrebet »samordning« som anvendt i de anfægtede italienske regler bør fortolkes. Det tilkommer navnlig ikke Domstolen at vælge, hvilken af de to fortolkninger den foretrækker. Det er kun den forelæggende ret, der har beføjelse hertil [8]. Det tilkommer den forelæggende ret at afgøre, hvilken fortolkning af begrebet – den snævre eller den brede – der er gyldig.

6 – Jf. dom af 15.10.2009, Audiolux m.fl. (C-101/08, EU:C:2009:626, særlig præmis 47-51).

7 – Sagerne Amber Capital Italia og Amber Capital UK (C-654/16), Hitachi Rail Italy Investments (C-655/16), Finmeccanica (C-656/16), Bluebell Partners Limited (C-657/16) og Elliot International m.fl. (C-658/16), der alle verserer ved Domstolen.

8 – Tilsvarende er et spørgsmål, med hvilket en national ret forespørger Domstolen, om den må eller bør fortolke national lovgivning på en måde, som er mest i overensstemmelse med EU-retten, stadig et spørgsmål om fortolkning af national lovgivning, som følgelig ikke kan antages til realitetsbehandling: jf. dom af 27.2.2014, Pohotovosť (C-470/12, EU:C:2014:101, præmis 58-61).

28. Når det er sagt, er det, som Domstolen for sin del kan og skal gøre for at bistå den forelæggende ret med at afgøre den foreliggende tvist, at fortolke EU-retten – som i den foreliggende sag i det væsentlige består af artikel 5, stk. 4, i direktiv 2004/25, og navnlig hvad »klart definerede« egentlig betyder. Selv om sidstnævnte term anvendes i forbindelse med foranstaltninger truffet af medlemsstaterne, tilkommer det i henhold til direktivets artikel 5, stk. 4, ikke national ret at definere begrebet. Som et selvstændigt EU-retligt begreb skal det således fortolkes ensartet.

29. Med sigte på at fortolke artikel 5, stk. 4, i direktiv 2004/25 på en måde, som kan være nyttig for den forelæggende ret, er det værd at bemærke, at den pågældende ret allerede har udelukket tanken om, at den snævre fortolkning af begrebet »samordning« kan begrunde en stadfæstelse af de appellerede domme og følgelig en opretholdelse af den anfægtede beslutning. Det, der således er op til Domstolen at behandle, er spørgsmålet, om den brede fortolkning af begrebet »samordning« kan anses for »klart defineret« i henhold til artikel 5, stk. 4, i direktiv 2004/25, og det er som sådan den fortolkning, som Domstolen skal fokusere sit svar på.

B. **Bedømmelse af det præjudicielle spørgsmål**

1. ***Artikel 5, stk. 4, i direktiv 2004/25: indledende bemærkninger***

30. Artikel 5, stk. 1, i direktiv 2004/25 fastsætter betingelserne for udløsning af en forpligtelse for en fysisk eller juridisk person, når den i national lovgivning fastsatte tærskel nås, til at fremsætte et obligatorisk overtagelsestilbud for resten af kapitalandelene i målselskabet, mens artikel 5, stk. 4, vedrører prisen herfor.

31. Ifølge artikel 5, stk. 4, første afsnit, i direktiv 2004/25 er denne pris som hovedregel overordentlig klar. Det drejer sig simpelthen om den højeste pris, der betales 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 (herefter »reglen om den højeste betalte pris«). Desuden er denne pris den rimelige pris i henhold til direktivet. Begrundelsen synes således at være åbenbar, eftersom reglen om den højeste betalte pris simpelthen fastsætter den pris, der tilbydes, på en både gennemsigtig og forudsigelig måde.

32. Ifølge artikel 5, stk. 4, andet afsnit, i direktiv 2004/25 kan medlemsstaterne imidlertid tillade tilsynsmyndigheden at ændre denne pris under visse betingelser. Bestemmelsens ordlyd henviser til i) *omstændighederne* vedrørende overtagelsestilbuddet og ii) de *kriterier*, der skal anvendes ved ændring af prisen. Endvidere skal medlemsstaterne derved overholde de generelle principper, der er fastsat i artikel 3, stk. 1, og de pågældende omstændigheder og kriterier skal være »klart definerede«.

33. Det fremgår efter min opfattelse ret klart af det ovenstående, at artikel 5, stk. 4, andet afsnit, i direktiv 2004/25 regulerer, *hvornår, hvorfor og hvordan* en medlemsstat kan tillade sine myndigheder at gribe ind i forbindelse med et overtagelsestilbud, når reglen om den højeste betalte pris ikke fuldt ud afspejler den rimelige pris [9]. Som jeg vil uddybe nedenfor, kan kun de omstændigheder, der har *en tydelig og direkte forbindelse* til den transaktion, der udløser det obligatoriske overtagelsestilbud, tages med i betragtning i denne henseende.

34. Jeg vil nu nærmere analysere artikel 5, stk. 4, andet afsnit, i direktiv 2004/25, som er omtvistet i hovedsagen. Hvad kræver det, og hvad betyder »klart definerede« egentlig?

9 – Jf. i denne retning Rapport fra Ekspertgruppen på Højt Niveau om Selskabsret om emner vedrørende overtagelsestilbud, Bruxelles, 10.1.2002, s. 50.

2. ***Paradigmet: Medlemsstaternes skønsbeføjelse***

35. Umiddelbart fremgår det, at artikel 5, stk. 4, andet afsnit, i direktiv 2004/25 indeholder en liste, som jeg kun kan forestille mig ikke er en udtømmende liste over eksempler, som medlemsstaterne kan lade sig inspirere af, såfremt de ønsker at tillade deres tilsynsmyndighed at ændre prisen.

36. Et andet aspekt, der synes at fremgå klart, er, at de »omstændigheder«, der omtales i artikel 5, stk. 4, i direktiv 2004/25, og som kan udløse en prisændring, i en analysesammenhæng ligger før de »kriterier«, som skal anvendes i udførelsen af prisændringen.

37. Derudover siger artikel 5, stk. 4, andet afsnit, i direktiv 2004/25 i sig selv ikke ret meget.

38. Alligevel synes det at fremgå med ret stor sikkerhed, at artikel 5, stk. 4, andet afsnit, i direktiv 2004/25 giver medlemsstaterne en skønsbeføjelse til at tillade deres tilsynsmyndigheder at ændre prisen [10]. Såvel tilblivelseshistorien for bestemmelsen som baggrunden herfor underbygger dette synspunkt [11]. I henhold til det pågældende direktivs artikel 3, stk. 2, fastsætter direktivet kun minimumskrav [12] – hvilket betyder, at medlemsstaterne kan fastsætte yderligere og strengere betingelser og bestemmelser med henblik på at regulere tilbud. Tilsvarende synes direktivets artikel 4, stk. 5, at give medlemsstaterne vide beføjelser til at fravige direktivet generelt.

39. Det er netop værd at bemærke, at direktiv 2004/25 i høj grad var resultatet af et kompromis mellem Europa-Parlamentet og Rådet [13]. Ved indgåelsen af dette kompromis indgav Kommissionen, som siden 1985 allerede havde berørt ideen om fælles procedureregler for ændringer i ejerskab af aktier [14], og som med henblik herpå – uden held – havde fremlagt adskillige lovgivningsmæssige forslag for EU-lovgiver om dette emne [15], en erklæring til Rådets mødereferat om, at Kommissionen beklagede, at den endeligt vedtagne tekst efter Kommissionens opfattelse ikke var tilstrækkelig ambitiøs, og at væsentlige elementer var blevet valgfrie [16]. Denne tilblivelseshistorie påvirker selvsagt fortolkningen af direktiv 2004/25.

40. Den skønsbeføjelse, som medlemsstaterne tillægges i medfør af artikel 5, stk. 4, i direktiv 2004/25, er dog ikke ubegrænset [17].

10 – Denne opfattelse deles af L. Enriques, »The Mandatory Bid Rule in the Takeover Directive: Harmonization Without Foundation?«, *European Company and Financial Law Review*, nr. 4, 2004, s. 440, s. 446, som angiver følgende: »with specific regard to the equitable price, Member States and their supervisory authorities will have wide discretion in determining the circumstances and the criteria justifying a discount«.

11 – I modsætning til Kommissionens forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om overtagelsestilbud, KOM(2002) 534 endelig (EUT 2003, C 45 E, s. 1), fremgår det ikke af artikel 5, stk. 4, andet afsnit, i direktiv 2004/25, at medlemsstaterne »skal«, men snarere at de »kan« udarbejde en liste over de omstændigheder, som kan give anledning til, at den højeste pris ændres.

12 – Ifølge 25. betragtning til direktiv 2004/25 har direktivet til hensigt »at fastlægge minimumsregler for gennemførelse af overtagelsestilbud og sikre et tilfredsstillende niveau for beskyttelse af indehavere af kapitalandele i hele [EU]«.

13 – Jf. bl.a. betænkning af 8.12.2003 om forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om overtagelsestilbud, Europa-Parlamentets Udvalg om Retlige Anliggender og det Indre Marked (A5-0469/2003 endelig s. 18, jf. s. 6), og Rådets dokument nr. 16116/03 af 16.12.2003 om forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om overtagelsestilbud, punkt II (interinstitutionel sag nr. 2002/0240 (COD)).

14 – Gennemførelse af det indre marked: Hvidbog fra Kommissionen til Det Europæiske Råd af 14.6.1985 (KOM(85) 310 endelig), punkt 139 ff.

15 – Jf. Kommissionens forslag af 19.1.1989 til Rådets trettende selskabsdirektiv om overtagelsestilbud og andre generelle tilbud (KOM(88) 823 endelig, EFT 1989, C 64, s. 8), og Kommissionens forslag af 7.2.1996 til Europa-Parlamentets og Rådets trettende selskabsdirektiv om overtagelsestilbud (KOM(95) 655 endelig, EFT 1996, C 162, s. 5).

16 – Jf. Kommissionens erklæring i Rådets dokument nr. 7088/04 af 12.3.2004 om vedtagelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om overtagelsestilbud, punkt 2 (interinstitutionel sag nr. 2002/0240 (COD)).

17 – I sjette betragtning til direktiv 2004/25 hedder det: »For at bestemmelserne om overtagelsestilbud kan være effektive, bør de være fleksible og også kunne gælde for nye situationer, når de opstår, og bør derfor åbne mulighed for undtagelser og fravigelser. *Tilsynsmyndighederne bør dog overholde visse generelle principper ved anvendelsen af fastsatte regler eller undtagelser eller ved indrømmelse af fravigelser*« (min fremhævelse).

3. *Grænser for medlemsstaternes skønsbeføjelse*

a) *Grundprincipper*

41. For det første er reglen om den højeste betalte pris stadig grundreglen. Den regel er faktisk logisk: For at kapitalmarkederne i EU kan fungere effektivt, kræves der en tilstrækkelig grad af forudsigelighed med hensyn til det vederlag, der tilbydes i et obligatorisk overtagelsestilbud. I denne forbindelse har reglen om den højeste betalte pris to fordele, nemlig at minoritetsaktionærerne får mulighed for at få fuld del i den merpris, som erhververen betaler på ethvert tidspunkt i den pågældende periode, og at tilbudsgiveren samtidig får sikkerhed for, at vedkommende ikke skal betale mere i det obligatoriske overtagelsestilbud end det beløb, som vedkommende var villig til at betale i den foregående periode, og erhververen får således mulighed for selv at bestemme den maksimale pris, til hvilken vedkommende er villig til at erhverve alle kapitalandele i selskabet [18]. Ud fra et strukturelt perspektiv bør den derfor fortolkes bredt. Omvendt bør medlemsstaternes mulighed for at afvige herfra begrænses til det mest nødvendige [19]. Endvidere skal ethvert forsøg på ikke at anvende reglen om den højeste betalte pris og den dobbelte garanti, som den indebærer, være baseret på sunde argumenter og dermed begrundet i henhold til direktivets artikel 5, stk. 4, tredje afsnit.

42. For det andet skal medlemsstaterne under udøvelse af deres skønsbeføjelse overholde principperne i direktivets artikel 3, stk. 1. Disse principper er vejledende for medlemsstaternes gennemførelse af det pågældende direktiv [20].

43. For så vidt som det har relevans for hovedsagen, er disse principper imidlertid ikke truet. Navnlig finder jeg ikke, at der er sket en tilsidesættelse af de proceduremæssige rettigheder for aktionærerne i Camfin, og ligebehandlingsprincippet er ej heller blevet tilsidesat i forhold til disse: De anfægtede italienske regler kan faktisk kun begrunde en *op*justering i tilfælde af samordning [21].

44. Endvidere henviser ingen af disse generelle principper udtrykkeligt til målsætningen om at sikre forudberegnelighed for tilbudsgiveren eller offentligheden generelt – det fremgår imidlertid af betragtningerne til direktiv 2004/25, som jeg vender tilbage til nedenfor i punkt 59.

45. Artikel 3, stk. 1, litra d), i direktiv 2004/25 henviser snarere til det generelle princip om, at der ikke må 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 fordrejes. Dette generelle princip giver således klart støtte til synspunktet om, at en medlemsstat kan tillade en tilsynsmyndighed at ændre den pris, der tilbydes i et overtagelsestilbud i tilfælde af samordning i forbindelse med den snævre fortolkning af begrebet. Dette bekræftes af ordlyden i artikel 5, stk. 4, i direktiv 2004/25, som særlig berører omstændigheder, hvis »den højeste pris er aftalt mellem køber og sælger«, eller »hvis kursen på de pågældende kapitalandele er blevet manipuleret«.

46. I forbindelse med den brede fortolkning af begrebet »samordning«, som den forelæggende ret har nævnt, er de generelle principper dog ikke lige så entydige. Jeg kan dog ikke se, at de forbyder en sådan fortolkning.

18 – Jf. Rapport fra Ekspertgruppen på Højt Niveau om Selskabsret om emner vedrørende overtagelsestilbud, Bruxelles, 10.1.2002, s. 49 og 50.

19 – En restriktiv opfattelse af tilsynsmyndighedernes skønsbeføjelse til at fravige reglen om den højeste betalte pris findes i T. Papadopoulos, »The European Union Directive on Takeover Bids: Directive 2004/25/EC«, *International and Comparative Law Journal*, vol. 6, nr. 3, s. 13, jf. s. 30 og 31, hvor der argumenteres for, at en bred skønsbeføjelse til at ændre prisen i overtagelsestilbuddet ville være uforenelig med det generelle princip i artikel 3, stk. 1, litra a), i direktiv 2004/25 (en nedjustering af prisen uden behørig begrundelse kan være i strid med princippet om ligebehandling af aktionærer) samt artikel 49 TEUF (en opjustering uden tilstrækkelig begrundelse kan afskrække budgivere).

20 – Jf. dom af 15.10.2009, Audiolux m.fl. (C-101/08, EU:C:2009:626, præmis 51).

21 – På den anden side har Domstolen fastslået, at det generelle princip om, at ligebehandling af aktionærer, som er anført i artikel 3, stk. 1, litra a), i direktiv 2004/25, ikke kræver, at nationale regler fortolkes således, at et selskabs minoritetsaktionærer altid stilles mest gunstigt: jf. i denne retning dom af 15.10.2009, Audiolux m.fl. (C-101/08, EU:C:2009:626, præmis 47-52).

47. Tværtimod henviste Ekspertgruppen på Højt Niveau om Selskabsret om emner vedrørende overtagelsestilbud i sine anbefalinger, der indgår i tilblivelseshistorien for artikel 5, stk. 4, i direktiv 2004/25, til begrebet »samordning« som en aftale med sælgeren med sigte på at omgå reglen om den højeste betalte pris [22]. Den definition, som ensidigt fokuserer på sælgeren, synes at være bred nok til at dække begrebet »samordning« i både den snævre og den brede betydning. Endvidere fremgår det ikke, hverken eksplicit eller implicit, af direktivets artikel 5, stk. 4, at der skulle gælde et krav om kendskab eller hensigt.

48. For det tredje er medlemsstaternes skønsbeføjelse med hensyn til at tillade deres tilsynsmyndigheder at ændre prisen for et overtagelsestilbud begrænset af mere overordnede årsager: Bortset fra, at en tilsynsmyndighed skal handle inden for sin kompetence som defineret i artikel 4 i direktiv 2004/25, når den beslutter at ændre prisen for et tilbud, viser retspraksis, at direktivet ikke gælder i situationer uden for dets anvendelsesområde [23]. Med andre ord gælder direktivet, ratione materiae, overtagelsestilbud, dvs. forholdet mellem tilbudsgiveren og indehaverne af kapitalandele i målselskabet. Derfor kan det ikke antages at gælde transaktioner, der ikke har noget at gøre med udløsning af et obligatorisk overtagelsestilbud – det modsatte ville dårligt give mening.

49. Derfor omfatter de »omstændigheder«, der henvises til i artikel 5, stk. 4, andet afsnit, i direktiv 2004/25, kun de retlige eller faktiske omstændigheder, *hvoraf det fremgår, at der er en tydelig og direkte forbindelse til et givet obligatorisk overtagelsestilbud*. Som den italienske regering også har anført i retsmødet, skal en transaktion, som umiddelbart adskiller sig fra den transaktion, der har givet anledning til det obligatoriske overtagelsestilbud, reelt være absolut nødvendig for selve overtagelsen (sine qua non), hvis den skal tages i betragtning i forbindelse med en ændring af prisen for det pågældende tilbud.

50. Dette ændres ikke af, at direktivet, i henhold til dets artikel 3, stk. 2, kun delvis harmoniserer reglerne vedrørende overtagelsestilbud. En medlemsstat kan ikke tillade sin tilsynsmyndighed at fravige artikel 5, stk. 4, i direktiv 2004/25 ved at ændre prisen på et obligatorisk overtagelsestilbud på en måde, som, skønt den medfører øget beskyttelse af minoritetsaktionærer, ville indebære, at reglen om den højeste betalte pris mister sin effektive virkning, ved at tilsynsmyndigheden tillades at tage de transaktioner, som falder uden for tilsynsmyndighedens kompetence og/eller direktivets anvendelsesområde, i betragtning [24].

b) *Betydningen og virkningen af udtrykket »klart definerede«*

51. Hvad angår den specifikke betydning af udtrykket »klart definerede« har begge parter i hovedsagen påberåbt sig Periscopus-dommen [25] til deres respektive formål. EFTA-domstolen fastslog i denne dom, at det ikke var foreneligt med artikel 5, stk. 4, i direktiv 2004/25 at tillade en tilsynsmyndighed at fravige reglen om den højeste betalte pris, hvor det klart fremgår, at den pågældende pris ikke afspejler markedskursen, uden yderligere afklaring af begrebet »markedskurs«. Denne dom afgør dog ikke den foreliggende sag. For det første fordi tvisten i hovedsagen ikke drejer sig om, at den tilbudte pris var klart lavere end markedskursen, men snarere at den var resultatet af samordning, hvilket formentlig udgør en anden form for omstændighed. For det andet fordi de anfægtede italienske regler i den foreliggende sag ikke er så lakoniske som de norske regler, der var anfægtet i den pågældende dom. Endelig fordi den pågældende dom ikke er bindende for Domstolen.

22 – Rapport fra Ekspertgruppen på Højt Niveau om Selskabsret om emner vedrørende overtagelsestilbud, Bruxelles, 10.1.2002, s. 50.

23 – Jf. i denne retning dom af 15.10.2009, Audiolux m.fl. (C-101/08, EU:C:2009:626, præmis 49).

24 – Jf. analogt dom af 21.12.2016, AGET Iraklis (C-201/15, EU:C:2016:972, præmis 36 og 37).

25 – EFTA-domstolens dom af 10.12.2010, Periscopus mod Oslo Børs og Erik Must (E-1/10, *EFTA Court Report* 2009-10, s. 200).

52. Efter min opfattelse kræver udtrykket »klart definerede«, at den tilladelse, der indrømmes tilsynsmyndigheden, til at ændre prisen skal være i form af et sæt skriftlige regler, som offentliggøres på forhånd og er nemt tilgængeligt for offentligheden (»nationale ændringsregler«). Hvorvidt sådanne regler vedtages af et ministerium eller af tilsynsmyndigheden, har ingen betydning, og det har heller ingen betydning, hvorvidt reglerne vedtages som primær eller sekundær lovgivning, forudsat at de er bindende.

53. Jeg finder det imidlertid ikke muligt af udtrykket »klart definerede« at udlede, at der foreligger et krav om, at de nationale ændringsregler udtømmende og detaljeret skal beskrive hver enkelt konkret situation på forhånd [26]. På dette punkt er jeg enig med den italienske regering i, at EU-lovgiver har valgt at anvende det mere generiske udtryk »omstændigheder« frem for at anføre en udtømmende liste over de individuelle specifikke situationer, hvor en tilsynsmyndighed har tilladelse til at gå videre med at ændre prisen på et obligatorisk overtagelsestilbud. Tilsvarende er jeg overvejende enig med Kommissionen i, at artikel 5, stk. 4, ikke udelukker medlemsstaterne fra at anvende abstrakte retlige begreber.

54. På grundlag af de foregående overvejelser finder jeg det ikke svært at acceptere, at udtrykket »klart definerede« tillader en medlemsstat at indføre nationale ændringsregler, som giver dens tilsynsmyndighed mulighed for at ændre prisen for et obligatorisk overtagelsestilbud i tilfælde af samordning *i både den snævre og den brede betydning*.

55. Alligevel mener den forelæggende ret – en national øverste domstol – at det er den snævre fortolkning af begrebet »samordning«, der generelt gælder i italiensk ret. Som nævnt tilkommer det ikke Domstolen at have en holdning til, hvilken af de to fortolkninger af de anfægtede italienske regler der er den rette. Det eneste, der tilkommer Domstolen at besvare, er, om udtrykket »klart definerede« som anvendt i artikel 5, stk. 4, i direktiv 2004/25 ændrer dette eller – for mere præcist at redegøre for, hvad Domstolen reelt bliver anmodet om at træffe afgørelse om – *kræver* en sådan bred fortolkning.

56. Det mener jeg ikke.

57. For det første ville det svare til at fortolke artikel 5, stk. 4, andet afsnit, i direktiv 2004/25 bredt, hvilket ville være i strid med afsnittets karakter af en fravigelse af reglen om den højeste betalte pris.

58. For det andet kan medlemsstaterne vælge, om de vil udøve den skønsbeføjelse, som de har fået tildelt ved artikel 5, stk. 4,andet afsnit, i direktiv 2004/25, og, såfremt de vælger at udøve den, at fastsætte nationale ændringsregler herfor, i overensstemmelse med princippet om procesautonomi. I hovedsagen er der, ved fastsættelse af de anfægtede italienske regler, truffet et valg om at benytte et begreb, som – så vidt jeg forstår – ikke er nyt i italiensk ret, nemlig begrebet »samordning«. I denne henseende synes det ikke plausibelt at vælge den brede fortolkning af begrebet »samordning« blot på grund af forbindelsen til direktivet, når dette ikke er tilfældet i sager, der udelukkende vedrører national ret. Ækvivalensprincippet kræver blot, at krav baseret på EU-retten, skal behandles på samme måde som krav baseret på national ret, men kræver ikke, at de førstnævnte krav gives fortrinsbehandling.

59. For det tredje, for så vidt specifikt angår det generelle princip om retssikkerhed, som den forelæggende ret har omtalt i sit præjudicielle spørgsmål, er et af de overordnede formål med direktiv 2004/25 at skabe klarhed og gennemsigtighed i hele EU, når retlige spørgsmål skal afgøres i forbindelse med overtagelsestilbud [27]. Desuden kræver både dette princip og nødvendigheden, i henhold til artikel 288 TEUF, af at sikre, at direktiverne retligt og ikke blot faktisk anvendes fuldt ud, at

26 – Jf. i denne retning EFTA-domstolens dom af 10.12.2010, Periscopus mod Oslo Børs og Erik Must (E-1/10, EFTA Court Report 2009-10, s. 200, præmis 47).

27 – Jf. tredje betragtning til direktiv 2004/25.

medlemsstaterne optager direktivets forskrifter i klar, præcis og gennemskuelig lovgivning, der indeholder bindende bestemmelser på de af direktivet berørte områder [28]. Denne forpligtelse gælder så meget desto mere de nationale ændringsregler, som medlemsstaterne har indført eller opretholdt i overensstemmelse med direktivets artikel 5, stk. 4.

60. Retssikkerhedsprincippet kræver navnlig, at det skal undersøges, om den omhandlede retsakt er så tvetydig, at den er til hinder for, at de berørte parter med tilstrækkelig sikkerhed kan rydde en eventuel tvivl vedrørende rækkevidden eller betydningen af den anfægtede retsakt af vejen [29]. Omvendt, selv om direktiv 2004/25 uden tvivl ikke er en strafferetlig retsakt, der i sig selv kræver anvendelse af konventionelle strafferetlige begreber og procedurer, udgør selve den omstændighed, at en erhvervsdrivende ikke på forhånd kan kende det nøjagtige niveau for og arten af de sanktioner, som kan pålægges i hver enkelt sag, ikke en tilsidesættelse af det strafferetlige legalitetsprincip [30].

61. Selv om den retspraksis, der er omtalt i det foregående punkt, typisk vedrører en privatpersons indsigelse om, at lovgivningen ikke var tilstrækkelig tydelig til, at de retlige konsekvenser af en given adfærd kunne forudses – som normalt ikke er nogen undskyldning (ignorantia iuris non excusat) – indebærer den dog ikke en tilfredsstillende afgørelse af spørgsmålet i sager, hvor en national domstol er usikker med hensyn til, hvordan dens egne regler skal fortolkes (iura non novit curia). Hvis den brede fortolkning af begrebet »samordning« generelt havde været fremherskende i italiensk ret, ville omstændighederne for ændring af prisen have været »klart definerede«. Det fremgår dog af forelæggelsesafgørelsen, at dette ikke er tilfældet.

62. I denne sammenhæng viser begrebet »klart definerede« i henhold til artikel 5, stk. 4, i direktiv 2004/25, som blot er et udtryk for retssikkerhedsprincippet, sit sande ansigt. I nationale ændringsregler kan der naturligvis benyttes ubestemte begreber, som kan udvikle sig gradvis efterhånden gennem fortolkning ved domstolene i medlemsstaterne. Sådanne begreber kan dog ikke brat ændre indhold efter en indskydelse, blot fordi en tilsynsmyndighed ønsker at anvende dem i forbindelse med nye omstændigheder, som ikke er omfattet af den tidligere fortolkning af de pågældende begreber, mens den samtidig hævder, at de er »klart definerede« [31]. Hvis en sådan vilkårlighed fik lov til at råde, ville det bringe direktivets formål om at sikre klarhed og gennemsigtighed i hele EU i fare, ikke mindst for erhvervsdrivende.

63. Et illustrativt eksempel i den henseende er, at den forelæggende ret har anført, at den ville have givet MTP og Lauro 61 medhold i deres appeller, hvis det ikke havde været for direktiv 2004/25. Faktisk er den forelæggende rets tvivl om den korrekte fortolkning af dens egne regler i sig selv nok til at vise, at de anfægtede italienske regler ikke er »klart definerede« i henhold til direktivets artikel 5, stk. 4, for at tillade en bred fortolkning af begrebet »samordning« med henblik på fravigelse af reglen om den højeste betalte pris.

64. I lyset af det ovenstående mener jeg, at artikel 5, stk. 4, i direktiv 2004/25 udelukker anvendelse af en national regel, som tillader en tilsynsmyndighed at forhøje den tilbudte pris i et overtagelsestilbud i tilfælde af samordning i forbindelse med en række omstændigheder, der, såfremt direktivet ikke havde fundet anvendelse, ellers ikke ville være blevet klassificeret som et tilfælde af samordning i henhold til national ret.

28 – Jf. eksempelvis dom af 15.3.1990, Kommissionen mod Nederlandene (C-339/87, EU:C:1990:119, præmis 6, 22 og 25), og af 14.1.2010, Kommissionen mod Den Tjekkiske Republik (C-343/08, EU:C:2010:14, præmis 40).

29 – Jf. i denne retning dom af 14.4.2005, Belgien mod Kommissionen (C-110/03, EU:C:2005:223, præmis 31).

30 – Jf. i denne retning dom af 18.7.2013, Schindler Holding m.fl. mod Kommissionen (C-501/11 P, EU:C:2013:522, præmis 58 og den deri nævnte retspraksis).

31 – Jf. i denne retning dom af 28.6.2005, Dansk Rørindustri m.fl. mod Kommissionen, C-189/02 P, C-202/02 P, C-205/02 P – C-208/02 P og C-213/02 P, EU:C:2005:408, præmis 217 og 218.

65. Jeg finder det således unødvendigt at tage stilling til, hvorvidt salget af Pirelli-aktierne – og særlig virkningen på aktionæraftalen – udgør en tydelig og direkte forbindelse til den transaktion, der udløser Lauro 61's forpligtelse til at fremsætte et overtagelsestilbud. I alle tilfælde tilkommer det i sidste ende den forelæggende ret at tage stilling hertil, hvilken stillingtagen kræver en vurdering af de faktiske omstændigheder og beviser.

IV. **Forslag til afgørelse** I lyset af ovenstående betragtninger foreslår jeg, at Domstolen besvarer det præjudicielle spørgsmål forelagt af Consiglio di Stato (øverste domstol i forvaltningsretlige sager, Italien) således, at artikel 5, stk. 4, i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/25/EF af 21. april 2004 om overtagelsestilbud, som ændret ved Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EF) nr. 219/2009 af 11. marts 2009 om tilpasning til Rådets afgørelse 1999/468/EF af visse retsakter, der er omfattet af proceduren i traktatens artikel 251, for så vidt angår forskriftsproceduren med kontrol – Tilpasning til forskriftsproceduren med kontrol – Del To, skal fortolkes således, at denne bestemmelse udelukker anvendelse af en regel i national ret, som tillader en tilsynsmyndighed at ændre den tilbudte pris i et overtagelsestilbud i tilfælde af samordning, der, såfremt det pågældende direktiv ikke havde fundet anvendelse, ellers ikke ville være blevet klassificeret som et tilfælde af samordning i henhold til national ret.