Recueil de la jurisprudence

ARRÊT DE LA COUR (cinquième chambre)

27 novembre 2025 *

« Renvoi préjudiciel – Droit des sociétés – Directive 2004/25/CE – Offre publique d'acquisition obligatoire – Retrait obligatoire des détenteurs de titres – Protection des actionnaires minoritaires – Article 15, paragraphe 5, troisième alinéa – Contrepartie de l'offre présumée juste – Présomption réfragable »

Dans l'affaire C-567/24,

ayant pour objet une demande de décision préjudicielle au titre de l'article 267 TFUE, introduite par l'Okrožno sodišče v Ljubljani (tribunal régional de Ljubljana, Slovénie), par décision du 6 juin 2024, parvenue à la Cour le 21 août 2024, dans la procédure

YO

contre

SVEMA TRADE d.o.o.,

en présence de :

Actionnaires minoritaires de la société HRAM Holding d.d.,

LA COUR (cinquième chambre),

composée de M^me^ M. L. Arastey Sahún, présidente de chambre, MM. J. Passer, E. Regan, D. Gratsias (rapporteur) et B. Smulders, juges,

avocat général : M. M. Campos Sánchez-Bordona,

greffier : M. A. Calot Escobar,

vu la procédure écrite,

considérant les observations présentées :

– pour le gouvernement italien, par M. S. Fiorentino, en qualité d'agent, assisté de M. I. Fresu, procuratore dello Stato,

– pour le gouvernement finlandais, par M^me^ A. Laine, en qualité d'agent,

* Langue de procédure : le slovène.

– pour la Commission européenne, par M^me^ G. Goddin, M. G. Meeßen et M^me^ B. Rous Demiri, en qualité d'agents,

ayant entendu l'avocat général en ses conclusions à l'audience du 3 juillet 2025,

rend le présent

Arrêt

1 La demande de décision préjudicielle porte sur l'interprétation de l'article 15, paragraphe 5, troisième alinéa, de la directive 2004/25/CE du Parlement européen et du Conseil, du 21 avril 2004, concernant les offres publiques d'acquisition (JO 2004, L 142, p. 12).

2 Cette demande a été présentée dans le cadre d'un litige opposant YO à SVEMA TRADE d.o.o. (ci-après « SVEMA ») au sujet de la fixation de la compensation financière à verser aux actionnaires minoritaires de la société HRAM Holding d.d. pour la vente de leurs titres, dans le cadre d'une offre publique d'acquisition obligatoire.

Le cadre juridique

Le droit de l'Union

3 Les considérants 1 à 3 et 9 de la directive 2004/25 énoncent :

« (1) Conformément à l'article 44, paragraphe 2, point g), [CE], il est nécessaire de coordonner, en vue de les rendre équivalentes dans toute la Communauté, certaines garanties que les États membres exigent, pour protéger les intérêts tant des associés que des tiers, des sociétés relevant du droit d'un État membre et dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé d'un État membre.

(2) Il est nécessaire de protéger les intérêts des détenteurs de titres de sociétés relevant du droit d'un État membre lorsque ces sociétés font l'objet d'offres publiques d'acquisition ou de changements de contrôle et qu'une partie au moins de leurs titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé d'un État membre.

(3) Il est nécessaire d'assurer, à l'échelle de la Communauté, la clarté et la transparence en ce qui concerne les questions juridiques à régler en cas d'offres publiques d'acquisition et d'empêcher que les plans de restructuration d'entreprises dans la Communauté soient faussés du fait de différences arbitraires dans les cultures d'administration et de gestion.

[...]

(9) Il convient que les États membres prennent les mesures nécessaires pour la protection des détenteurs de titres, et en particulier ceux possédant des participations minoritaires, lorsque le contrôle de leurs sociétés a été pris. Il convient que les États membres assurent cette protection en imposant à l'acquéreur qui a pris le contrôle d'une société l'obligation de lancer une offre proposant à tous les détenteurs de titres de cette société d'acquérir la totalité de leurs participations à un prix équitable conformément à une définition commune. Les

États membres devraient pouvoir créer d'autres instruments visant à protéger les intérêts des détenteurs de titres, comme l'obligation de lancer une offre partielle lorsque l'offrant n'acquiert pas le contrôle de la société ou l'obligation d'annoncer une offre simultanément à la prise de contrôle de la société. »

4 Aux termes de son article 1er, paragraphe 1, cette directive prévoit des mesures de coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives, des codes de pratiques ou autres dispositions des États membres, y compris les dispositions établies par des organisations officiellement habilitées à réglementer les marchés, concernant les offres publiques d'acquisition de titres d'une société relevant du droit d'un État membre, lorsque tout ou partie de ces titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé, au sens de la directive 93/22/CEE du Conseil, du 10 mai 1993, concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières (JO 1993, L 141, p. 27), dans un ou plusieurs États membres.

5 L'article 2 de la directive 2004/25, intitulé « Définitions », énonce à son paragraphe 1 :

« Aux fins de la présente directive, on entend par :

a) "offre publique d'acquisition" ou "offre" : une offre publique (à l'exclusion d'une offre faite par la société visée elle-même) faite aux détenteurs des titres d'une société pour acquérir tout ou partie desdits titres, que l'offre soit obligatoire ou volontaire, à condition qu'elle suive ou ait pour objectif l'acquisition du contrôle de la société visée selon le droit national ;

b) "société visée" : la société dont les titres font l'objet d'une offre ;

c) "offrant" : toute personne physique ou morale, de droit public ou privé, qui fait une offre ;

d) "personnes agissant de concert" : les personnes physiques ou morales qui coopèrent avec l'offrant ou la société visée sur la base d'un accord, formel ou tacite, oral ou écrit, visant à obtenir le contrôle de la société visée ou à faire échouer l'offre ;

e) "titres" : les valeurs mobilières auxquelles sont attachés des droits de vote dans une société ;

[...] »

6 L'article 3 de cette directive, intitulé « Principes généraux », dispose, à son paragraphe 1 :

« Aux fins de l'application de la présente directive, les États membres veillent à ce que les principes suivants soient respectés :

a) tous les détenteurs de titres de la société visée qui appartiennent à la même catégorie doivent bénéficier d'un traitement équivalent ; en outre, si une personne acquiert le contrôle d'une société, les autres détenteurs de titres doivent être protégés ;

[...]

d) il ne doit pas se créer de marchés faussés pour les titres de la société visée, de la société offrante ou de toute autre société concernée par l'offre de sorte que la hausse ou la baisse des cours des titres devienne artificielle et que le fonctionnement normal des marchés soit perturbé ;

e) un offrant ne doit annoncer une offre qu'après s'être assuré qu'il peut fournir entièrement la contrepartie en espèces, si une telle contrepartie a été offerte, et après avoir pris toutes les mesures raisonnables pour assurer la fourniture de tout autre type de contrepartie ;

[...] »

7 L'article 4 de ladite directive, intitulé « Autorité de contrôle et droit applicable », prévoit, à son paragraphe 1 :

« Les États membres désignent l'autorité ou les autorités compétentes pour le contrôle d'une offre en ce qui concerne les règles adoptées ou introduites en application de la présente directive. Les autorités ainsi désignées sont des autorités publiques, des associations ou des organismes privés reconnus par le droit national ou par des autorités publiques expressément habilitées à cette fin par le droit national. Les États membres informent la Commission [européenne] de ces désignations en précisant toute répartition éventuelle des fonctions. Les États membres veillent à ce que ces autorités exercent leurs fonctions de manière impartiale et indépendante par rapport à toutes les parties à l'offre. »

8 L'article 5 de la même directive, intitulé « Protection des actionnaires minoritaires, offre obligatoire et prix équitable », dispose, à ses paragraphes 1, 3 et 4 :

« 1. Lorsqu'une personne physique ou morale détient, à la suite d'une acquisition faite par elle-même ou par des personnes agissant de concert avec elle, des titres d'une société au sens de l'article 1er, paragraphe 1, qui, additionnés à toutes les participations en ces titres qu'elle détient déjà et à celles des personnes agissant de concert avec elle, lui confèrent directement ou indirectement un pourcentage déterminé de droits de vote dans cette société lui donnant le contrôle de cette société, les États membres veillent à ce que cette personne soit obligée de faire une offre en vue de protéger les actionnaires minoritaires de cette société. Cette offre est adressée dans les plus brefs délais à tous les détenteurs de ces titres et porte sur la totalité de leurs participations, au prix équitable défini au paragraphe 4.

[...]

3. Le pourcentage de droits de vote conférant le contrôle aux fins du paragraphe 1 et son mode de calcul sont fixés par la réglementation de l'État membre dans lequel la société a son siège social.

4. Est considéré comme le prix équitable le prix le plus élevé payé pour les mêmes titres par l'offrant, ou par des personnes agissant de concert avec lui, pendant une période, déterminée par les États membres, de six mois au minimum à douze mois au maximum précédant l'offre visée au paragraphe 1. Si, après publication de l'offre et avant expiration de la période d'acceptation de celle-ci, l'offrant ou toute personne agissant de concert avec lui acquiert des titres à un prix supérieur au prix de l'offre, l'offrant porte son offre à un prix au moins égal au prix le plus élevé payé pour les titres ainsi acquis.

Sous réserve du respect des principes généraux énoncés à l'article 3, paragraphe 1, les États membres peuvent autoriser leurs autorités de contrôle à modifier le prix prévu au premier alinéa dans des circonstances et selon des critères clairement déterminés. À cette fin, ils peuvent dresser une liste de circonstances dans lesquelles le prix le plus élevé peut être modifié, vers le haut ou vers le bas, par exemple si le prix le plus élevé a été fixé par accord entre l'acheteur et un vendeur, si les prix de marché des titres en cause ont été manipulés, si les prix de marché en général ou certains prix de marché en particulier ont été affectés par des événements exceptionnels, ou pour permettre le sauvetage d'une entreprise en détresse. Ils peuvent également définir les critères à

utiliser dans ces cas, par exemple la valeur moyenne de marché sur une certaine période, la valeur de liquidation de la société ou d'autres critères objectifs d'évaluation généralement utilisés en analyse financière.

Toute décision des autorités de contrôle qui modifie le prix équitable doit être motivée et rendue publique. »

9 L'article 15 de la directive 2004/25, intitulé « Retrait obligatoire », est ainsi libellé :

« 1. Les États membres veillent, lorsqu'une offre a été adressée à tous les détenteurs de titres de la société visée pour la totalité de leurs titres, à ce que les paragraphes 2 à 5 s'appliquent.

2. Les États membres veillent à ce qu'un offrant puisse exiger de tous les détenteurs des titres restants qu'ils lui vendent ces titres pour un juste prix. Les États membres introduisent ce droit dans un des deux cas suivants :

a) lorsque l'offrant détient des titres représentant au moins 90 % du capital assorti de droits de vote et 90 % des droits de vote de la société visée,

ou

b) lorsque, à la suite de l'acceptation de l'offre, il a acquis ou s'est fermement engagé par contrat à acquérir des titres représentant au moins 90 % du capital assorti de droits de vote de la société visée et 90 % des droits de vote faisant l'objet de l'offre.

Dans le cas visé au point a), les États membres peuvent fixer un seuil plus élevé pour autant toutefois qu'il ne dépasse pas 95 % du capital assorti de droits de vote et 95 % des droits de vote.

3. Les États membres veillent à ce que soient en vigueur des règles permettant de calculer quand le seuil est atteint.

Lorsque la société visée a émis plusieurs catégories de titres, les États membres peuvent prévoir que le droit de recourir au retrait obligatoire peut n'être exercé que pour la catégorie dans laquelle le seuil prévu au paragraphe 2 a été atteint.

4. Si l'offrant souhaite exercer le droit de recourir au retrait obligatoire, il l'exerce dans un délai de trois mois après la fin de la période d'acceptation de l'offre prévue à l'article 7.

5. Les États membres veillent à ce qu'un juste prix soit garanti. Ce prix doit prendre la même forme que la contrepartie de l'offre ou consister en une valeur en espèces. Les États membres peuvent prévoir que des espèces doivent être proposées au moins à titre d'option.

À la suite d'une offre volontaire, dans les deux cas prévus au paragraphe 2, points a) et b), la contrepartie de l'offre est présumée juste si l'offrant a acquis, par acceptation de l'offre, des titres représentant au moins 90 % du capital assorti de droits de vote faisant l'objet de l'offre.

À la suite d'une offre obligatoire, la contrepartie de l'offre est présumée juste. »

10 L'article 16 de cette directive, intitulé « Rachat obligatoire », prévoit :

« 1. Les États membres veillent, lorsqu'une offre a été adressée à tous les détenteurs de titres de la société visée pour la totalité de leurs titres, à ce que les paragraphes 2 et 3 s'appliquent.

2. Les États membres veillent à ce qu'un détenteur de titres restants puisse exiger de l'offrant qu'il rachète ses titres pour un juste prix, dans les mêmes conditions que celles prévues à l'article 15, paragraphe 2.

3. L'article 15, paragraphes 3 à 5, s'applique mutatis mutandis. »

Le droit slovène

11 L'article 68 du Zakon o prevzemih (loi sur les acquisitions), du 14 juillet 2006 (Uradni list RS, nº 79/06), dans sa version applicable au litige au principal (ci-après la « loi sur les acquisitions »), prévoit :

« 1. Les dispositions de la loi sur les sociétés, relatives à l'évincement des actionnaires minoritaires de la société, s'appliquent, sauf disposition contraire du paragraphe 2 du présent article, à l'évincement des actionnaires minoritaires de la société visée dans laquelle l'acquéreur a acquis au moins 90 % de l'ensemble des actions assorties de droits de vote de cette société et a acquis cette participation avec l'acceptation d'une offre publique d'acquisition obligatoire couronnée de succès ou avec l'acceptation d'une offre publique d'acquisition volontaire couronnée de succès, acceptée par les détenteurs d'au moins 90 % des actions assorties de droits de vote de la société visée sur laquelle portait cette offre.

2. Si l'assemblée générale de la société visée, sur proposition de l'acquéreur en tant qu'actionnaire principal, dans les trois mois suivant l'annonce de l'issue de l'offre publique d'acquisition visée au paragraphe précédent, adopte une résolution sur le transfert des actions des actionnaires minoritaires à l'actionnaire principal, l'acquéreur offre comme compensation financière, en lieu et place de la somme d'argent fixée par la loi qui régit les sociétés commerciales, une compensation du type et du montant indiqués dans l'offre publique d'acquisition. »

Le litige au principal et les questions préjudicielles

12 YO est un actionnaire minoritaire de HRAM Holding, dont les actions sont cotées à la Bourse de Slovénie.

13 SVEMA, initialement détentrice de 19,77 % des actions de HRAM Holding, en est devenue l'actionnaire majoritaire, à la suite du rachat, le 30 septembre 2021, d'une participation additionnelle, à concurrence de 67,56 % des actions de celle-ci. Sa participation dans le capital de HRAM Holding ayant ainsi dépassé le seuil de contrôle prévu par la réglementation slovène, SVEMA a été autorisée par l'autorité de surveillance des valeurs mobilières slovène de lancer une offre publique d'acquisition obligatoire, ce qu'elle a fait le 27 octobre 2021. À la suite de cette offre, SVEMA détenait 90,51 % des actions de HRAM Holding.

14 Ladite offre ayant, ainsi, été couronnée de succès, au sens de l'article 68 de la loi sur les acquisitions, l'assemblée générale de HRAM Holding a adopté, dans les trois mois qui ont suivi cette acquisition, sur proposition de SVEMA, une résolution visant à ce que les actionnaires

minoritaires de HRAM Holding vendent leurs actions à SVEMA contre une compensation financière du même montant que celle fixée, pour chaque action, dans l'offre publique d'acquisition lancée par SVEMA.

15 L'Okrožno sodišče v Ljubljani (tribunal régional de Ljubljana, Slovénie), qui est la juridiction de renvoi, est saisi d'un recours de YO tendant à la fixation, par voie judiciaire, de la compensation financière adéquate devant être versée par SVEMA aux actionnaires minoritaires de HRAM Holding pour le rachat obligatoire de leurs actions.

16 Par décision du 27 janvier 2023, un représentant commun des actionnaires minoritaires de HRAM Holding a été désigné aux fins de la procédure engagée devant la juridiction de renvoi. Ce représentant souscrit aux arguments avancés par YO dans son recours.

17 La juridiction de renvoi s'interroge sur l'interprétation de l'article 15, paragraphe 5, troisième alinéa, de la directive 2004/25, aux fins d'une interprétation de l'article 68 de la loi sur les acquisitions, qui a transposé cette directive dans l'ordre juridique slovène. En particulier, elle se pose la question de savoir si la présomption établie à l'article 15, paragraphe 5, troisième alinéa, de ladite directive doit être considérée comme étant réfragable ou irréfragable. Selon la juridiction de renvoi, le seul libellé de cette disposition ne permet pas de répondre à cette question, eu égard aux divergences existantes entre les différentes versions linguistiques de celle-ci.

18 Dans ces conditions, l'Okrožno sodišče v Ljubljani (tribunal régional de Ljubljana) a décidé de surseoir à statuer et de poser à la Cour les questions préjudicielles suivantes :

« 1) L'article 15, paragraphe 5, troisième alinéa, de la directive [2004/25] doit-il être interprété en ce sens que la présomption visée par cette disposition de la directive s'entend comme étant réfragable ou irréfragable ?

2) Si cette présomption que la contrepartie est juste s'entend comme étant réfragable, son caractère réfragable est-il illimité ou éventuellement limité à des circonstances spécifiques ? »

Sur les questions préjudicielles

19 Par ses questions, qu'il convient d'examiner conjointement, la juridiction de renvoi demande, en substance, si l'article 15, paragraphe 5, troisième alinéa, de la directive 2004/25 doit être interprété en ce sens que la présomption que cette disposition établit, selon laquelle la contrepartie d'une offre publique d'acquisition obligatoire des titres d'une société est juste, doit être considérée comme étant une présomption réfragable et, dans l'affirmative, dans quelles conditions cette présomption doit être considérée comme ayant été renversée.

20 Conformément à l'article 15, paragraphes 1 et 2, de la directive 2004/25, les États membres doivent veiller, lorsqu'une offre d'acquisition a été adressée à tous les détenteurs de titres de la société concernée pour la totalité de leurs titres, à ce qu'un offrant puisse, sous certaines conditions, exiger de tous les détenteurs des titres restants qu'ils lui vendent ces titres pour un juste prix. À cet égard, l'article 15, paragraphe 5, troisième alinéa, de cette directive prévoit que, à la suite d'une offre publique d'acquisition obligatoire, au sens de l'article 5, paragraphe 1, de ladite directive, « la contrepartie de l'offre est présumée juste ».

21 Si l'article 15, paragraphe 5, de la directive 2004/25 fait explicitement référence à l'existence d'une présomption, il ne précise pas, en revanche, si celle-ci est réfragable ou irréfragable.

22 Certaines versions linguistiques de ce paragraphe, telles que celles en langues grecque, anglaise, française ou portugaise, font référence à une présomption sans déterminer sa nature. En revanche, d'autres versions linguistiques du même paragraphe, notamment celles en langues espagnole, allemande et italienne ou, comme l'indique la juridiction de renvoi, en langue slovène, utilisent un verbe qui suggère que la présomption qu'il prévoit est irréfragable.

23 Selon une jurisprudence constante, la formulation utilisée dans l'une des versions linguistiques d'une disposition du droit de l'Union ne saurait servir de base unique à l'interprétation de cette disposition ou se voir attribuer un caractère prioritaire par rapport aux autres versions linguistiques. Les dispositions du droit de l'Union doivent en effet être interprétées et appliquées de manière uniforme, à la lumière des versions établies dans toutes les langues de l'Union européenne. Ainsi, en cas de disparité entre les diverses versions linguistiques d'un texte du droit de l'Union, la disposition en cause doit être interprétée en fonction de l'économie générale et de la finalité de la réglementation dont elle constitue un élément (arrêts du 27 octobre 1977, Bouchereau, 30/77, EU:C:1977:172, point 14, ainsi que du 30 avril 2025, Celní jednatelství Zelinka, C-330/24, EU:C:2025:296, point 19 et jurisprudence citée).

24 Partant, pour répondre aux questions posées, il y a lieu de procéder à l'interprétation de l'article 15, paragraphe 5, troisième alinéa, de la directive 2004/25 au regard de l'économie générale et de la finalité de cette directive.

25 S'agissant de l'économie générale de la directive 2004/25, il convient de relever que, pour le cas où une personne physique ou morale acquière le contrôle d'une société visée par cette directive, celle-ci prévoit une procédure en deux étapes susceptibles d'aboutir à l'acquisition, par cette personne, de l'intégralité des actions de cette société.

26 En premier lieu, l'article 5, paragraphe 1, de la directive 2004/25 pose le principe de l'offre d'acquisition obligatoire des titres de participation d'une société donnée. Il prévoit ainsi que, lorsqu'une personne physique ou morale détient des titres qui lui donnent le contrôle d'une société visée par cette directive, les États membres veillent à ce que cette personne soit obligée de faire une offre en vue de protéger les actionnaires minoritaires de cette société, cette offre devant porter sur la totalité des participations de ces actionnaires au « prix équitable » défini à l'article 5, paragraphe 4, de ladite directive [voir, en ce sens, arrêts du 20 juillet 2017, Marco Tronchetti Provera e.a., C-206/16, EU:C:2017:572, point 29, ainsi que du 10 décembre 2020, Euromin Holdings (Cyprus), C-735/19, EU:C:2020:1014, point 43].

27 En second lieu, en ce qui concerne les détenteurs de titres de la société visée par une offre publique d'acquisition qui n'ont pas accepté cette offre, l'article 15, paragraphe 2, de la directive 2004/25 prévoit, sous certaines conditions, la possibilité, pour l'offrant, d'obtenir un « retrait obligatoire » de ces détenteurs, en exigeant de ceux-ci qu'ils lui vendent leurs titres. L'article 16, paragraphe 2, de cette directive prévoit, par ailleurs, le droit correspondant de chaque détenteur des titres restants de la société concernée d'exiger de l'offrant qu'il rachète ses titres.

28 Ainsi qu'il a déjà été relevé au point 26 du présent arrêt, l'article 5, paragraphe 1, de la directive 2004/25 prévoit que le prix proposé aux actionnaires minoritaires, dans le cadre d'une offre publique d'acquisition obligatoire de leurs actions, doit être « équitable ». Pour leur part,

l'article 15, paragraphe 2, et l'article 16, paragraphe 2, de cette directive prévoient respectivement que le retrait des détenteurs des titres restants d'une société visée par ladite directive ou le rachat obligatoires de ces titres doivent être effectués « pour un juste prix ».

29 À cet égard, comme M. l'avocat général l'a, en substance, relevé au point 51 de ses conclusions, il est sans importance que, dans certaines versions linguistiques de la directive 2004/25, l'adjectif utilisé pour qualifier le « prix » visé à l'article 5, paragraphes 1 et 4, de cette directive soit différent de celui employé pour qualifier le prix visé à l'article 15, paragraphes 2 et 5, et à l'article 16, paragraphe 2, de ladite directive.

30 En effet, dans d'autres versions linguistiques de la directive 2004/25, ces dispositions font mention du même adjectif pour qualifier ce « prix » et, même lorsque cela n'est pas le cas, les deux adjectifs qualificatifs utilisés sont des synonymes, comme, par exemple, dans la version en langue française desdites dispositions, qui emploie les adjectifs « équitable » et « juste ».

31 S'agissant de la détermination du prix « juste » ou « équitable », qui est versé en contrepartie de l'acquisition des titres appartenant aux actionnaires minoritaires d'une société, la directive 2004/25 opte, à titre principal, pour une méthode objective.

32 Ainsi, l'article 5, paragraphe 4, premier alinéa, de la directive 2004/25 considère, à titre principal, le prix équitable comme étant le prix le plus élevé payé pour les mêmes titres par l'offrant, ou par les personnes agissant de concert avec lui, pendant une période déterminée par les États membres de six mois au minimum à douze mois au maximum précédant l'offre visée à l'article 5, paragraphe 1, de cette directive [voir, en ce sens, arrêts du 20 juillet 2017, Marco Tronchetti Provera e.a., C-206/16, EU:C:2017:572, point 30, ainsi que du 10 décembre 2020, Euromin Holdings (Cyprus), C-735/19, EU:C:2020:1014, point 44].

33 Le prix équitable ainsi calculé est aussi présumé être un prix juste au sens de l'article 15, paragraphe 5, troisième alinéa, de la directive 2004/25, qui concerne le retrait obligatoire des détenteurs d'actions, auquel renvoie également l'article 16, paragraphe 3, de cette directive, qui porte sur le rachat obligatoire d'actions.

34 Toutefois, l'article 5, paragraphe 4, deuxième alinéa, de la directive 2004/25 prévoit que, sous réserve du respect des principes énoncés à l'article 3, paragraphe 1, de cette directive, les États membres peuvent autoriser leurs autorités de contrôle, visées à l'article 4 de ladite directive, à modifier le prix prévu à l'article 5, paragraphe 4, premier alinéa, de la même directive dans des circonstances et selon des critères clairement déterminés. À cette fin, les États membres peuvent, d'une part, dresser une liste de circonstances dans lesquelles ce prix peut être modifié, vers le haut ou vers le bas, et, d'autre part, définir les critères à utiliser dans les cas énoncés à titre d'exemple audit deuxième alinéa [voir, en ce sens, arrêts du 20 juillet 2017, Marco Tronchetti Provera e.a., C-206/16, EU:C:2017:572, point 31, ainsi que du 10 décembre 2020, Euromin Holdings (Cyprus), C-735/19, EU:C:2020:1014, point 45].

35 La directive 2004/25 reconnaît, ainsi, que, dans certaines circonstances, un prix d'acquisition des titres des actionnaires minoritaires d'une société visée par cette directive, proposé dans le cadre d'une offre publique d'acquisition obligatoire et calculé sur la base de la méthode objective établie à l'article 5, paragraphe 4, premier alinéa, de celle-ci, peut s'avérer ne pas être « équitable » ou « juste » et nécessiter une modification.

36 Il s'ensuit que la prise en considération du contexte dans lequel s'inscrit l'article 15, paragraphe 5, de la directive 2004/25 plaide en faveur d'une interprétation de cette disposition en ce sens que la présomption qu'elle établit peut, dans certaines circonstances, être renversée.

37 En effet, il est possible que des circonstances qui auraient pu justifier, conformément à la faculté reconnue aux États membres à l'article 5, paragraphe 4, deuxième alinéa, de ladite directive, la modification par leurs autorités de contrôle, vers le haut ou vers le bas, du prix d'une offre publique d'acquisition obligatoire n'aient pas été portées à la connaissance de ces autorités en vue de la réalisation d'une telle modification, ou qu'elles n'apparaissent qu'après la clôture de cette offre, lorsqu'une telle modification n'est plus possible.

38 En outre, si un État membre n'exerce pas cette faculté, il ne sera pas possible de modifier le prix proposé dans le cadre d'une offre publique d'acquisition obligatoire, quand bien même il existerait des circonstances, telles que celles envisagées par ladite disposition, qui seraient susceptibles de justifier une modification de ce prix. Dans ce cas, seul le renversement de la présomption établie à l'article 15, paragraphe 5, troisième alinéa, de la directive 2004/25 est à même d'assurer que le prix de l'offre, dans le cadre d'un retrait obligatoire des détenteurs de titres ou de rachat obligatoire de titres soit « juste », comme l'exigent les articles 15 et 16 de cette directive.

39 Il serait, en outre, paradoxal d'admettre que, alors que la directive 2004/25 reconnaît la possibilité d'une modification du prix proposé dans le cadre d'une offre publique d'acquisition obligatoire, offre que chaque actionnaire peut, en définitive, décider de ne pas accepter, lorsque l'actionnaire est tenu de vendre ses actions, dans le cas d'un retrait obligatoire des détenteurs de titres, ou lorsque l'actionnaire majoritaire est tenu de racheter des actions, dans le cadre d'un rachat obligatoire, il n'existe aucune possibilité de modifier le prix d'achat en renversant la présomption établie à l'article 15, paragraphe 5, troisième alinéa, de cette directive.

40 La prise en considération de la finalité poursuivie par la directive 2004/25 plaide également en faveur du caractère réfragable de cette présomption.

41 En effet, ainsi qu'il ressort de ses considérants 1 à 3 et 9 de la directive 2004/25, celle-ci a pour objectif de protéger les intérêts des détenteurs de titres de sociétés dont le contrôle a été pris par une personne physique ou morale et vise, dans cette perspective, à assurer la clarté et la transparence des règles en matière d'offre publique d'acquisition (arrêt du 20 juillet 2017, Marco Tronchetti Provera e.a., C-206/16, EU:C:2017:572, point 24).

42 En outre, parmi les principes devant être respectés dans l'application de la directive 2004/25, énoncés à l'article 3, paragraphe 1, de celle-ci et qualifiés de « principes généraux » par cette disposition, figure celui selon lequel, lorsqu'une personne acquiert le contrôle d'une société, les détenteurs de titres doivent être protégés (voir, en ce sens, arrêt du 20 juillet 2017, Marco Tronchetti Provera e.a., C-206/16, EU:C:2017:572, point 26).

43 Or, il serait contraire à cet objectif de protection des détenteurs de titres d'admettre que ceux-ci puissent, dans le cadre de leur retrait obligatoire, être obligés de vendre leurs titres à la personne qui a acquis le contrôle de la société concernée au prix proposé dans une offre publique d'acquisition obligatoire, sans possibilité de contester le caractère juste de ce prix, et ce alors même que la directive 2004/25 admet, à son article 5, paragraphe 4, deuxième alinéa, que, dans certaines circonstances, il peut être nécessaire de modifier un tel prix pour assurer son caractère juste ou équitable.

44 S'agissant des circonstances dans lesquelles la présomption établie à l'article 15, paragraphe 5, troisième alinéa, de la directive 2004/25 peut être considérée comme étant renversée, il y a lieu de tenir compte, ainsi que l'a, en substance, relevé M. l'avocat général au point 82 de ses conclusions, de l'association que cette directive opère entre le prix prévu dans l'offre publique d'acquisition obligatoire et celui auquel les titres restants, visés par un retrait obligatoire des détenteurs de titres ou par un rachat obligatoire de titres, doivent être rachetés.

45 Ainsi qu'il a été relevé au point 34 du présent arrêt, l'article 5, paragraphe 4, deuxième alinéa, de la directive 2004/25 reconnaît aux États membres la faculté, sous réserve du respect des principes énoncés à l'article 3, paragraphe 1, de cette directive, d'autoriser leurs autorités de contrôle à modifier le prix d'une offre publique d'acquisition obligatoire dans des circonstances et selon des critères clairement déterminés, dont cet article 5, paragraphe 4, deuxième alinéa, énonce quelques exemples. Toutefois, cette faculté n'empêche pas les États membres d'avoir recours, dans la réglementation qu'ils adoptent afin de transposer cette dernière disposition, à des notions juridiques abstraites (voir, en ce sens, arrêt du 20 juillet 2017, Marco Tronchetti Provera e.a., C-206/16, EU:C:2017:572, points 37 à 42).

46 Lorsqu'un État membre a exercé ladite faculté et a défini les circonstances dans lesquelles une modification du prix d'une offre d'acquisition publique obligatoire peut être effectuée, il convient de considérer que ces circonstances, si elles sont établies, peuvent justifier le renversement de la présomption prévue à l'article 15, paragraphe 5, troisième alinéa, de la directive 2004/25, à condition qu'elles n'aient pas été portées à la connaissance de l'autorité de contrôle de cet État membre ou qu'elles n'apparaissent qu'après la clôture de cette offre, lorsqu'une telle modification n'est plus possible.

47 Par ailleurs, dans le cas où l'État membre concerné n'aurait pas fait usage de la faculté que lui reconnaît l'article 5, paragraphe 4, deuxième alinéa, de la directive 2004/25, il convient de constater que les exemples de circonstances susceptibles de justifier la modification du prix d'une offre publique d'acquisition obligatoire ainsi que les critères à utiliser dans de telles circonstances, que cette disposition fournit, sont susceptibles également de justifier le renversement de la présomption prévue à l'article 15, paragraphe 5, troisième alinéa, de cette directive.

48 Au regard de l'ensemble des considérations qui précèdent, il convient de répondre aux questions posées que l'article 15, paragraphe 5, troisième alinéa, de la directive 2004/25 doit être interprété en ce sens que la présomption que cette disposition établit, selon laquelle la contrepartie d'une offre publique d'acquisition obligatoire des titres d'une société est juste, doit être considérée comme étant une présomption réfragable qui peut être renversée dans des circonstances telles que celles prévues à l'article 5, paragraphe 4, deuxième alinéa, de cette directive ou définies par l'État membre concerné en application de cette dernière disposition, à condition que ces circonstances n'aient pas été portées à la connaissance de l'autorité de contrôle de cet État membre, en vue de la modification du prix de l'offre publique d'acquisition obligatoire préalable, ou qu'elles n'apparaissent qu'après la clôture de cette offre, lorsqu'une telle modification n'est plus possible.

Sur les dépens

49 La procédure revêtant, à l'égard des parties au principal, le caractère d'un incident soulevé devant la juridiction de renvoi, il appartient à celle-ci de statuer sur les dépens. Les frais exposés pour soumettre des observations à la Cour, autres que ceux desdites parties, ne peuvent faire l'objet d'un remboursement.

Par ces motifs, la Cour (cinquième chambre) dit pour droit :

L'article 15, paragraphe 5, troisième alinéa, de la directive 2004/25/CE du Parlement européen et du Conseil, du 21 avril 2004, concernant les offres publiques d'acquisition,

doit être interprété en ce sens que :

la présomption que cette disposition établit, selon laquelle la contrepartie d'une offre publique d'acquisition obligatoire des titres d'une société est juste, doit être considérée comme étant une présomption réfragable qui peut être renversée dans des circonstances telles que celles prévues à l'article 5, paragraphe 4, deuxième alinéa, de cette directive ou définies par l'État membre concerné en application de cette dernière disposition, à condition que ces circonstances n'aient pas été portées à la connaissance de l'autorité de contrôle de cet État membre, en vue de la modification du prix de l'offre publique d'acquisition obligatoire préalable, ou qu'elles n'apparaissent qu'après la clôture de cette offre, lorsqu'une telle modification n'est plus possible.

Signatures