Sbírka soudních rozhodnutí

ROZSUDEK SOUDNÍHO DVORA (pátého senátu)

27. listopadu 2025*

„Řízení o předběžné otázce – Právo společností – Směrnice 2004/25/ES – Povinná nabídka převzetí – Právo výkupu cenných papírů od jejich držitelů – Ochrana menšinových akcionářů – Článek 15 odst. 5 třetí pododstavec – Domněnka spravedlivosti protiplnění navrženého v nabídce – Vyvratitelnost“

Ve věci C-567/24,

jejímž předmětem je žádost o rozhodnutí o předběžné otázce podaná na základě článku 267 SFEU rozhodnutím Krajského soudu v Lublani (Okrožno sodišče v Ljubljani, Slovinsko) ze dne 6. června 2024, došlým Soudnímu dvoru dne 21. srpna 2024, v řízení

YO

proti

SVEMA TRADE d.o.o.,

za účasti:

menšinoví akcionáři společnosti HRAM Holding d.d.,

SOUDNÍ DVŮR (pátý senát),

ve složení: M. L. Arastey Sahún, předsedkyně senátu, J. Passer, E. Regan, D. Gratsias (zpravodaj) a B. Smulders, soudci,

generální advokát: M. Campos Sánchez-Bordona,

za soudní kancelář: A. Calot Escobar, vedoucí,

s přihlédnutím k písemné části řízení,

s ohledem na vyjádření, která předložili:

– za italskou vládu: S. Fiorentino, jako zmocněnec, ve spolupráci s: I. Fresu, procuratore dello Stato,

– za finskou vládu: A. Laine, jako zmocněnkyně,

* Jednací jazyk: slovinština.

– za Evropskou komisi: G. Goddin, G. Meeßen a B. Rous Demiri, jako zmocněnci,

po vyslechnutí stanoviska generálního advokáta na jednání konaném dne 3. července 2025,

vydává tento

Rozsudek

1 Žádost o rozhodnutí o předběžné otázce se týká výkladu čl. 15 odst. 5 třetího pododstavce směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/25/ES ze dne 21. dubna 2004 o nabídkách převzetí (Úř. věst. 2004, L 142, s. 12; Zvl. vyd. 17/02, s. 20).

2 Tato žádost byla předložena v rámci sporu mezi YO a společností SVEMA TRADE d.o.o. (dále jen „SVEMA“) ve věci stanovení finančního vyrovnání, které má být vyplaceno menšinovým akcionářům společnosti HRAM Holding d.d. za odprodej jejich cenných papírů v rámci povinné nabídky převzetí.

Právní rámec

Unijní právo

3 Body 1 až 3 a 9 odůvodnění směrnice 2004/25 znějí takto:

„(1) V souladu s čl. 44 odst. 2 písm. g) Smlouvy [o ES] je nezbytné koordinovat některé záruky, které jsou pro ochranu zájmů společníků i třetích osob vyžadovány v členských státech od společností, které se řídí právem členského státu a jejichž cenné papíry jsou přijímány k obchodování na regulovaném trhu v členském státě, aby tyto záruky byly v celém Společenství rovnocenné.

(2) Je nezbytné chránit zájmy držitelů cenných papírů společností, které se řídí právem členského státu, pokud jsou tyto společnosti předmětem nabídek převzetí nebo se mění subjekty, které je ovládají, a alespoň některé jejich cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu v členském státě.

(3) Je nezbytné dosáhnout v celém Společenství srozumitelnosti a průhlednosti [transparentnosti] právních otázek, které mají být řešeny v případě nabídek převzetí, a předcházet tomu, že by vzorce restrukturalizace společností ve Společenství byly narušovány bezdůvodnými rozdíly v kulturách řízení a správy.

[…]

(9) Členské státy by měly přijmout nezbytná opatření k ochraně držitelů cenných papírů, zejména držitelů s menšinovými podíly, při ovládnutí jejich společností. Členské státy by měly tuto ochranu zajistit tím, že uloží osobě, která společnost ovládla, aby učinila nabídku všem držitelům cenných papírů společnosti na převzetí všech cenných papírů v jejich držení za spravedlivou cenu v souladu s obecnou definicí. Členské státy by měly mít možnost

vytvářet další nástroje na ochranu zájmů držitelů cenných papírů, například povinnost učinit částečnou nabídku v případě, že předkladatel nabídky společnost neovládne, nebo povinnost oznámit nabídku současně s ovládnutím společnosti.“

4 Podle svého čl. 1 odst. 1 stanoví tato směrnice opatření ke koordinaci právních a správních předpisů, kodexů chování a jiných norem členských států včetně norem stanovených organizacemi, které jsou úředně pověřeny regulací trhů, týkajících se nabídek převzetí u cenných papírů společností, které se řídí právem členského státu, pokud jsou všechny nebo některé tyto cenné papíry přijaty k obchodování na regulovaném trhu ve smyslu směrnice Rady 93/22/EHS ze dne 10. května 1993 o investičních službách v oblasti cenných papírů (Úř. věst. 1993, L 141, s. 27; Zvl. vyd. 06/02, s. 43) v jednom nebo více členských státech.

5 Článek 2 směrnice 2004/25, nadepsaný „Definice“, v odstavci 1 uvádí:

„Pro účely této směrnice se rozumí:

a) ‚nabídkou převzetí‘ nebo ‚nabídkou‘ veřejná nabídka (jiná než kterou podává sama cílová společnost) učiněná držitelům cenných papírů obchodní společnosti na nabytí všech nebo některých těchto cenných papírů, povinná či dobrovolná, která následuje po ovládnutí cílové společnosti nebo má za cíl ovládnutí cílové společnosti v souladu s vnitrostátním právem;

b) ‚cílovou společností‘ obchodní společnost, jejíž cenné papíry jsou předmětem nabídky;

c) ‚předkladatelem nabídky‘ fyzická osoba nebo veřejnoprávní či soukromoprávní právnická osoba, která činí nabídku;

d) ‚osobami jednajícími ve shodě‘ fyzické nebo právnické osoby, které spolupracují s předkladatelem nabídky nebo cílovou společností na základě výslovné či konkludentní, písemné či ústní dohody, jejímž cílem je buď ovládnutí cílové společnosti, nebo zmaření úspěšného výsledku nabídky;

e) ‚cennými papíry‘ převoditelné cenné papíry spojené s hlasovacím právem ve společnosti;

[…]“.

6 Článek 3 této směrnice, nadepsaný „Obecné zásady“, v odstavci 1 stanoví:

„Za účelem uplatňování této směrnice členské státy zajistí dodržování těchto zásad:

a) všem držitelům cenných papírů cílové společnosti stejného druhu musí být poskytnuto rovnocenné zacházení; kromě toho, pokud některá osoba ovládne společnost, musí být ostatní držitelé cenných papírů chráněni;

[…]

d) pro cenné papíry cílové společnosti, společnosti předkladatele nabídky nebo jakékoliv jiné společnosti, které se nabídka týká, nesmějí vznikat nepravé trhy tak, že by vzestup nebo pokles cen cenných papírů byl umělý a bylo by narušeno obvyklé fungování trhů;

e) předkladatel nabídky musí oznámit nabídku až poté, co zajistí, že je schopen v plné výši zaplatit jakékoliv hotovostní [peněžité] protiplnění, pokud je nabízeno, a poté, co přijme veškerá přiměřená opatření k tomu, aby zajistil provedení jakéhokoliv jiného druhu protiplnění;

[…]“

7 Článek 4 uvedené směrnice, nadepsaný „Dozorčí orgán a rozhodné právo“, v odstavci 1 stanoví:

„Členské státy určí jeden nebo více orgánů příslušných k dohledu nad nabídkami pro účely pravidel, která stanoví nebo zavedou podle této směrnice. Takto určenými orgány jsou orgány veřejné moci, sdružení nebo soukromé subjekty uznané vnitrostátním právem nebo orgány veřejné moci, kterým vnitrostátní právo tuto pravomoc výslovně svěřuje. Členské státy o těchto určeních vyrozumí [Evropskou k]omisi a upřesní všechna případná rozdělení funkcí. Zajistí, aby tyto orgány vykonávaly své funkce nestranně a nezávisle vzhledem ke všem stranám nabídky.“

8 Článek 5 téže směrnice, nadepsaný „Ochrana menšinových akcionářů, povinná nabídka a spravedlivá cena“, v odstavcích 1, 3 a 4 stanoví:

„1. Pokud fyzická či právnická osoba v důsledku toho, že je sama nebo prostřednictvím osob jednajících ve shodě s ní nabude, drží cenné papíry společnosti uvedené v čl. 1 odst. 1, které, po přičtení ke stávající držbě takových cenných papírů této osoby a k držbám cenných papírů osob jednajících ve shodě s ní, této osobě přímo či nepřímo dávají zvláštní procento hlasovacích práv v této společnosti, a tím jí zajišťují ovládnutí této společnosti, zajistí členské státy, aby byla tato osoba povinna učinit nabídku jako prostředek ochrany menšinových akcionářů společnosti. Taková nabídka je co nejdříve adresována všem držitelům těchto cenných papírů na všechny cenné papíry v jejich držení za spravedlivou cenu definovanou v odstavci 4.

[…]

3. Procento hlasovacích práv, které vede k ovládnutí pro účely odstavce 1, a způsob jeho výpočtu určí pravidla členského státu, ve kterém má společnost sídlo.

4. Za spravedlivou se považuje nejvyšší cena, kterou za stejné cenné papíry zaplatí předkladatel nabídky nebo osoby jednající ve shodě s ním v období, které určí členské státy jako období nejméně šesti měsíců a nejvíce dvanáct měsíců před nabídkou uvedenou v odstavci 1. Pokud po zveřejnění nabídky a před uzavřením nabídky pro přijetí [před uplynutím lhůty pro přijetí nabídky] předkladatel nabídky nebo kterákoliv osoba jednající ve shodě s ním koupí cenné papíry za cenu vyšší, než je cena nabídky, zvýší předkladatel nabídky svou nabídku tak, aby nebyla nižší než nejvyšší cena zaplacená za takto nabyté cenné papíry.

Za předpokladu, že jsou dodrženy obecné zásady stanovené v čl. 3 odst. 1, mohou členské státy zmocnit své dozorčí orgány, aby upravovaly cenu uvedenou v prvním pododstavci za jasně určených okolností a v souladu s jasně určenými kritérii. Za tímto účelem mohou vypracovat seznam okolností, za kterých lze nejvyšší cenu upravit směrem nahoru nebo dolů, například pokud byla nejvyšší cena stanovena dohodou mezi kupujícím a prodávajícím, pokud byly tržní ceny dotčených cenných papírů manipulovány, pokud byly tržní ceny obecně nebo určité tržní ceny konkrétně ovlivněny mimořádnými událostmi, nebo aby byla umožněna záchrana společnosti v obtížné situaci. Mohou rovněž určit kritéria, která mají být v takových případech použita, například průměrnou tržní hodnotu za určité období, likvidační hodnotu společnosti nebo jiná objektivní oceňovací kritéria obecně používaná ve finanční analýze.

Každé rozhodnutí dozorčího orgánu o úpravě spravedlivé ceny musí být odůvodněno a zveřejněno.“

9 Článek 15 směrnice 2004/25, nadepsaný „Právo výkupu účastnických cenných papírů“, zní takto:

„1. Členské státy zajistí, aby se po nabídce všem držitelům cenných papírů cílové společnosti na všechny jejich cenné papíry použily odstavce 2 až 5.

2. Členské státy zajistí, aby předkladatel nabídky mohl požadovat, aby mu všichni držitelé zbývajících cenných papírů tyto cenné papíry prodali za spravedlivou cenu. Členské státy toto právo stanoví pro některou z těchto situací:

a) pokud předkladatel nabídky drží cenné papíry představující nejméně 90 % základního kapitálu spojeného s hlasovacími právy a 90 % hlasovacích práv cílové společnosti[…]

nebo

b) pokud po přijetí nabídky předkladatel nabídky získal nebo uzavřel pevnou smlouvu o nabytí cenných papírů představujících nejméně 90 % základního kapitálu spojeného s hlasovacími právy a 90 % hlasovacích práv obsažených v nabídce.

V případě uvedeném v písmenu a) mohou členské státy stanovit vyšší prahovou hodnotu, která však nesmí být vyšší než 95 % základního kapitálu spojeného s hlasovacími právy a 95 % hlasovacích práv.

3. Členské státy zajistí, aby byla v platnosti pravidla umožňující výpočet okamžiku, kdy bude dosaženo prahové hodnoty.

Pokud cílová společnost emitovala více než jeden druh cenných papírů, mohou členské státy stanovit, že právo výkupu účastnických cenných papírů lze uplatňovat pouze u toho druhu, u něhož bylo dosaženo prahové hodnoty stanovené v odstavci 2.

4. Pokud předkladatel nabídky hodlá uplatnit právo výkupu účastnických cenných papírů, učiní tak do tří měsíců od konce lhůty pro přijetí nabídky stanovené v článku 7.

5. Členské státy zajistí, aby byla zaručena spravedlivá cena. Tato cena bude mít stejnou podobu jako protiplnění nabídnuté v nabídce nebo bude ve formě hotovosti [bude v penězích]. Členské státy mohou stanovit, že protiplnění v hotovosti [v penězích] musí být alespoň alternativně nabídnuto v každém případě.

Po dobrovolné nabídce v obou případech uvedených v odst. 2 písm. a) a b) se protiplnění navržené v nabídce považuje za spravedlivé, pokud přijetím nabídky její předkladatel získal cenné papíry představující nejméně 90 % základního kapitálu spojeného s hlasovacími právy obsaženého v nabídce.

Po povinné nabídce se protiplnění v ní navržené považuje za spravedlivé.“

10 Článek 16 této směrnice, nadepsaný „Odkoupení na žádost menšinového akcionáře“, stanoví:

„1. Členské státy zajistí, aby se po nabídce učiněné všem držitelům cenných papírů cílové společnosti na všechny jejich cenné papíry použily odstavce 2 a 3.

2. Členské státy zajistí, aby držitel zbývajících cenných papírů mohl požadovat, aby od něj předkladatel nabídky odkoupil jeho cenné papíry za spravedlivou cenu za stejných okolností, jaké stanoví čl. 15 odst. 2.

3. Ustanovení čl. 15 odst. 3 až odst. 5 se použijí obdobně.“

Slovinské právo

11 Článek 68 zákona o nabídkách převzetí (Zakon o prevzemih) ze dne 14. července 2006 (Uradni list RS, č. 79/06) ve znění použitelném na spor v původním řízení (dále jen „zákon o nabídkách převzetí“) stanoví:

„1. Na vytěsnění menšinových akcionářů cílové společnosti, v níž nabyvatel získal nejméně 90 % všech akcií s hlasovacím právem a tento podíl získal na základě přijetí úspěšné povinné nebo dobrovolné nabídky převzetí, kterou přijali držitelé alespoň 90 % akcií s hlasovacím právem cílové společnosti, jíž se nabídka týkala, se použijí ustanovení zákona o obchodních společnostech týkající se vytěsnění menšinových akcionářů ze společnosti, není-li v odstavci 2 tohoto článku stanoveno jinak.

2. Rozhodne-li valná hromada cílové společnosti na návrh nabyvatele jako hlavního akcionáře do tří měsíců od oznámení výsledku nabídky převzetí podle předchozího odstavce o přechodu akcií menšinových akcionářů na hlavního akcionáře, navrhne nabyvatel jako finanční protiplnění namísto peněžité částky určené podle zákona o obchodních společnostech protiplnění druhu a výše uvedených v nabídce převzetí.“

Spor v původním řízení a předběžné otázky

12 YO je menšinovým akcionářem společnosti HRAM Holding, jejíž akcie jsou obchodovány na slovinské burze.

13 SVEMA, která původně vlastnila 19,77 % akcií společnosti HRAM Holding, se stala jejím většinovým akcionářem poté, co dne 30. září 2021 odkoupila její další akcie, představující 67,56 % podíl na jejím kapitálu. Jelikož tím její podíl ve společnosti HRAM Holding překročil míru ovládnutí stanovenou slovinskou právní úpravou, povolil slovinský orgán dohledu nad obchodováním s cennými papíry společnosti SVEMA učinit povinnou nabídku převzetí, což tato učinila dne 27. října 2021. V návaznosti na tuto nabídku se SVEMA stala držitelem 90,51 % akcií společnosti HRAM Holding.

14 Vzhledem k tomu, že uvedená nabídka tedy byla úspěšná ve smyslu článku 68 zákona o nabídkách převzetí, přijala valná hromada společnosti HRAM Holding ve lhůtě tří měsíců po tomto nabytí na návrh společnosti SVEMA usnesení, že menšinoví akcionáři společnosti HRAM Holding odprodají své akcie společnosti SVEMA za finanční vyrovnání v téže výši, jaká byla stanovena za každou akcii v nabídce převzetí předložené společností SVEMA.

15 Krajský soud v Lublani (Okrožno sodišče v Ljubljani, Slovinsko), který je předkládajícím soudem, rozhoduje o žalobě YO znějící na to, aby byla soudní cestou určena přiměřená finanční náhrada, kterou musí SVEMA vyplatit menšinovým akcionářům společnosti HRAM Holding za odkup jejich akcií na jejich žádost.

16 Rozhodnutím ze dne 27. ledna 2023 byl pro účely řízení před předkládajícím soudem jmenován společný zástupce menšinových akcionářů společnosti HRAM Holding. Tento zástupce se ztotožňuje s argumenty, které YO uvedl ve své žalobě.

17 Předkládající soud se zamýšlí nad tím, jak má být vykládán čl. 15 odst. 5 třetí pododstavec směrnice 2004/25 pro účely výkladu článku 68 zákona o nabídkách převzetí, kterým byla tato směrnice provedena do slovinského právního řádu. Konkrétně si klade otázku, zda domněnka zakotvená v čl. 15 odst. 5 třetím pododstavci uvedené směrnice musí být považována za vyvratitelnou, nebo nevyvratitelnou. Podle předkládajícího soudu samotné znění tohoto ustanovení neumožňuje vzhledem k rozdílům, které existují mezi jeho jednotlivými jazykovými verzemi, na tuto otázku odpovědět.

18 Za těchto podmínek se Krajský soud v Lublani (Okrožno sodišče v Ljubljani) rozhodl přerušit řízení a položit Soudnímu dvoru následující předběžné otázky:

„1) Musí být čl. 15 odst. 5 třetí pododstavec směrnice [2004/25] vykládán v tom smyslu, že domněnku stanovenou v tomto ustanovení směrnice je třeba považovat za vyvratitelnou, nebo nevyvratitelnou?

2) Má-li být tato domněnka spravedlivého protiplnění považována za vyvratitelnou, je tato vyvratitelnost neomezená, nebo případně omezená na specifické okolnosti?“

K předběžným otázkám

19 Podstatou otázek předkládajícího soudu, které je třeba zkoumat společně, je, zda čl. 15 odst. 5 třetí pododstavec směrnice 2004/25 musí být vykládán v tom smyslu, že domněnka, kterou toto ustanovení zavádí a podle níž je protiplnění za povinnou nabídku převzetí cenných papírů společnosti spravedlivé, musí být považována za vyvratitelnou, a pokud ano, za jakých podmínek je třeba tuto domněnku považovat za vyvrácenou.

20 V souladu s čl. 15 odst. 1 a 2 směrnice 2004/25 musí členské státy zajistit, aby po nabídce převzetí předložené všem držitelům cenných papírů dotyčné společnosti na všechny jejich cenné papíry mohl předkladatel nabídky za určitých podmínek požadovat, aby mu všichni držitelé zbývajících cenných papírů tyto cenné papíry prodali za spravedlivou cenu. V tomto ohledu odst. 5 třetí pododstavec uvedeného článku stanoví, že po povinné nabídce převzetí ve smyslu čl. 5 odst. 1 téže směrnice „se protiplnění v ní navržené považuje za spravedlivé“.

21 Článek 15 odst. 5 směrnice 2004/25 sice výslovně poukazuje na existenci domněnky, nicméně neupřesňuje, zda je tato domněnka vyvratitelná, nebo nevyvratitelná.

22 Některé jazykové verze tohoto odstavce, například řecká, anglická, francouzská nebo portugalská, odkazují na domněnku bez upřesnění její povahy. Jiná jeho jazyková znění, mimo jiné španělské, německé, italské nebo, jak uvádí předkládající soud, slovinské naproti tomu používají sloveso, které naznačuje, že v něm zakotvená domněnka je nevyvratitelná.

23 Podle ustálené judikatury nemůže formulace použitá v některé z jazykových verzí určitého ustanovení unijního práva sloužit jako jediný základ pro jeho výklad ani jí nemůže být přiznána přednost před jinými jazykovými verzemi. Ustanovení unijního práva musí být totiž vykládána a používána jednotně na základě znění vypracovaných ve všech jazycích Evropské unie. V případě rozdílů mezi různými jazykovými verzemi předpisu unijního práva musí být dotčené ustanovení vykládáno podle celkové systematiky a účelu právní úpravy, jejíž je součástí (rozsudky ze dne 27. října 1977, Bouchereau, 30/77, EU:C:1977:172, bod 14, a ze dne 30. dubna 2025, Celní jednatelství Zelinka, C-330/24, EU:C:2025:296, bod 19 a citovaná judikatura).

24 Za účelem odpovědi na položené otázky je tudíž třeba provést výklad čl. 15 odst. 5 třetího pododstavce směrnice 2004/25 s ohledem na její obecnou systematiku a účel.

25 Pokud jde o obecnou systematiku směrnice 2004/25, je třeba uvést, že v případě, kdy fyzická nebo právnická osoba ovládne společnost, na niž se tato směrnice vztahuje, počítá směrnice s postupem rozloženým do dvou kroků, které mohou vést k nabytí veškerých akcií této společnosti uvedenou osobou.

26 V prvé řadě čl. 5 odst. 1 směrnice 2004/25 zakotvuje zásadu povinné nabídky převzetí cenných papírů dané společnosti. Stanoví tak, že pokud fyzická či právnická osoba drží cenné papíry, které jí zajišťují ovládnutí společnosti, na niž se tato směrnice vztahuje, zajistí členské státy, aby byla tato osoba povinna učinit nabídku jako prostředek ochrany menšinových akcionářů této společnosti, přičemž tato nabídka se musí týkat všech cenných papírů těchto akcionářů a znít na „spravedlivou cenu“ definovanou v čl. 5 odst. 4 uvedené směrnice [v tomto smyslu viz rozsudky ze dne 20. července 2017, Marco Tronchetti Provera a další, C-206/16, EU:C:2017:572, bod 29, jakož i ze dne 10. prosince 2020, Euromin Holdings (Cyprus), C-735/19, EU:C:2020:1014, bod 43].

27 Ve druhé řadě, co se týče držitelů cenných papírů společnosti dotčené nabídkou převzetí, kteří tuto nabídku nepřijali, stanoví čl. 15 odst. 2 směrnice 2004/25 za určitých podmínek možnost předkladatele nabídky získat „právo výkupu“ od těchto držitelů tím, že od nich může požadovat, aby mu své cenné papíry prodali. Článek 16 odst. 2 uvedené směrnice kromě toho stanoví odpovídající právo každého držitele zbývajících cenných papírů dotyčné společnosti požadovat od předkladatele nabídky odkoupení svých cenných papírů.

28 Jak již bylo uvedeno v bodě 26 tohoto rozsudku, čl. 5 odst. 1 směrnice 2004/25 stanoví, že cena nabídnutá menšinovým akcionářům v rámci povinné nabídky převzetí jejich akcií musí být „spravedlivá“. Její čl. 15 odst. 2 a čl. 16 odst. 2 zase stanoví, že výkup od držitelů zbývajících cenných papírů společnosti, na kterou se vztahuje uvedená směrnice, nebo jejich odkup na žádost menšinového akcionáře musí být prováděny „za spravedlivou cenu“.

29 Jak v podstatě uvedl generální advokát v bodě 51 svého stanoviska, není v tomto ohledu zásadní, že v některých jazykových verzích směrnice 2004/25 se přídavné jméno použité pro kvalifikaci „ceny“ uvedené v jejím čl. 5 odst. 1 a 4 liší od přídavného jména použitého pro kvalifikaci ceny uvedené v jejím čl. 15 odst. 2 a 5 a čl. 16 odst. 2.

30 V jiných jazykových verzích směrnice 2004/25 totiž tato ustanovení používají pro účely kvalifikace této „ceny“ totéž přídavné jméno, a pokud tomu tak není, obě použitá kvalifikační adjektiva jsou synonymy, jako je tomu například ve francouzském znění uvedených ustanovení, které používá přídavná jména „équitable“ a „juste“.

31 Pokud jde o určení takové „spravedlivé“ ceny, která je vyplácena za cenné papíry nabyté od menšinových akcionářů, používá směrnice 2004/25 primárně objektivní metodu.

32 Článek 5 odst. 4 první pododstavec směrnice 2004/25 tak považuje za spravedlivou v prvé řadě nejvyšší cenu, kterou za stejné cenné papíry zaplatí předkladatel nabídky nebo osoby jednající s ním ve shodě v období, které určí členské státy jako dobu nejméně šesti měsíců a nejvíce dvanácti měsíců před nabídkou uvedenou v čl. 5 odst. 1 uvedené směrnice [v tomto smyslu viz rozsudky ze dne 20. července 2017, Marco Tronchetti Provera a další, C-206/16, EU:C:2017:572, bod 30, jakož i ze dne 10. prosince 2020, Euromin Holdings (Cyprus), C-735/19, EU:C:2020:1014, bod 44].

33 Takto stanovená spravedlivá cena se považuje rovněž za spravedlivou cenu ve smyslu čl. 15 odst. 5 třetího pododstavce směrnice 2004/25, který se týká práva na výkup akcií od jejich držitelů, na nějž odkazuje rovněž její čl. 16 odst. 3, který se týká odkupů na žádost menšinových akcionářů.

34 Článek 5 odst. 4 druhý pododstavec směrnice 2004/25 nicméně stanoví, že za předpokladu, že jsou dodrženy zásady stanovené v čl. 3 odst. 1 této směrnice, mohou členské státy zmocnit své dozorčí orgány uvedené v jejím článku 4, aby cenu uvedenou v čl. 5 odst. 4 prvním pododstavci směrnice za jasně určených okolností a v souladu s jasně určenými kritérii upravovaly. Za tímto účelem mohou členské státy vypracovat seznam okolností, za kterých lze tuto cenu upravit směrem nahoru nebo dolů, a mohou určit kritéria, která mají být použita v případech příkladmě vyjmenovaných v uvedeném druhém pododstavci [v tomto smyslu viz rozsudky ze dne 20. července 2017, Marco Tronchetti Provera a další, C-206/16, EU:C:2017:572, bod 31, jakož i ze dne 10. prosince 2020, Euromin Holdings (Cyprus), C-735/19, EU:C:2020:1014, bod 45].

35 Směrnice 2004/25 tedy uznává, že za určitých okolností se cena za nabytí cenných papírů menšinových akcionářů společnosti, na kterou se vztahuje tato směrnice, nabízená v rámci povinné nabídky převzetí a určená na základě objektivní metody stanovené v čl. 5 odst. 4 prvním pododstavci této směrnice, může ukázat jako nikoliv „spravedlivá“ a bude vyžadovat změnu.

36 Z toho plyne, že zohlednění kontextu, do něhož čl. 15 odst. 5 směrnice 2004/25 spadá, svědčí ve prospěch výkladu tohoto ustanovení v tom smyslu, že domněnka, kterou stanoví, může být za určitých okolností vyvrácena.

37 Je totiž možné, že okolnosti, které by v souladu s možností přiznanou členským státům v čl. 5 odst. 4 druhém pododstavci uvedené směrnice mohly odůvodnit změnu ceny povinné nabídky převzetí směrem nahoru nebo dolů, nebyly jejich dozorčím orgánům za účelem provedení takové změny oznámeny nebo se objevily až po uplynutí doby platnosti této nabídky, kdy již taková změna není možná.

38 Mimoto, pokud členský stát tuto možnost nevyužije, nebude možné cenu navrženou v rámci povinné nabídky převzetí změnit, i kdyby existovaly takové okolnosti, jako jsou okolnosti uvedené v daném ustanovení, které by mohly změnu této ceny odůvodnit. V takovém případě může pouze vyvrácení domněnky zavedené v čl. 15 odst. 5 třetím pododstavci směrnice 2004/25 zajistit, aby cena nabízená v rámci realizace práva na výkup cenných papírů od jejich držitelů nebo jejich odkupu na žádost menšinového akcionáře byla „spravedlivá“, jak vyžadují články 15 a 16 této směrnice.

39 Mimoto by bylo paradoxní připustit, že zatímco směrnice 2004/25 přiznává možnost změny ceny nabídnuté v rámci povinné nabídky převzetí, tedy nabídky, kterou se každý akcionář může v konečném důsledku rozhodnout nepřijmout, je-li akcionář v rámci realizace práva na výkup cenných papírů od jejich držitelů povinen své akcie prodat nebo je-li majoritní akcionář povinen akcie odkoupit na žádost menšinového akcionáře, neexistuje jakákoliv možnost kupní cenu změnit vyvrácením domněnky stanovené v čl. 15 odst. 5 třetím pododstavci této směrnice.

40 Také zohlednění účelu sledovaného směrnicí 2004/25 hovoří ve prospěch vyvratitelnosti dané domněnky.

41 Jak totiž vyplývá z bodů 1 až 3 a 9 odůvodnění směrnice 2004/25, je jejím cílem ochrana zájmů držitelů cenných papírů společností, které byly ovládnuty fyzickou nebo právnickou osobou, a v této souvislosti je jejím účelem dosažení srozumitelnosti a transparentnosti pravidel veřejných nabídek převzetí (rozsudek ze dne 20. července 2017, Marco Tronchetti Provera a další, C-206/16, EU:C:2017:572, bod 24).

42 Mimoto mezi zásady, které musí být dodržovány při uplatňování směrnice 2004/25 a jež jsou uvedeny v jejím čl. 3 odst. 1 a kvalifikovány jako „obecné zásady“, patří zásada, podle které musí být držitelé cenných papírů chráněni v případě, že určitá osoba ovládne společnost (v tomto smyslu viz rozsudek ze dne 20. července 2017, Marco Tronchetti Provera a další, C-206/16, EU:C:2017:572, bod 26).

43 Bylo by přitom v rozporu s tímto cílem ochrany držitelů cenných papírů připustit, aby tito držitelé byli v rámci realizace práva na výkup nuceni odprodat své cenné papíry osobě, která získala kontrolu nad dotyčnou společností, za cenu nabízenou v povinné nabídce převzetí, aniž by mohli zpochybnit spravedlivost této ceny, a to i přesto, že směrnice 2004/25 v čl. 5 odst. 4 druhém pododstavci připouští, že za určitých okolností může být nezbytné tuto cenu změnit tak, aby byla zajištěna její spravedlivá povaha.

44 Pokud jde o okolnosti, za kterých lze domněnku zavedenou v čl. 15 odst. 5 třetím pododstavci směrnice 2004/25 považovat za vyvrácenou, je třeba vzít v úvahu, jak v podstatě uvedl generální advokát v bodě 82 svého stanoviska, to, že tato směrnice spojuje cenu stanovenou v povinné nabídce převzetí s cenou, za kterou musí být odkoupeny zbývající cenné papíry, na které bylo uplatněno právo na výkup nebo o jejichž odkoupení požádali menšinoví akcionáři.

45 Jak bylo uvedeno v bodě 34 tohoto rozsudku, čl. 5 odst. 4 druhý pododstavec směrnice 2004/25 přiznává členským státům možnost, aby za předpokladu, že jsou dodrženy zásady uvedené v jejím čl. 3 odst. 1, mohli zmocnit své dozorčí orgány, aby za jasně určených okolností a v souladu s jasně určenými kritérii, příkladmě uvedenými v tomto prvně uvedeném ustanovení, prováděly úpravy cen povinných nabídek převzetí. Tato možnost však nebrání členským státům, aby v právní úpravě, kterou přijmou za účelem provedení tohoto ustanovení, využily abstraktních právních pojmů (v tomto smyslu viz rozsudek ze dne 20. července 2017, Marco Tronchetti Provera a další, C-206/16, EU:C:2017:572, body 37 až 42)

46 Pokud členský stát využil uvedené možnosti a určil okolnosti, za nichž může být úprava ceny povinné nabídky převzetí provedena, je třeba mít za to, že tyto okolnosti mohou, je-li prokázáno, že nastaly, odůvodnit vyvrácení domněnky zavedené v čl. 15 odst. 5 třetím pododstavci směrnice 2004/25 za podmínky, že nebyly oznámeny dozorčímu orgánu tohoto členského státu nebo se objevily až po uplynutí doby platnosti této nabídky, kdy již taková změna není možná.

47 Kromě toho v případě, že dotyčný členský stát nevyužil možnosti, kterou mu přiznává čl. 5 odst. 4 druhý pododstavec směrnice 2004/25, je třeba konstatovat, že příklady okolností, které mohou odůvodnit změnu ceny v rámci povinné nabídky převzetí, jakož i kritéria stanovená tímto ustanovením, která mají být za takových okolností použita, mohou rovněž odůvodnit vyvrácení domněnky stanovené v čl. 15 odst. 5 třetím pododstavci uvedené směrnice.

48 S ohledem na všechny předcházející úvahy je třeba na položené otázky odpovědět tak, že čl. 15 odst. 5 třetí pododstavec směrnice 2004/25 musí být vykládán v tom smyslu, že domněnka, kterou toto ustanovení zavádí a podle níž je protiplnění za povinnou nabídku převzetí cenných papírů společnosti spravedlivé, musí být považována za domněnku, kterou lze vyvrátit za takových okolností, jako jsou okolnosti stanovené v čl. 5 odst. 4 druhém pododstavci této směrnice nebo definované dotyčným členským státem na základě tohoto ustanovení, za podmínky, že nebyly oznámeny dozorčímu orgánu tohoto členského státu za účelem změny ceny předchozí povinné nabídky převzetí nebo se objevily až po uplynutí doby platnosti této nabídky, kdy již taková změna není možná.

K nákladům řízení

49 Vzhledem k tomu, že řízení má, pokud jde o účastníky původního řízení, povahu incidenčního řízení ve vztahu ke sporu probíhajícímu před předkládajícím soudem, je k rozhodnutí o nákladech řízení příslušný uvedený soud. Výdaje vzniklé předložením jiných vyjádření Soudnímu dvoru než vyjádření uvedených účastníků řízení se nenahrazují.

Z těchto důvodů Soudní dvůr (pátý senát) rozhodl takto:

Článek 15 odst. 5 třetí pododstavec směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/25/ES ze dne 21. dubna 2004 o nabídkách převzetí

musí vykládán v tom smyslu, že

domněnka, kterou toto ustanovení zavádí a podle níž je protiplnění za povinnou nabídku převzetí cenných papírů společnosti spravedlivé, musí být považována za domněnku, kterou lze vyvrátit za takových okolností, jako jsou okolnosti stanovené v čl. 5 odst. 4 druhém pododstavci této směrnice nebo definované dotyčným členským státem na základě tohoto ustanovení, za podmínky, že nebyly oznámeny dozorčímu orgánu tohoto členského státu za účelem změny ceny předchozí povinné nabídky převzetí nebo se objevily až po uplynutí doby platnosti této nabídky, kdy již taková změna není možná.

Podpisy