



Datum van
inontvangstneming

:

26/01/2026

Zaak C-757/25 *

Samenvatting van het verzoek om een prejudiciële beslissing overeenkomstig artikel 98, lid 1, van het Reglement voor de procesvoering van het Hof van Justitie

Datum van indiening:

21 november 2025

Verwijzende rechter:

Supremo Tribunal Administrativo (hoogste bestuursrechter, Portugal)

Datum van de verwijzingsbeslissing:

16 oktober 2025

Verzoekende partijen:

AF

IL

Verwerende partijen:

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (commissie voor de effectenmarkt) (CMVM)

Fidelidade-Companhia de Seguros SA

Voorwerp van het hoofdgeding

Verzoekers verzoeken om erkenning van hun verkooprecht van de resterende effecten na een openbaar overnamebod dat is gedaan door Fidelidade. Volgens verzoekers vloeit dit recht voort uit het Unierecht, met name artikel 16 van richtlijn 2004/25/EG, en uit het nationale recht, meer bepaald artikel 196, lid 3, van de Código dos Valores Mobiliários (effectenwetboek; hierna: „CVM”).

* Procestaal: Portugees.

Soort en voorwerp van het verzoek om een prejudiciële beslissing

De door verzoekers aan de orde gestelde vraag is of de houders van effecten die niet zijn verkocht in het kader van een openbaar overnamebod (dat wil zeggen de houders van de resterende effecten) het in artikel 16 van richtlijn 2004/25 bedoelde verkooprecht hebben indien zij deze effecten hebben verworven nadat het resultaat van dat bod is bepaald. Om precies te zijn is de vraag wie wordt bedoeld met houders van resterende effecten, zoals bedoeld in lid 2 van genoemd artikel 16 („een houder van resterende effecten”), en bijgevolg of, voor de toepassing van artikel 196 CVM („alle houders van de resterende aandelen”), de houders van effecten die niet zijn verkocht in het kader van een openbaar overnamebod en die deze effecten hebben verworven nadat het resultaat van dat bod is bepaald, onder dit begrip vallen.

Prejudiciële vraag

Moet artikel 16, lid 2, van richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 aldus worden uitgelegd dat daaronder ook worden begrepen de houders van effecten die niet zijn verkocht in het kader van een openbaar overnamebod, indien zij deze effecten hebben verworven nadat het resultaat van dat bod is vastgesteld?

Aangevoerde wet- en regelgeving

Bepalingen van nationaal recht

Effectenwetboek (hierna: „CVM”), vastgesteld bij wetsbesluit nr. 486/99 van 13 november (zoals gewijzigd), met name artikel 196, zoals gewijzigd bij wetsbesluit nr. 219/2006 van 2 november:

„Artikel 196

Verkooprecht

1. *Binnen drie maanden na de datum waarop het resultaat van het in artikel 194, lid 1, bedoelde openbaar overnamebod wordt vastgesteld, kunnen alle houders van resterende aandelen hun verkooprecht uitoefenen; daartoe moeten zij vooraf een uitnodiging sturen aan de aandeelhouder met beslissende zeggenschap zodat deze binnen een termijn van acht dagen een bod op hun aandelen kan doen.*

2. *Indien het in het vorige lid bedoelde bod niet wordt uitgebracht of indien het bod niet bevredigend wordt geacht, kan elke houder van resterende aandelen zijn verkooprecht afdwingen door een verklaring te sturen aan de CMVM, met als bijlagen:*

a) *het bewijs van consignatie of blokkering van de te verkopen aandelen;*

b) *een vermelding van de overeenkomstig artikel 194, leden 1 en 2, berekende tegenprestatie.*

3 *Zodra de CMVM heeft vastgesteld dat aan de voorwaarden voor het uitoefenen van het verkooprecht is voldaan, wordt dit van kracht vanaf de kennisgeving van deze instantie aan de aandeelhouder met beslissende zeggenschap.*

4 *Het bewijs dat de kennisgeving bevestigt, is een executoriale titel.”*

Wetsbesluit nr. 219/2006 van 2 november tot wijziging van een aantal bepalingen van de CVM (zevende wijziging), met name de artikelen 195 en 196, en tot omzetting van richtlijn 2004/25/EG in nationaal recht. In de toelichting bij dit wetsbesluit staat het volgende te lezen:

„De in de richtlijn voorziene regeling inzake het uitstotingsrecht en het verkooprecht vertoont geen bijzonderheden in de nationale rechtsorde, aangezien deze in wezen niet veel verschilt van de in de [CVM] vastgestelde regeling. De wijzigingen die zijn doorgevoerd in de artikelen 194 tot en met 196 van de [CVM] hebben dan ook met name tot doel om de termijnen voor het indienen van dergelijke biedingen en het vermoeden van de billijkheid van de tegenprestatie te harmoniseren.”

Bepalingen van Unierecht

Richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod, met name artikel 16.

Aangevoerde rechtspraak

Rechtspraak van de rechterlijke instanties van de Unie

Arrest van het Hof van Justitie van 11 september 2019, Călin, C-676/17, EU:C:2019:700.

Korte uiteenzetting van de feiten en de procedure in het hoofdgeding

- 1 De feiten die als vaststaand worden beschouwd, zijn, kort samengevat, de volgende. AF is aandeelhouder van Espírito Santo Saúde, SGPS, SA (hierna: „ESS”), waarin hij 34 198 aandelen houdt (29 153 aandelen zijn verworven tussen 11 en 16 december 2014, 5 000 aandelen zijn verworven op 31 december 2014 en 45 aandelen zijn verworven op 7 januari 2015). IL is aandeelhouder van ESS, waarin hij 20 500 aandelen houdt die „op verschillende momenten, na het initiële openbaar overnamebod, zijn verworven”. Een derde partij, HAPV, is aandeelhouder van ESS, waarin hij 2 150 aandelen heeft verworven „in oktober

- 2014, na afloop van het algemene en vrijwillige openbaar overnamebod” van Fidelidade.
- 2 Na de instemming van de raad van bestuur van de CMVM van 26 september 2014 werd de aankondiging gepubliceerd van het door Fidelidade gedane openbaar overnamebod op de aandelen die het maatschappelijk kapitaal van ESS vertegenwoordigen.
 - 3 Op de datum waarop het bod werd uitgebracht, bedroeg het maatschappelijk kapitaal van ESS 93 542 254 EUR¹, vertegenwoordigd door 95 542 254 aandelen met een nominale waarde van 1 EUR.
 - 4 De effecten waarop de Concurrerende Bieding werd uitgebracht, waren gewone aandelen met een nominale waarde van elk 1 EUR, die het volledige maatschappelijk kapitaal en de stemrechten van ESS vertegenwoordigden, met uitzondering van de aandelen die al rechtstreeks werden gehouden door Fidelidade of door personen of entiteiten die deze effecten tijdens de looptijd van de Concurrerende Bieding blokkeerden, omdat zij zich in een van de in artikel 20, lid 1, CMV bedoelde situaties bevonden.
 - 5 Op 26 september 2014 hield Fidelidade 1 504 aandelen die 0,0016 % van het maatschappelijk kapitaal en de stemrechten van ESS vertegenwoordigden.
 - 6 Aangezien de aandelen in ESS toe te rekenen waren aan bidder Fidelidade, bedroeg het aantal effecten waarop de Concurrerende Bieding werd uitgebracht 95 540 750 aandelen, die ongeveer 99,99 % van het maatschappelijk kapitaal en de stemrechten in ESS vertegenwoordigden.
 - 7 De aangeboden tegenprestatie in geld bedroeg aanvankelijk 4,82 EUR per aandeel.
 - 8 Het uiteindelijke en definitieve bedrag van de tegenprestatie is vastgesteld op 5,01 EUR, na herziening van dit bedrag door bidder Fidelidade.
 - 9 De prijs van het bod van het openbaar overnamebod is tussen 29 september en 14 oktober 2014 gehandhaafd.
 - 10 Het openbaar overnamebod is afgesloten met de bepaling van het resultaat ervan tijdens een speciale zitting van de gereguleerde markt Euronext Lisbon, die op 15 oktober 2014 heeft plaatsgevonden en waarvan de definitieve resultaten op dezelfde dag zijn gepubliceerd.
 - 11 Volgens het resultaat heeft Fidelidade 91 782 932 aandelen verworven die 96,065 % van het maatschappelijk kapitaal en 96,12157 % van de stemrechten vertegenwoordigden, waarbij het aanvaardingspercentage van het openbaar

1 Opmerking: de cijfers lijken niet juist, maar dit zijn de cijfers die in het verzoek om een prejudiciële beslissing zijn vermeld.

overnamebod (na aftrek van de 54 385 aandelen die door de vennootschap zelf werden gehouden) 96,12151 % bedroeg.

- 12 AF, HAPV en IL hebben Fidelidade een kennisgeving gestuurd met het verzoek aan haar om, in haar hoedanigheid van aandeelhouder met beslissende zeggenschap, een voorstel te doen voor de verwerving van de door hen gehouden aandelen in ESS.
- 13 Als antwoord op deze verzoeken heeft Fidelidade verzoekers medegedeeld dat zij niet voornemens was om een voorstel te doen om de betrokken aandelen te kopen, aangezien deze waren verworven na het verstrijken van de termijn voor de aanvaarding van het bod. De in artikel 196 CVM voorziene regeling was daarom volgens Fidelidade niet van toepassing, aangezien het niet ging om resterende aandelen van het openbaar overnamebod.
- 14 Op 7 november 2014 heeft Fidelidade een brief gestuurd aan de CMVM (ontvangen op 12 november 2014) over het verkooprecht, na de gedane verwervingen in het kader van het openbaar overnamebod op ESS, waarbij zij meer dan 90 % van de stemrechten waarop het bod betrekking had, had verworven. Fidelidade heeft de CMVM medegedeeld dat zij verschillende „uitnodigingen” had ontvangen van huidige aandeelhouders van ESS tot het doen van een voorstel om hun aandelen te kopen, dat wil zeggen meerdere verzoeken tot het uitoefenen van het verkooprecht, overeenkomstig het bepaalde in artikel 196 CVM.
- 15 Fidelidade heeft daarop de CMVM verzocht om, indien zij mededelingen zou ontvangen van beleggers die geen Concurrerende Bieding hadden ontvangen (omdat zij tijdens de termijn voor aanvaarding van de Concurrerende Bieding geen aandelen in ESS hielden), overeenkomstig artikel 196, lid 3, CVM a contrario i) te verklaren dat niet was voldaan aan de voorwaarden voor uitoefening van het verkooprecht en bijgevolg ii) af te zien van het doorsturen aan Fidelidade van de kennisgeving over de verwerving van die effecten.
- 16 Op 19 november 2014 heeft de CMVM rapport nr. DMEI/2014/212 opgesteld met betrekking tot het „Algemeen en vrijwillig openbaar overnamebod van Fidelidade op de aandelen in ESS – Uitoefening van het verkooprecht”. Daarin wordt met name aangegeven dat in het genoemde openbare bod „geen beperking [was vastgesteld] met betrekking tot het maximale aantal of het maximumpercentage te verwerven effecten”.
- 17 Als gevolg van de Bieding heeft Fidelidade 91 782 932 aandelen verworven, waardoor zij nu 91 784 436 aandelen houdt, hetgeen neerkomt op 96,067 % van het maatschappelijk kapitaal en 96,12 % van de stemrechten in ESS.
- 18 Zowel Fidelidade als de CMVM was van mening dat niet was voldaan aan de juridische voorwaarden voor het ontstaan van het verkooprecht, zodat verzoekers de door hen gehouden resterende effecten niet op het juiste moment konden verkopen. De CMVM heeft benadrukt dat het verkooprecht als bedoeld in

artikel 196 CVM naar haar mening alleen toekomt aan de aandeelhouder die, op het moment waarop het resultaat van het openbaar overnamebod wordt bepaald, nog steeds aandelen houdt in de doelvennootschap, welke aandelen bijgevolg niet in het kader van dat bod zijn verkocht.

- 19 AF en IL hebben bij de Tribunal Administrativo de Círculo de Lisboa (bestuursrechter in eerste aanleg, Lissabon, hierna: „TAC Lisboa”) een collectieve bestuursrechtelijke vordering ingesteld tegen de CMVM en Fidelidade. Deze rechter heeft de CMVM en Fidelidade in het gelijk gesteld door de exceptie van het ontbreken van procesbevoegdheid van verzoeker toe te wijzen.
- 20 Bij vonnis van 17 november 2022 heeft de Tribunal Central Administrativo Sul (centrale bestuursrechter zuid, hierna: „TCA”) het besluit van de TAC Lisboa vernietigd. De TCA heeft echter in wezen geoordeeld dat verzoekers geen verkooprecht toekwam.
- 21 Aangezien verzoekers het niet eens waren met de uitlegging van artikel 196 CVM door de TCA, hebben zij cassatieberoep ingesteld, dat is toegelaten bij vonnis van 23 maart 2023 van de kamer voor bestuursrechtelijke geschillen van de Supremo Tribunal Administrativo (hoogste bestuursrechter; hierna: „STA”). In dit kader betogen verzoekers dat deze uitlegging niet in overeenstemming is met richtlijn 2004/25/EG en dat zij volgens artikel 16 daarvan het verkooprecht in kwestie moeten kunnen uitoefenen.

Voornaamste argumenten van partijen in het hoofdgeding

- 22 Verzoekers betogen dat het in artikel 16 van richtlijn 2004/25/EG bedoelde verkooprecht niet vereist dat er een intuitu personae-relatie bestaat tussen de houder van de resterende aandelen die het openbaar overnamebod niet heeft aanvaard en de partij die het bod heeft uitgebracht, maar dat het gaat om een recht dat inherent is aan de aandelen zelf en dat bij de verkoop daarvan wordt overgedragen aan de nieuwe houder van de aandelen, die dit recht derhalve kan uitoefenen binnen de termijn van artikel 15, lid 4, van richtlijn 2004/25/EG, dat krachtens artikel 16 van die richtlijn van toepassing is, en van artikel 196 CVM.
- 23 Volgens verzoekers kan het verkooprecht niet verloren gaan in geval van afwijzing door de bestuursrechtelijke instantie van een lidstaat van het in artikel 3, lid 1, onder a), in fine en artikel 16 van richtlijn 2004/25 neergelegde recht op bescherming van de overige houders van effecten en het verkooprecht van houders van resterende effecten, uitsluitend omdat de houders van effecten die het bod niet hebben aanvaard, de resterende effecten na afloop van dat openbaar overnamebod hebben verworven, aangezien het verkooprecht van artikel 16 van richtlijn 2004/25 strikt genomen pas na afloop van het bod kan worden uitgeoefend [zie artikel 15, leden 1 en 2, van richtlijn 2004/25, dat op grond van artikel 16 van deze richtlijn van toepassing is] en noch in de richtlijn, noch in het nationale recht, in het bijzonder de CVM, een onderscheid wordt gemaakt tussen houders van effecten die het bod niet hebben aanvaard.

- 24 Verzoekers betogen derhalve dat het begrip „houders van resterende effecten” in de artikelen 15 en 16 van richtlijn 2004/25 en in de artikelen 194 en 196 CVM, alle aandeelhouders omvat, ongeacht of zij hun aandelen vóór of na afloop van het openbaar overnamebod hebben gekocht.
- 25 Zij voegen daaraan toe dat zij hebben voldaan aan de voorwaarden voor de uitoefening van dit recht, met name dat zij de termijn van drie maanden vanaf de bepaling van het resultaat van het openbaar overnamebod in acht hebben genomen.
- 26 Fidelidade is daarentegen van mening dat de regeling van artikel 196 CVM alleen van toepassing is op de „houders van de resterende aandelen” op de datum waarop de termijn voor aanvaarding van de Concurrerende Bieding is verstreken, te weten 15 oktober 2014.
- 27 Volgens Fidelidade beoogt artikel 196 CVM de positie te beschermen van personen die: i) als ontvangers van de Concurrerende Bieding ervoor hebben gekozen om deze bieding niet te aanvaarden, en ii) zich als gevolg van de resultaten van de Concurrerende Bieding in een situatie bevinden – die zij op geen enkele wijze konden voorzien – waarin een aandeelhouder meer dan 90 % van de stemrechten bezit. Deze bepaling heeft tot doel om achteraf de gerechtvaardigde belangen te beschermen van de aandeelhouders die aandelen hielden op de datum van de Concurrerende Bieding aandelen en er rechtmatig voor hebben gekozen om deze niet te verkopen (hoewel zij dat wel hadden kunnen doen) en die vervolgens worden geconfronteerd met onvoorziene omstandigheden die een wijziging van hun standpunt kunnen rechtvaardigen, namelijk de volledige zeggenschap over de doelvennootschap.
- 28 Volgens Fidelidade lijkt het dus duidelijk dat de regeling van artikel 196 CVM niet tot doel heeft om aandeelhouders te beschermen die geen Concurrerende Bieding hebben ontvangen omdat zij geen aandelen hielden tijdens de termijn voor aanvaarding van het bod, maar die na afloop van die termijn aandelen hebben verworven en aanspraak willen maken op een regeling die bedoeld is om de belangen te beschermen van degenen die wel tot de doelgroep van die Concurrerende Bieding behoorden.
- 29 Indien alle houders van aandelen die op dit moment niet worden gehouden door Fidelidade zouden worden aangemerkt als „houders van de resterende aandelen”, ongeacht of zij al dan niet ontvangers waren van de Concurrerende Bieding, dan zou, in strijd zijn met de beginselen van billijkheid en transparantie van de markt, worden geaccepteerd dat degene die de aandelen na afloop van het bod op de beurs heeft gekocht voor een prijs van 4,31 EUR (zoals op 20 oktober 2014 is gebeurd) vervolgens Fidelidade kan „verplichten” om deze aandelen te verwerven tegen de prijs van de Concurrerende Bieding (dat wil zeggen 5,01 EUR), en zo een manier kan vinden om in enkele dagen tijd een winst van 0,700 EUR per aandeel en een opslag van ongeveer 16,24 % te behalen, zonder enige grond of reden.

- 30 Beleggers die na de termijn voor aanvaarding van de Concurrerende Bieding aandelen in ESS zouden hebben verworven en die voornemens waren om hun aandelen in het kader van de regeling van artikel 196 CVM te verkopen, zouden niet louter „speculanten” zijn, wier investering een rendementsrisico met zich meebrengt, maar „opportunistische” beleggers die, in strijd met de regels inzake de werking van de kapitaalmarkt, zonder enig risico beleggen met een gegarandeerde winst, tegen een vooraf vastgestelde prijs, en die op ongerechtvaardigde wijze proberen te profiteren van een wettelijke bescherming die alleen geldt voor de ontvangers van de Concurrerende Bieding.
- 31 Dit zou in feite in strijd zijn met de algemene beginselen van de goede werking van de kapitaalmarkt, zoals het beginsel van een goede prijsvorming, dat bepaalt dat de prijzen moeten worden gevormd onder optimale voorwaarden van vraag en aanbod, in het kader van symmetrische informatie en onder omstandigheden die het dichtst bij de werking een perfecte markt liggen. Indien deze situatie zou worden aanvaard, zouden personen die zich opzettelijk binnen de werkingssfeer van deze uitzonderingsregeling plaatsen om hier voordeel van te hebben, kunnen profiteren van een wettelijk vastgestelde uitzonderingsregeling, ten koste van de regels van vraag en aanbod die voor andere beleggers gelden.
- 32 Tot slot dient alleen nog te worden opgemerkt dat, indien een andere uitlegging dan hier uiteengezet zou worden aanvaard, dit zou leiden tot een toename van het aantal „opportunistische” beleggers en zelfs tot een toename van het aantal beleggers dat zich richt op risicovrije beleggingen met een gegarandeerd maximaal rendement. Uiteindelijk zou een dergelijke uitlegging zelfs een negatief effect kunnen hebben op de werking van de beurs en op de liquiditeit van de aandelen, aangezien dit ertoe zou kunnen leiden dat ESS van de gereguleerde markt wordt uitgesloten, omdat Fidelidade dan gedwongen zou worden alle „resterende aandelen” te verwerven, hetgeen in strijd is met het beleid en de doelstellingen van de CMVM zelf om de kapitaalmarkt te stimuleren en het aantal beursgenoteerde ondernemingen te vergroten.
- 33 De CMVM wijst de door verzoekers verdedigde uitlegging van artikel 196 CVM ook resoluut van de hand en is van mening dat een prejudiciële verwijzing niet nodig is.
- 34 Volgens de CMVM is niet voldaan aan de voorwaarden die rechtvaardigen dat de verwijzende rechter zich tot het Hof van Justitie van de Europese Unie (hierna: „Hof van Justitie”) wendt, aangezien het antwoord van het Hof van Justitie, zelfs indien dat voor verzoekers gunstig zou zijn, er niet automatisch toe zou leiden dat de vordering wordt toegewezen, aangezien het verkooprecht ook afhankelijk is van de naleving van formele en procedurele voorwaarden waaraan in casu niet is voldaan. Om die reden is een prejudiciële verwijzing niet noodzakelijk voor de beslechting van het geschil.
- 35 Volgens de CMVM is de uitlegging van artikel 196 CVM, gelezen in samenhang met artikel 16 van richtlijn 2004/25/EG, duidelijk en evident in het licht van het

arrest van 6 oktober 1982, Cilfit (C-283/81, ECLI:EU:C:1982:335), zodat een prejudiciële verwijzing niet nodig is („acte clair”).

- 36 De CMVM is van mening dat de uitlegging in het bestreden vonnis moet worden gevolgd, inhoudende dat de houders van de resterende aandelen van een doelvennootschap die het voorwerp is van een algemeen openbaar overnamebod dat is gedaan met het oog op het verkrijgen van volledige zeggenschap over alle aan het maatschappelijk kapitaal verbonden stemrechten waarop het bod betrekking heeft, die hun aandelen hebben verworven nadat het resultaat van het bod is bepaald en gepubliceerd, geen verkooprecht hebben op grond van artikel 196 CVM.
- 37 De CMVM is van mening dat de door verzoekers verdedigde uitlegging louter letterlijk is en geen rekening houdt met de andere uitleggingselementen, en wel om de volgende redenen.
- 38 Ten eerste, aangezien de artikelen 196 en volgende CVM de situatie regelen die ontstaat na een openbaar overnamebod, houdt het begrip „resterende aandeelhouders” in dat alleen degenen die dit bod hebben ontvangen, onder dat begrip kunnen vallen.
- 39 In de tweede plaats is het voor een juiste uitlegging van het begrip „houders van de resterende aandelen” noodzakelijk om het historisch-dogmatisch, systematisch en teleologisch kader naar behoren af te bakenen, teneinde na te gaan of dit begrip bedoeld is ten gunste van elke aandeelhouder van de doelvennootschap, ongeacht het tijdstip waarop hij zijn aandelen heeft verworven.
- 40 Uit dit kader blijkt dat het verkooprecht in het leven is geroepen om aandeelhouders die een openbaar overnamebod niet hebben aanvaard, in staat te stellen om uit de vennootschap te stappen wanneer de meerderheid van de aandeelhouders een dergelijk bod wel heeft aanvaard.
- 41 Op deze manier beoogt het verkooprecht tegenwicht te bieden aan de druk om te verkopen die anders zou rusten op de aandeelhouders tot wie het bod gericht is. Deze druk vloeit voort uit het risico om „vast te zitten” in een vennootschap met een aandeelhouder met beslissende zeggenschap, wanneer een aandeelhouder het bod niet aanvaardt en de meerderheid van de andere aandeelhouders dat wel doet.
- 42 Vanuit dat oogpunt kan het verkooprecht gelijk worden gesteld aan een functionele verlenging van de termijn voor aanvaarding van het bod: de aandeelhouders die het bod aanvankelijk hebben afgewezen, wellicht om te voorkomen dat het zou slagen, hebben alsnog de mogelijkheid om hun aandelen te verkopen nadat de bieder de zeggenschap over de doelvennootschap heeft verworven.
- 43 Er bestaat dus een intrinsiek verband tussen dit recht en het openbaar overnamebod dat eraan voorafgaat, hetgeen rechtvaardigt dat artikel 196 CVM dit recht alleen toekent aan aandeelhouders die hun aandelen niet in het kader van het

bod hebben verkocht. Alleen zij kunnen het recht hebben om uit de vennootschap te stappen wanneer zich een situatie van toegenomen zeggenschap voordoet waardoor hun relatieve positie ten opzichte van de meerderheidsaandeelhouder en, indirect, ten opzichte van de vennootschap zelf wijzigt, aangezien de mogelijkheid om hun aandelen op de markt te verkopen wordt bemoeilijkt door de aanzienlijke daling van het vrij verhandelbaar kapitaal en de liquiditeit van die aandelen.

- 44 Beleggers die na afloop van het bod aandelen verwerven en reeds op de hoogte zijn van de toegenomen zeggenschap van de meerderheidsaandeelhouder (de bieder) en van de resultaten van het bod, kunnen uiteraard niet van dit systeem profiteren, gelet op de motivering van de bepaling zoals hierboven beschreven.
- 45 Het standpunt van verzoekers zou betekenen dat wordt toegestaan dat personen die na het bod aandelen hebben verworven, met als enig doel om de aandeelhouder met beslissende zeggenschap te dwingen om hun aandelen over te nemen, zich ongerechtvaardigd verrijken. *„In het geval van verzoeker AF zou deze oplossing hem bijvoorbeeld in staat stellen om in enkele dagen tijd een winst van ten minste 1,21 EUR per aandeel te behalen ten koste van de bieder, hetgeen neerkomt op een opslag van ongeveer 31,84 %, zonder enig risico te lopen. Kortom, een systeem van snelle verrijking ten koste van de bieder.”*
- 46 Ter ondersteuning van haar uitlegging verwijst de CMVM naar oplossingen waarin andere rechtsordes, zoals die van het Verenigd Koninkrijk, Duitsland en Oostenrijk, uitdrukkelijk voorzien en waarin alleen de houders van de op de datum van beëindiging van het openbare overnamebod resterende aandelen, dat wil zeggen de ontvangers van het openbaar overnamebod, een verkooprecht hebben.
- 47 De CMVM betoogt dat niet is voldaan aan de subjectieve voorwaarden voor het ontstaan van het verkooprecht van artikel 196 CVM – aangezien de aandelen in ESS door verzoekers zijn verworven na 15 oktober 2014, dat wil zeggen na de beëindiging van het algemene en vrijwillige openbare overnamebod van Fidelida – en dat uit het onderzoek van de door verzoekers ingediende verzoeken blijkt dat voor 3 250 van de 34 198 aandelen van AF ook niet is voldaan aan de formele en procedurele voorwaarden die de wet stelt opdat de CMVM Fidelidad in kennis stelt van het verkooprecht terzake de aandelen die door verzoekers worden gehouden.

Motivering van de prejudiciële verwijzing

- 48 Verzoekers betogen dat het verzoek om een prejudiciële beslissing aan het Hof van Justitie relevant is voor de uitlegging van richtlijn 2004/25/EG in het licht van de uiteengezette feiten, aangezien het gaat om belangen die zowel in Portugal als in de gehele Europese Unie van groot belang zijn voor de structuur en de sociale, economische en financiële betrekkingen.

- 49 Het openbaar ministerie is van mening dat de door verzoekers opgeworpen twijfel „*redelijk is, al was het maar in het licht van de bijzonderheden van de bewoordingen die in deze bepalingen worden gebruikt*”, zodat het heeft geoordeeld dat het Hof van Justitie moet worden verzocht om een prejudiciële beslissing.
- 50 De verwijzende rechter is tevens van oordeel dat het antwoord op de prejudiciële vraag nuttig is voor de beslechting van het geschil, aangezien het noodzakelijk is om artikel 196 CVM uit te leggen en toe te passen. Lid 1 van dit artikel voorziet in de uitoefening van het verkooprecht voor de houders van de resterende aandelen. De bewoordingen hiervan zijn ingevoerd bij wetsbesluit nr. 219/2006 van 2 november, waarbij richtlijn 2004/25 in nationaal recht is omgezet.
- 51 Volgens de verwijzende rechter is, anders dan de verwerende partij betoogt, de prejudiciële verwijzing relevant, gelet op het beginsel van conforme of met het Unierecht verenigbare uitlegging (zie met name arrest van het Hof van Justitie van 13 november 1990, *Marleasing SA*, C-106/89). De verwijzende rechter merkt op dat hij niet bekend is met een uitdrukkelijke uitspraak van het Hof van Justitie over de betwiste kwestie.
- 52 Bij beschikking van het Hof van Justitie van 3 oktober 2025, *Fidelidade-Companhia de Seguros* (C-200/25, niet gepubliceerd, EU:C:2025:756), is het verzoek om een prejudiciële beslissing van de Supremo Tribunal Administrativo van 13 februari 2025 kennelijk niet-ontvankelijk verklaard wegens het ontbreken van een uiteenzetting van de relevante feiten. De verwijzende rechter behoudt echter de bevoegdheid om een nieuw verzoek om een prejudiciële beslissing in te dienen en bijgevolg de reeds gestelde prejudiciële vraag opnieuw te stellen, zoals blijkt uit het arrest van het Hof van Justitie van 11 september 2019, *Călin*, EU:C:2019:700, punt 41 en aldaar aangehaalde rechtspraak, zodat de verwijzende rechter op 13 oktober 2025 heeft besloten om het verzoek om een prejudiciële beslissing opnieuw in te dienen.
- 53 Gelet op het voorgaande heeft de verwijzende rechter besloten om het Hof van Justitie de hierboven uiteengezette prejudiciële vraag voor te leggen en derhalve de behandeling van de zaak te schorsen overeenkomstig artikel 267 VWEU.