Zbirka odločb sodne prakse

SODBA SODIŠČA (peti senat)

z dne 27. novembra 2025 *

„Predhodno odločanje – Pravo družb – Direktiva 2004/25/ES – Obvezna ponudba za prevzem – Izključitev imetnikov vrednostnih papirjev – Zaščita manjšinskih delničarjev – Člen 15(5), tretji pododstavek – Nadomestilo, ponujeno v ponudbi, ki se šteje za pravično – Izpodbojna domneva“

V zadevi C-567/24,

katere predmet je predlog za sprejetje predhodne odločbe na podlagi člena 267 PDEU, ki ga je vložilo Okrožno sodišče v Ljubljani (Slovenija) s sklepom z dne 6. junija 2024, ki je na Sodišče prispel 21. avgusta 2024, v postopku

YO

proti

SVEMA TRADE, d. o. o.,

ob udeležbi

manjšinskih delničarjev družbe HRAM Holding, d. d.,

SODIŠČE (peti senat),

v sestavi M. L. Arastey Sahún, predsednica senata, J. Passer, E. Regan, D. Gratsias (poročevalec) in B. Smulders, sodniki,

generalni pravobranilec: M. Campos Sánchez-Bordona,

sodni tajnik: A. Calot Escobar,

na podlagi pisnega postopka,

ob upoštevanju stališč, ki so jih predložili:

– za italijansko vlado S. Fiorentino, agent, skupaj z I. Fresujem, procuratore dello Stato,

– za finsko vlado A. Laine, agentka,

* Jezik postopka: slovenščina.

– za Evropsko komisijo G. Goddin, G. Meeßen in B. Rous Demiri, agenti,

po predstavitvi sklepnih predlogov generalnega pravobranilca na obravnavi 3. julija 2025

izreka naslednjo

Sodbo

1 Predlog za sprejetje predhodne odločbe se nanaša na razlago člena 15(5), tretji pododstavek, Direktive Evropskega parlamenta in Sveta 2004/25/ES z dne 21. aprila 2004 o ponudbah za prevzem (UL, posebna izdaja v slovenščini, poglavje 17, zvezek 2, str. 20).

2 Ta predlog je bil vložen v okviru spora med YO in družbo SVEMA TRADE, d. o. o. (v nadaljevanju: SVEMA), v zvezi z določitvijo denarne odpravnine, ki jo je treba plačati manjšinskim delničarjem družbe HRAM Holding, d. d., za prodajo njihovih vrednostnih papirjev v okviru obvezne ponudbe za prevzem.

Pravni okvir

Pravo Unije

3 V uvodnih izjavah 1, 2, 3 in 9 Direktive 2004/25 je navedeno:

„(1) V skladu s členom 44(2)(g) [ES] je potrebno uskladiti nekatere nadzorne ukrepe, ki jih države članice zaradi varovanja interesov članov in ostalih zahtevajo od družb, za katere velja zakonodaja države članice in katerih vrednostni papirji so sprejeti v trgovanje na reguliranem trgu v državi članici, z namenom uvedbe enakovrednih nadzornih ukrepov v vsej Skupnosti.

(2) Treba je zaščititi interese imetnikov vrednostnih papirjev družb, za katere velja zakonodaja države članice, kadar so te družbe predmet ponudb za prevzem ali spremembe kontrole in je vsaj del njihovih vrednostnih papirjev sprejet v trgovanje na reguliranem trgu države članice.

(3) Treba je uvesti jasnost in preglednost v vsej Skupnosti glede pravnih vprašanj, ki naj se rešujejo pri ponudbah za prevzem, in preprečiti, da bi vzorce prestrukturiranja družb v Skupnosti izkrivljale arbitrarne razlike v kulturi vodenja in upravljanja.

[…]

(9) Države članice sprejmejo potrebne ukrepe za zaščito imetnikov vrednostnih papirjev, zlasti tistih z manjšinskim deležem, kadar pride do prevzema kontrole nad njihovimi družbami. Države članice takšno zaščito zagotovijo tako, da obvežejo osebo, ki si je pridobila kontrolo nad družbo, naj vsem imetnikom vrednostnih papirjev te družbe ponudi odkup vseh njihovih vrednostnih papirjev, za pravično ceno skladno s skupno opredelitvijo. Države članice lahko prosto uvedejo nadaljnje instrumente za varovanje interesov imetnikov

vrednostnih papirjev, kot na primer obveznost do delne ponudbe, ko ponudnik ne prevzame kontrole nad družbo, ali obveznost najave ponudbe v trenutku prevzema kontrole nad družbo.“

4 Ta direktiva v skladu s svojim členom 1(1) določa ukrepe za usklajevanje zakonov in drugih predpisov, kodeksov ravnanja in drugih ureditev držav članic, vključno z ureditvami, ki jih uvedejo organizacije, uradno pooblaščene za urejanje trgov, v zvezi s ponudbami za prevzem vrednostnih papirjev družb, za katere velja zakonodaja držav članic, kadar so vsi ali je vsaj del njihovih vrednostnih papirjev sprejet na organiziran trg v smislu Direktive Sveta 93/22/EGS z dne 10. maja 1993 o investicijskih storitvah na področju vrednostnih papirjev (UL, posebna izdaja v slovenščini, poglavje 6, zvezek 2, str. 43) v eni ali več državah članicah.

5 Člen 2 Direktive 2004/25, naslovljen „Opredelitev pojmov“, v odstavku 1 določa:

„Za namene te direktive:

(a) ‚ponudba za prevzem‘ ali ‚ponudba‘ pomeni bodisi obvezno bodisi prostovoljno javno ponudbo (razen s strani ciljne družbe same) imetnikom vrednostnih papirjev družbe za pridobitev vseh ali dela teh vrednostnih papirjev, ki sledi ali poteka z namenom pridobitve kontrole v ciljni družbi skladno z nacionalno zakonodajo;

(b) ‚ciljna družba‘ pomeni družbo, katere vrednostni papirji so predmet ponudbe;

(c) ‚ponudnik‘ pomeni vsako fizično ali pravno osebo, ki da ponudbo v skladu z javnim ali zasebnim pravom;

(d) ‚osebe, ki delujejo usklajeno‘ pomeni fizične ali pravne osebe, ki sodelujejo s ponudnikom ali ciljno družbo na podlagi bodisi izrecnega bodisi tihega, bodisi ustnega bodisi pisnega sporazuma, katerih cilj je pridobiti kontrolo nad ciljno družbo, ali onemogočati uspešen izid ponudbe.

(e) ‚vrednostni papirji‘ pomeni prenosljive vrednostne papirje z glasovalno pravico v družbi;

[…]“

6 Člen 3 te direktive, naslovljen „Splošna načela“, v odstavku 1 določa:

„Za izvajanje te direktive države članice zagotovijo spoštovanje naslednjih načel:

(a) vsi imetniki vrednostnih papirjev istega razreda ciljne družbe se morajo obravnavati enako; poleg tega je treba v primeru, ko oseba pridobi kontrolo nad družbo, druge imetnike vrednostnih papirjev zaščititi;

[…]

(d) pri trgovanju z vrednostnimi papirji ciljne družbe, družbe ponudnika ali katerekoli druge družbe, ki jo zadeva ponudba, ne sme priti do tržnih nepravilnosti tako, da porast ali upad cen vrednostnih papirjev postane umeten, normalno delovanje trga pa izkrivljeno;

(e) ponudnik mora ponudbo objaviti šele po zagotovilu, da lahko v celoti izvrši vse denarne prejemke, če so ponujeni, in po sprejemu vseh razumnih ukrepov za zagotovitev izvršitve katerekoli druge vrste prejemka;

[…]“

7 Člen 4 navedene direktive, naslovljen „Nadzorni organ in veljavni pravni red“, v odstavku 1 določa:

„Države članice določijo organ ali organe, pristojne za nadzor nad potekom ponudbe z namenom uvedbe ali izvedbe pravil v skladu s to direktivo. Tako določeni organi so bodisi javni organi, združenja ali zasebni organi, ki jih določa nacionalna zakonodaja ali javni organi, ki jih nacionalna zakonodaja izrecno pooblašča za ta namen. Države članice obvestijo [Evropsko] [k]omisijo o teh organih, pri čemer podrobno določijo morebitno delitev nalog, ki jih lahko opravljajo. Države članice zagotovijo, da ti organi svoje naloge izvajajo nepristransko in neodvisno od vseh strank pri ponudbi.“

8 Člen 5 iste direktive, naslovljen „Zaščita manjšinskih delničarjev, obvezna ponudba in pravična cena“, v odstavkih 1, 3 in 4 določa:

„1. Kadar ima fizična ali pravna oseba po lastni pridobitvi ali po pridobitvi oseb, ki z njo delujejo usklajeno, vrednostne papirje družbe iz člena 1(1), ki ji skupaj z deležem teh vrednostnih papirjev, ki jih že ima ali ki ga že imajo osebe, ki z njo delujejo usklajeno, posredno ali neposredno dajejo določen odstotek glasovalnih pravic v tej družbi in s tem kontrolo nad družbo, države članice zagotovijo, da se od te osebe zahteva ponudba kot način zaščite manjšinskih delničarjev te družbe. Takšna ponudba naj bo ob prvi priložnosti naslovljena na vse imetnike teh vrednostnih papirjev za vse njihove vrednostne papirje za pravično ceno, kot je določena v odstavku 4.

[…]

3. Odstotek glasovalnih pravic, ki prinaša kontrolo, za namene odstavka 1 in način njegovega izračuna sta določena s predpisi države članice, v kateri ima družba registriran sedež.

4. Za pravično ceno se šteje najvišja cena, ki jo ponudnik ali oseba, ki z njim deluje usklajeno, plača za iste vrednostne papirje v obdobju, ki ga določijo države članice in ki traja od 6 do 12 mesecev pred dano ponudbo iz odstavka 1. Če ponudnik ali katerakoli oseba, ki z njim deluje usklajeno, po javni objavi ponudbe in pred njenim iztekom kupi vrednostne papirje po ceni, višji od ponujene, mora ponudnik svojo ponudbo zvišati, tako da cena ni nižja od najvišje cene, plačane za tako pridobljene vrednostne papirje.

Pod pogojem, da se upoštevajo splošna načela iz člena 3(1), lahko države članice svoje nadzorne organe pooblastijo za prilagoditev cene iz prvega pododstavka v okoliščinah in v skladu s kriteriji, ki so jasno določeni. Za to lahko sestavijo seznam okoliščin, v katerih se lahko najvišja cena prilagodi navzgor ali navzdol, na primer takrat, kadar je bila najvišja cena določena s sporazumom med prodajalcem in kupcem, kadar je bila tržna cena zadevnih vrednostnih papirjev predmet manipulacije, kadar so na tržne cene na splošno ali na določene tržne cene vplivale izredne razmere, ali za omogočanje rešitve družbe v težavah. Države članice lahko določijo tudi kriterije, ki se uporabljajo v takih primerih, kot so povprečna tržna vrednost v določenem obdobju, likvidacijska vrednost podjetja ali drugi objektivni kriteriji vrednotenja, ki se na splošno uporabljajo pri finančni analizi.

Vsaka odločitev nadzornega organa za prilagoditev pravične cene se utemelji in javno objavi.“

9 Člen 15 Direktive 2004/25, naslovljen „Pravica do izključitve“, določa:

„1. Države članice zagotovijo, da se po ponudbi vsem imetnikom vrednostnih papirjev ciljne družbe za vse njihove vrednostne papirje, uporabljajo določbe odstavkov 2 do 5.

2. Države članice zagotovijo, da lahko ponudnik od vseh imetnikov preostalih vrednostnih papirjev zahteva, da mu jih prodajo za pošteno ceno. Države članice to pravico uvedejo v eni od naslednjih situacij:

(a) kadar ima ponudnik vrednostne papirje, ki predstavljajo najmanj 90 % kapitala z glasovalno pravico in 90 % glasovalnih pravic ciljne družbe;

ali

(b) kadar ponudnik po sprejemu ponudbe pridobi ali je pogodbeno trdno zavezan k pridobitvi vrednostnih papirjev, ki predstavljajo vsaj 90 % kapitala z glasovalno pravico ciljne družbe in 90 % glasovalnih pravic[,] zajetih v ponudbi.

V primeru iz točke (a) lahko države članice določijo višji prag, ki pa ne sme biti višji od 95 % kapitala [z] glasovalno pravico in 95 % glasovalnih pravic.

3. Države članice zagotovijo, da veljavni predpisi omogočajo izračun[,] kdaj je dosežen prag.

Kadar ciljna družba izda več kot en razred vrednostnih papirjev, lahko države članice omogočijo izvrševanje pravice do izključitve le v razredu, v katerem je bil dosežen prag iz odstavka 2.

4. Če ponudnik želi izvršiti pravico do izključitve, to stori v roku treh mesecev po koncu roka za sprejem ponudbe iz člena 7.

5. Države članice poskrbijo za zagotovitev pravične cene. Ta cena ima enako obliko kot ponujeno nadomestilo pri ponudbi, ali pa je v gotovini. Države članice lahko določijo, da se mora gotovina ponuditi vsaj kot alternativna možnost.

Po prostovoljni ponudbi v obeh primerih iz odstavka 2(a) in (b) se nadomestilo, ponujeno v ponudbi, šteje kot pravično, kadar ponudnik s prejemom ponudbe pridobi vrednostne papirje, ki predstavljajo vsaj 90 % kapitala z glasovalno pravico, ki ga zajema ponudba.

Po obvezni ponudbi se nadomestilo, ponujeno v ponudbi, šteje kot pravično.“

10 Člen 16 te direktive, naslovljen „Pravica do izstopa“, določa:

„1. Države članice zagotovijo, da se po ponudbi vsem imetnikom vrednostnih papirjev ciljne družbe za vse njihove vrednostne papirje uporabljata odstavka 2 in 3.

2. Države članice zagotovijo, da lahko imetnik preostalih vrednostnih papirjev od ponudnika zahteva odkup njegovih vrednostnih papirjev po pravični ceni pod enakimi pogoji, kot so navedeni v členu 15(2).

3. Člen 15(3) do (5) se uporablja smiselno.“

Slovensko pravo

11 Člen 68 Zakona o prevzemih z dne 14. julija 2006 (Uradni list RS, št. 79/06) v različici, ki se uporablja za spor o glavni stvari (v nadaljevanju: Zakon o prevzemih), določa:

„1. Za izključitev manjšinskih delničarjev ciljne družbe, v kateri je prevzemnik pridobil najmanj 90-odstotni delež vseh delnic te družbe z glasovalno pravico in je tak delež pridobil s sprejemom uspešne obvezne prevzemne ponudbe ali s sprejemom uspešne prostovoljne prevzemne ponudbe, ki so jo sprejeli imetniki vsaj 90 odstotkov delnic ciljne družbe z glasovalno pravico, na katere se je ta ponudba nanašala, se uporabljajo določbe zakona, ki ureja gospodarske družbe, o izključitvi manjšinskih delničarjev iz družbe, če ni v drugem odstavku tega člena določeno drugače.

2. Če skupščina ciljne družbe na predlog prevzemnika kot glavnega delničarja v treh mesecih po objavi izida prevzemne ponudbe iz prejšnjega odstavka sprejme sklep o prenosu delnic manjšinskih delničarjev na glavnega delničarja, mora prevzemnik kot denarno odpravnino namesto denarnega zneska, določenega po zakonu, ki ureja gospodarske družbe, ponuditi nadomestilo take vrste in v taki višini, kakor je bilo določeno v prevzemni ponudbi.“

Spor o glavni stvari in vprašanji za predhodno odločanje

12 YO je manjšinski delničar družbe HRAM Holding, katere delnice kotirajo na slovenski borzi.

13 Družba SVEMA, ki je prvotno imela 19,77 % delnic družbe HRAM Holding, je postala njena večinska delničarka, potem ko je 30. septembra 2021 odkupila dodatni delež v višini 67,56 % delnic te družbe. Ker je tako njen delež v kapitalu družbe HRAM Holding presegel prevzemni prag, določen s slovenskimi predpisi, je Agencija za trg vrednostnih papirjev družbi SVEMA dovolila, da poda obvezno ponudbo za prevzem, kar je storila 27. oktobra 2021. Po tej ponudbi je imela družba SVEMA v lasti 90,51 % delnic družbe HRAM Holding.

14 Ker je bila navedena ponudba tako uspešna v smislu člena 68 Zakona o prevzemih, je skupščina družbe HRAM Holding v treh mesecih po tem prevzemu na predlog družbe SVEMA sprejela sklep, da manjšinski delničarji družbe HRAM Holding svoje delnice prodajo družbi SVEMA proti plačilu denarne odpravnine v enakem znesku, kot je bil za vsako delnico določen v ponudbi družbe SVEMA za prevzem.

15 Okrožno sodišče v Ljubljani (Slovenija), ki je predložitveno sodišče, odloča o predlogu YO za sodno določitev primerne denarne odpravnine, ki jo mora družba SVEMA plačati manjšinskim delničarjem družbe HRAM Holding za obvezno prodajo njihovih delnic.

16 S sklepom z dne 27. januarja 2023 je bil za namene postopka pred predložitvenim sodiščem imenovan skupni zastopnik manjšinskih delničarjev družbe HRAM Holding. Ta zastopnik se strinja s trditvami, ki jih je YO navedel v svojem predlogu.

17 Predložitveno sodišče se zaradi razlage člena 68 Zakona o prevzemih, s katerim je bila Direktiva 2004/25 prenesena v slovenski pravni red, sprašuje o razlagi člena 15(5), tretji pododstavek, te direktive. Zlasti se sprašuje, ali je treba domnevo iz člena 15(5), tretji pododstavek, navedene direktive šteti za izpodbojno ali neizpodbojno. Po mnenju predložitvenega sodišča glede na razhajanja med različnimi jezikovnimi različicami te določbe na to vprašanje ni mogoče odgovoriti zgolj na podlagi njenega besedila.

18 V teh okoliščinah je Okrožno sodišče v Ljubljani prekinilo odločanje in Sodišču v predhodno odločanje predložilo ti vprašanji:

„1. Ali je treba določbo tretjega pododstavka petega odstavka 15. člena Direktive [2004/25] razlagati na način, da se domnevo, ki jo vsebuje navedena določba direktive, tolmači kot neizpodbojno oziroma kot izpodbojno?

2. Če naj se navedena domneva pravičnega nadomestila tolmači kot izpodbojna, ali je ta izpodbojnost neomejena ali pa je morebiti omejena na specifične okoliščine?“

Vprašanji za predhodno odločanje

19 Predložitveno sodišče z vprašanjema, ki ju je treba obravnavati skupaj, v bistvu sprašuje, ali je treba člen 15(5), tretji pododstavek, Direktive 2004/25 razlagati tako, da je treba domnevo, ki jo vzpostavlja ta določba in v skladu s katero je nadomestilo, ponujeno v obvezni ponudbi za prevzem za vrednostne papirje družbe, pravično, šteti za izpodbojno, in če je odgovor pritrdilen, pod katerimi pogoji je treba šteti, da je bila ta domneva ovržena.

20 V skladu s členom 15(1) in (2) Direktive 2004/25 morajo države članice zagotoviti, da lahko ponudnik – potem ko je bila na vse imetnike vrednostnih papirjev zadevne družbe naslovljena ponudba za prevzem za vse njihove vrednostne papirje – pod nekaterimi pogoji od vseh imetnikov preostalih vrednostnih papirjev zahteva, da mu te vrednostne papirje prodajo za pravično ceno. V zvezi s tem člen 15(5), tretji pododstavek, te direktive določa, da se po obvezni ponudbi za prevzem v smislu člena 5(1) navedene direktive „nadomestilo, ponujeno v ponudbi, šteje kot pravično“.

21 Čeprav je v členu 15(5) Direktive 2004/25 izrecno izražen obstoj domneve, pa v njem ni pojasnjeno, ali je ta domneva izpodbojna ali neizpodbojna.

22 V nekaterih jezikovnih različicah tega odstavka, kot so grška, angleška, francoska ali portugalska, je izražena domneva, ne da bi bila določena njena narava. V drugih jezikovnih različicah istega odstavka, zlasti v španski, nemški in italijanski ali, kot navaja predložitveno sodišče, v slovenski, pa je uporabljen glagol, ki kaže na to, da je domneva, ki jo ta odstavek določa, neizpodbojna.

23 V skladu z ustaljeno sodno prakso formulacija, uporabljena v eni od jezikovnih različic določbe prava Unije, ne more biti edina podlaga za razlago te določbe oziroma ne more imeti prednosti pred drugimi jezikovnimi različicami. Določbe prava Unije je treba namreč razlagati in uporabljati enotno, ob upoštevanju različic v vseh jezikih Evropske unije. Tako je treba v primeru razhajanj med različnimi jezikovnimi različicami besedila prava Unije zadevno določbo razlagati glede na splošno sistematiko in namen ureditve, katere del je (sodbi z dne 27. oktobra 1977, Bouchereau, 30/77, EU:C:1977:172, točka 14, in z dne 30. aprila 2025, Celní jednatelství Zelinka, C-330/24, EU:C:2025:296, točka 19 in navedena sodna praksa).

24 Zato je treba za odgovor na postavljeni vprašanji člen 15(5), tretji pododstavek, Direktive 2004/25 razlagati glede na splošno sistematiko in namen te direktive.

25 Kar zadeva splošno sistematiko Direktive 2004/25, je treba navesti, da če fizična ali pravna oseba pridobi kontrolo nad družbo, za katero velja ta direktiva, ta direktiva določa dvostopenjski postopek, ki lahko privede do tega, da ta oseba pridobi vse delnice te družbe.

26 Na prvem mestu, člen 5(1) Direktive 2004/25 določa načelo obvezne ponudbe za prevzem za vrednostne papirje dane družbe. Tako določa, da kadar ima fizična ali pravna oseba vrednostne papirje, ki ji omogočajo kontrolo nad družbo, za katero velja ta direktiva, države članice zagotovijo, da se od te osebe zahteva ponudba kot način zaščite manjšinskih delničarjev te družbe, pri čemer se mora ta ponudba nanašati na vse vrednostne papirje teh delničarjev za „pravično ceno“, ki je opredeljena v členu 5(4) navedene direktive (glej v tem smislu sodbi z dne 20. julija 2017, Marco Tronchetti Provera in drugi, C-206/16, EU:C:2017:572, točka 29, in z dne 10. decembra 2020, Euromin Holdings (Cyprus), C-735/19, EU:C:2020:1014, točka 43).

27 Na drugem mestu, kar zadeva imetnike vrednostnih papirjev družbe, na katero se nanaša ponudba za prevzem, ki te ponudbe niso sprejeli, člen 15(2) Direktive 2004/25 pod nekaterimi pogoji določa možnost, da ponudnik uveljavlja „pravico do izključitve“ teh imetnikov in od njih zahteva, da mu svoje vrednostne papirje prodajo. Člen 16(2) te direktive poleg tega določa ustrezno pravico vsakega imetnika preostalih vrednostnih papirjev zadevne družbe, da od ponudnika zahteva, da ta odkupi njegove vrednostne papirje.

28 Kot je bilo že navedeno v točki 25 te sodbe, člen 5(1) Direktive 2004/25 določa, da mora biti cena, ponujena manjšinskim delničarjem v okviru obvezne ponudbe za prevzem njihovih delnic, „pravična“. Člen 15(2) in člen 16(2) te direktive pa določata, da je treba izključitev imetnikov preostalih vrednostnih papirjev družbe, za katero velja navedena direktiva, ali obvezen odkup teh vrednostnih papirjev opraviti za „pošteno“ oziroma „pravično“ ceno.

29 V zvezi s tem je treba navesti, da – kot je generalni pravobranilec v bistvu poudaril v točki 51 sklepnih predlogov – ni pomembno, da se v nekaterih jezikovnih različicah Direktive 2004/25 pridevnik, uporabljen za opredelitev „cene“ iz člena 5(1) in (4) te direktive, razlikuje od pridevnika, uporabljenega za opredelitev cene iz člena 15(2) in (5) ter člena 16(2) navedene direktive.

30 V drugih jezikovnih različicah Direktive 2004/25 je namreč v teh določbah naveden enak pridevnik za opredelitev te „cene“, in tudi če ni tako, sta uporabljena lastnostna pridevnika sopomenki, kot na primer v francoski različici navedenih določb, v kateri sta uporabljena pridevnika „équitable“ in „juste“.

31 Kar zadeva določitev „poštene“ ali „pravične“ cene, ki se plača kot nadomestilo za pridobitev vrednostnih papirjev manjšinskih delničarjev družbe, je bila v Direktivi 2004/25 kot primarna izbrana objektivna metoda.

32 V skladu s členom 5(4), prvi pododstavek, Direktive 2004/25 se tako za pravično ceno primarno šteje najvišja cena, ki jo ponudnik ali oseba, ki z njim deluje usklajeno, plača za iste vrednostne papirje v obdobju, ki ga določijo države članice in ki traja od šest do dvanajst mesecev pred dano ponudbo iz člena 5(1) te direktive (glej v tem smislu sodbi z dne 20. julija 2017, Marco Tronchetti Provera in drugi, C-206/16, EU:C:2017:572, točka 30, in z dne 10. decembra 2020, Euromin Holdings (Cyprus), C-735/19, EU:C:2020:1014, točka 44).

33 Za tako izračunano pravično ceno se tudi domneva, da je pravična cena v smislu člena 15(5), tretji pododstavek, Direktive 2004/25, ki se nanaša na izključitev imetnikov delnic in na katerega napotuje tudi člen 16(3) te direktive, ki se nanaša na obvezni odkup delnic.

34 Vendar člen 5(4), drugi pododstavek, Direktive 2004/25 določa, da lahko države članice, če se upoštevajo načela iz člena 3(1) te direktive, svoje nadzorne organe iz člena 4 navedene direktive pooblastijo za prilagoditev cene iz člena 5(4), prvi pododstavek, te direktive v okoliščinah in v skladu z merili, ki so jasno določeni. Za to lahko države članice na eni strani sestavijo seznam okoliščin, v katerih se lahko ta cena prilagodi navzgor ali navzdol, in na drugi strani določijo merila, ki se uporabijo v primerih, ki so eksemplifikativno navedeni v omenjenem drugem pododstavku (glej v tem smislu sodbi z dne 20. julija 2017, Marco Tronchetti Provera in drugi, C-206/16, EU:C:2017:572, točka 31, in z dne 10. decembra 2020, Euromin Holdings (Cyprus), C-735/19, EU:C:2020:1014, točka 45).

35 V Direktivi 2004/25 je tako priznano, da se v nekaterih okoliščinah za prevzemno ceno za vrednostne papirje manjšinskih delničarjev družbe, za katero velja ta direktiva, ki je bila ponujena v obvezni ponudbi za prevzem in izračunana na podlagi objektivne metode iz člena 5(4), prvi pododstavek, te direktive, lahko izkaže, da ni „pravična“ ali „poštena“ in da jo je treba prilagoditi.

36 Iz tega sledi, da upoštevanje sobesedila, v katero je umeščen člen 15(5) Direktive 2004/25, govori v prid razlagi te določbe v smislu, da je mogoče domnevo, ki jo določa, v nekaterih okoliščinah ovreči.

37 Mogoče je namreč, da o okoliščinah, ki bi lahko v skladu z možnostjo, priznano državam članicam v členu 5(4), drugi pododstavek, navedene direktive, upravičile, da njihovi nadzorni organi prilagodijo ceno obvezne ponudbe za prevzem navzgor ali navzdol, ti organi za namene izvedbe take prilagoditve niso bili obveščeni ali pa da se te okoliščine pokažejo šele po izteku te ponudbe, ko taka prilagoditev ni več mogoča.

38 Poleg tega, če država članica te možnosti ne uporabi, ne bo mogoče prilagoditi cene, ponujene v obvezni ponudbi za prevzem, tudi če bi obstajale okoliščine, kakršne so te iz navedene določbe, ki bi prilagoditev te cene lahko upravičile. V tem primeru je mogoče le z ovrženjem domneve iz člena 15(5), tretji pododstavek, Direktive 2004/25 zagotoviti, da je ponujena cena v okviru izključitve imetnikov vrednostnih papirjev ali obveznega odkupa vrednostnih papirjev „pravična“, kot to zahtevata člena 15 in 16 te direktive.

39 Dalje, paradoksalno bi bilo priznati, da – medtem ko Direktiva 2004/25 dopušča možnost prilagoditve cene, ponujene v okviru obvezne ponudbe za prevzem, za katero se lahko vsak delničar navsezadnje odloči, da je ne bo sprejel – kadar mora v primeru izključitve imetnikov vrednostnih papirjev delničar svoje delnice prodati ali kadar mora v okviru obveznega odkupa večinski delničar delnice odkupiti, pa ni nobene možnosti, da se nakupna cena ob ovrženju domneve iz člena 15(5), tretji pododstavek, te direktive prilagodi.

40 V prid izpodbojnosti te domneve govori tudi upoštevanje namena Direktive 2004/25.

41 Kot je namreč razvidno iz uvodnih izjav 1, 2, 3 in 9 Direktive 2004/25, je cilj te direktive zaščititi interese imetnikov vrednostnih papirjev družb, v katerih je fizična ali pravna oseba prevzela kontrolo, ter je s tega vidika namenjena zagotavljanju jasnosti in preglednosti pravil na področju ponudb za prevzem (sodba z dne 20. julija 2017, Marco Tronchetti Provera in drugi, C-206/16, EU:C:2017:572, točka 24).

42 Poleg tega je med načeli, ki jih je treba upoštevati pri uporabi Direktive 2004/25 ter ki so navedena v členu 3(1) te direktive in opredeljena s to določbo kot „splošna načela“, načelo, v skladu s katerim je treba, kadar oseba pridobi kontrolo nad družbo, imetnike vrednostnih papirjev zaščititi (glej v tem smislu sodbo z dne 20. julija 2017, Marco Tronchetti Provera in drugi, C-206/16, EU:C:2017:572, točka 26).

43 Bilo pa bi v nasprotju s tem ciljem varstva imetnikov vrednostnih papirjev, če bi se priznalo, da so lahko ti v okviru svoje izključitve zavezani prodati svoje vrednostne papirje osebi, ki je pridobila kontrolo nad zadevno družbo, po ceni, ponujeni v obvezni ponudbi za prevzem, ne da bi imeli možnost izpodbijati pravičnost te cene, in to čeprav Direktiva 2004/25 v členu 5(4), drugi pododstavek, priznava, da je v nekaterih okoliščinah lahko potrebno tako ceno za zagotovitev njene poštenosti ali pravičnosti prilagoditi.

44 Kar zadeva okoliščine, v katerih je mogoče šteti, da je domneva iz člena 15(5), tretji pododstavek, Direktive 2004/25 ovržena, je treba upoštevati, kot je v bistvu navedel generalni pravobranilec v točki 82 sklepnih predlogov, povezavo, ki jo ta direktiva vzpostavlja med ceno, ponujeno v obvezni ponudbi za prevzem, in ceno, po kateri je treba kupiti preostale vrednostne papirje, ki jih zadeva izključitev imetnikov vrednostnih papirjev ali obvezen odkup vrednostnih papirjev.

45 Kot je bilo navedeno v točki 33 te sodbe, člen 5(4), drugi pododstavek, Direktive 2004/25 državam članicam ob upoštevanju načel iz člena 3(1) te direktive priznava možnost, da svoje nadzorne organe pooblastijo, da v okoliščinah in v skladu z merili, ki so jasno določeni, prilagodijo ceno obvezne ponudbe za prevzem, pri čemer je v tem členu 5(4), drugi pododstavek, navedenih nekaj primerov. Vendar ta možnost državam članicam ne preprečuje, da v predpisih, ki jih sprejmejo za prenos zadnjenavedene določbe, uporabijo abstraktne pravne pojme (glej v tem smislu sodbo z dne 20. julija 2017, Marco Tronchetti Provera in drugi, C-206/16, EU:C:2017:572, točke od 37 do 42).

46 Kadar je država članica navedeno možnost uporabila in je opredelila okoliščine, v katerih je mogoče ceno obvezne ponudbe za prevzem prilagoditi, je treba šteti, da te okoliščine, če so izkazane, lahko upravičijo ovrženje domneve iz člena 15(5), tretji pododstavek, Direktive 2004/25, pod pogojem, da nadzorni organ te države članice o njih ni bil obveščen ali da se te okoliščine pojavijo šele po izteku te ponudbe, ko taka prilagoditev ni več mogoča.

47 Poleg tega je treba, če zadevna država članica ni uporabila možnosti, ki ji je priznana s členom 5(4), drugi pododstavek, Direktive 2004/25, ugotoviti, da lahko primeri okoliščin, s katerimi je mogoče upravičiti prilagoditev cene obvezne ponudbe za prevzem, in merila, ki jih je treba uporabiti v takih okoliščinah, iz te določbe prav tako upravičijo ovrženje domneve iz člena 15(5), tretji pododstavek, te direktive.

48 Glede na vse zgornje preudarke je treba na postavljeni vprašanji odgovoriti, da je treba člen 15(5), tretji pododstavek, Direktive 2004/25 razlagati tako, da je treba domnevo, ki jo vzpostavlja ta določba in v skladu s katero je nadomestilo, ponujeno v obvezni ponudbi za prevzem za vrednostne papirje družbe, pravično, šteti za izpodbojno domnevo, ki jo je mogoče ovreči v okoliščinah, kot so te iz člena 5(4), drugi pododstavek, te direktive ali kot jih je opredelila zadevna država članica na podlagi zadnjenavedene določbe, pod pogojem, da nadzorni organ te države članice o teh okoliščinah ni bil obveščen za namene prilagoditve cene iz predhodne obvezne ponudbe za prevzem ali da se te okoliščine pokažejo šele po izteku te ponudbe, ko taka prilagoditev ni več mogoča.

Stroški

49 Ker je ta postopek za stranke v postopku v glavni stvari ena od stopenj v postopku pred predložitvenim sodiščem, to odloči o stroških. Stroški za predložitev stališč Sodišču, ki niso stroški omenjenih strank, se ne povrnejo.

Iz teh razlogov je Sodišče (peti senat) razsodilo:

Člen 15(5), tretji pododstavek, Direktive Evropskega parlamenta in Sveta 2004/25/ES z dne 21. aprila 2004 o ponudbah za prevzem

je treba razlagati tako, da

je treba domnevo, ki jo vzpostavlja ta določba in v skladu s katero je nadomestilo, ponujeno v obvezni ponudbi za prevzem za vrednostne papirje družbe, pravično, šteti za izpodbojno domnevo, ki jo je mogoče ovreči v okoliščinah, kot so te iz člena 5(4), drugi pododstavek, te direktive ali kot jih je opredelila zadevna država članica na podlagi zadnjenavedene določbe, pod pogojem, da nadzorni organ te države članice o teh okoliščinah ni bil obveščen za namene prilagoditve cene iz predhodne obvezne ponudbe za prevzem ali da se te okoliščine pokažejo šele po izteku te ponudbe, ko taka prilagoditev ni več mogoča.

Podpisi