Recopilación de la Jurisprudencia

SENTENCIA DEL TRIBUNAL DE JUSTICIA (Sala Quinta)

de 27 de noviembre de 2025*

«Procedimiento prejudicial — Derecho de sociedades — Directiva 2004/25/CE — Oferta pública de adquisición obligatoria — Venta forzosa por los titulares de valores — Protección de los accionistas minoritarios — Artículo 15, apartado 5, párrafo tercero — Contraprestación de la oferta que se considera justa — Presunción refutable»

En el asunto C-567/24,

que tiene por objeto una petición de decisión prejudicial planteada, con arreglo al artículo 267 TFUE, por el Okrožno sodišče v Ljubljani (Tribunal Comarcal de Liubliana, Eslovenia), mediante resolución de 6 de junio de 2024, recibida en el Tribunal de Justicia el 21 de agosto de 2024, en el procedimiento entre

YO

y

SVEMA TRADE d.o.o.,

con intervención de:

Accionistas minoritarios de la sociedad HRAM Holding d.d.,

EL TRIBUNAL DE JUSTICIA (Sala Quinta),

integrado por la Sra. M. L. Arastey Sahún, Presidenta de Sala, y los Sres. J. Passer, E. Regan, D. Gratsias (Ponente) y B. Smulders, Jueces;

Abogado General: Sr. M. Campos Sánchez-Bordona;

Secretario: Sr. A. Calot Escobar;

habiendo considerado los escritos obrantes en autos;

consideradas las observaciones presentadas:

– en nombre del Gobierno italiano, por el Sr. S. Fiorentino, en calidad de agente, asistido por el Sr. I. Fresu, procuratore dello Stato;

* Lengua de procedimiento: esloveno.

– en nombre del Gobierno finlandés, por la Sra. A. Laine, en calidad de agente;

– en nombre de la Comisión Europea, por la Sra. G. Goddin, el Sr. G. Meeßen y la Sra. B. Rous Demiri, en calidad de agentes;

oídas las conclusiones del Abogado General, presentadas en audiencia pública el 3 de julio de 2025;

dicta la siguiente

Sentencia

1 La petición de decisión prejudicial tiene por objeto la interpretación del artículo 15, apartado 5, párrafo tercero, de la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición (DO 2004, L 142, p. 12).

2 Esta petición se ha presentado en el contexto de un litigio entre YO y SVEMA TRADE d.o.o. (en lo sucesivo, «SVEMA») en relación con la fijación de la compensación económica que debe abonarse a los accionistas minoritarios de la sociedad HRAM Holding d.d. por la venta de sus valores en el marco de una oferta pública de adquisición obligatoria.

Marco jurídico

Derecho de la Unión

3 Los considerandos 1 a 3 y 9 de la Directiva 2004/25 disponen:

«(1) Conforme a la letra g) del apartado 2 del artículo 44 [CE], es preciso coordinar, haciéndolas equivalentes en toda la Comunidad, determinadas garantías que los Estados miembros exigen a las sociedades sujetas al Derecho de un Estado miembro y cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado regulado de un Estado miembro, a fin de proteger los intereses tanto de los socios como de terceros.

(2) Es necesario proteger los intereses de los titulares de valores de sociedades que estén sujetas al Derecho de un Estado miembro cuando estas sean objeto de una oferta pública de adquisición o de un cambio de control y al menos parte de sus valores estén admitidos a negociación en un mercado regulado en un Estado miembro.

(3) Debe haber claridad y transparencia a escala de la Comunidad en relación con las cuestiones jurídicas que han de resolverse en caso de ofertas públicas de adquisición e impedir que los planes de reestructuración de sociedades en la Comunidad se vean falseados por diferencias arbitrarias en las culturas de administración y gestión.

[…]

(9) Los Estados miembros deben tomar las medidas oportunas para proteger a los titulares de valores y, en especial, los que posean participaciones minoritarias, en caso de cambio del control de su sociedad. Es preciso que dicha protección se garantice mediante la imposición a todo comprador que haya adquirido el control de una sociedad de la obligación de presentar una oferta que proponga a todos los titulares de valores adquirir la totalidad de sus títulos a un precio equitativo que sea objeto de definición común. Los Estados miembros deben poder establecer medios suplementarios para la protección de los intereses de los titulares de valores, tales como la obligación de presentar una oferta parcial cuando el oferente no adquiera el control de la sociedad o la obligación de presentar una oferta simultáneamente a la adquisición del control de la sociedad.»

4 A tenor de su artículo 1, apartado 1, esta Directiva contempla medidas de coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas, los códigos de prácticas u otros instrumentos de los Estados miembros, incluidos los establecidos por organismos oficialmente habilitados para regular los mercados, relativos a las ofertas públicas de adquisición de valores de una sociedad sujeta al Derecho de un Estado miembro, cuando todos o parte de dichos valores estén admitidos a negociación en un mercado regulado a efectos de la Directiva 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables (DO 1993, L 141, p. 27), en uno o varios Estados miembros.

5 El artículo 2 de la Directiva 2004/25, con la rúbrica «Definiciones», dispone, en su apartado 1, lo siguiente:

«A efectos de la presente Directiva se entenderá por:

a) “oferta pública de adquisición” u “oferta”: oferta pública, ya sea voluntaria u obligatoria, dirigida a los titulares de valores de una sociedad (con excepción de las ofertas realizadas por la propia sociedad afectada) con vistas a adquirir la totalidad o parte de dichos valores, siempre y cuando tenga por objetivo o sea consecuencia de la toma de control de la sociedad afectada conforme al Derecho nacional;

b) “sociedad afectada”: la sociedad cuyos valores sean objeto de una oferta;

c) “oferente”: toda persona física o jurídica, de Derecho público o privado, que presente una oferta;

d) “personas que actúen de concierto”: las personas físicas o jurídicas que colaboren con el oferente o con la sociedad afectada en virtud de un acuerdo, ya sea expreso o tácito, verbal o escrito, con el fin, bien de obtener el control de la compañía afectada o bien de impedir el éxito de la oferta;

e) “valores”: los valores mobiliarios que confieran derechos de voto en una sociedad;

[…]».

6 El artículo 3 de dicha Directiva, titulado «Principios generales», dispone, en su apartado 1:

«A efectos de la aplicación de la presente Directiva, los Estados miembros velarán por que se respeten los principios siguientes:

a) todos los titulares de valores de una sociedad afectada de la misma clase deberán recibir un trato equivalente; en particular, cuando una persona adquiera el control de una sociedad, deberá protegerse a los demás titulares de valores;

[…]

d) no deberán crearse falsos mercados de los valores de la sociedad afectada, de la sociedad oferente o de cualquier otra sociedad interesada por la oferta de forma tales que el alza o baja de las cotizaciones de los valores se torne artificial y se falsee el normal funcionamiento de los mercados;

e) un oferente únicamente deberá anunciar una oferta una vez se asegure de que pueda hacer frente íntegramente, en su caso, a cualquier oferta de contraprestación en efectivo y previa adopción de todas las medidas razonables para garantizar el cumplimiento de cualquier otro tipo de contraprestación;

[…]».

7 El artículo 4 de la mencionada Directiva, titulado «Autoridad supervisora y derecho aplicable», establece en su apartado 1:

«Los Estados miembros designarán a la autoridad o autoridades competentes para la supervisión de las ofertas que se rijan por las normas adoptadas o introducidas en virtud de la presente Directiva. Las autoridades así designadas deberán ser bien autoridades públicas o bien asociaciones u organismos privados reconocidos por la legislación nacional o por las autoridades públicas expresamente facultadas a tal fin por la legislación nacional. Los Estados miembros informarán a la Comisión [Europea] de dichas designaciones, especificando todo posible reparto de funciones. Los Estados miembros velarán por que esas autoridades desempeñen sus funciones de forma imparcial e independiente de todas las partes de la oferta.»

8 El artículo 5 de la misma Directiva, que lleva por epígrafe «Protección de los accionistas minoritarios, oferta obligatoria y precio equitativo», dispone en sus apartados 1, 3 y 4:

«1. Cuando una persona física o jurídica, de resultas de una adquisición por su parte o por la de personas que actúen de concierto con ella, venga en posesión de valores de una sociedad a efectos del apartado 1 del artículo 1 tales que, sumados, en su caso, a los que ya poseyera y a los de las personas que actúen de concierto con ella, le confieran directa o indirectamente un determinado porcentaje de derechos de voto en dicha sociedad y le brinden así el control de la misma, los Estados miembros velarán por que dicha persona esté obligada a presentar una oferta a fin de proteger a los accionistas minoritarios de la sociedad. Dicha oferta se dirigirá cuanto antes a todos los titulares de valores y se realizará por la totalidad de sus valores al precio equitativo que se define en el apartado 4.

[…]

3. El porcentaje de derechos de voto que confiera el control de la sociedad a efectos de lo dispuesto en el apartado 1, así como su método de cálculo, se determinarán por las normas del Estado miembro en el que la sociedad tenga su domicilio social.

4. Se considerará precio equitativo el precio más elevado que haya abonado por los mismos valores el oferente o personas que actúen de concierto con el mismo durante un período que determinarán los Estados miembros y que no podrá ser inferior a seis meses ni superior a doce, antes de la oferta contemplada en el apartado 1. Si el oferente o personas que actúen de concierto con el mismo compran valores a un precio superior al de la oferta después de que esta se haya hecho pública y antes del cierre del plazo de aceptación, el oferente deberá incrementar el precio de su oferta hasta alcanzar como mínimo el precio más alto pagado por los valores adquiridos de esta forma.

Siempre y cuando se respeten los principios generales a que se refiere el apartado 1 del artículo 3, los Estados miembros podrán autorizar a las autoridades supervisoras a modificar el precio contemplado en el primer párrafo en circunstancias y según criterios claramente determinados. A tal fin, los Estados miembros podrán elaborar una lista de circunstancias en las que el precio podrá modificarse al alza o a la baja, tales como, por ejemplo, en caso de que el precio más elevado se haya fijado por acuerdo entre el comprador y un vendedor, de que los precios del mercado de valores en cuestión se hayan manipulado, de que los precios de mercado en general o de determinados precios en particular se hayan visto afectados por acontecimientos excepcionales o a fin de permitir el saneamiento de una empresa en crisis. Los Estados miembros podrán también definir los criterios que deberán utilizarse en estos casos, tales como, por ejemplo, el valor medio del mercado en un determinado período, el valor de liquidación de la sociedad u otros criterios de evaluación objetivos generalmente utilizados en el análisis financiero.

Toda decisión de las autoridades de modificar el precio equitativo deberá ser motivada y pública.»

9 El artículo 15 de la Directiva 2004/25, titulado «Venta forzosa», tiene el siguiente tenor:

«1. Los Estados miembros velarán por que, tras una oferta dirigida a todos los titulares de valores de la sociedad afectada y referente a la totalidad de sus valores, se apliquen las disposiciones contempladas en los apartados 2 a 5.

2. Los Estados miembros velarán por que un oferente pueda exigir a los restantes titulares de valores que le vendan dichos valores a un precio justo. Los Estados miembros establecerán este derecho en una de las situaciones siguientes:

a) cuando el oferente posea valores que representen al menos el 90 % del capital que confiere derechos de voto y el 90 % de los derechos de voto de la sociedad afectada,

o

b) cuando haya adquirido o se haya comprometido en firme a adquirir, en virtud de la aceptación de su oferta, valores que representen al menos el 90 % del capital social de la sociedad afectada que confiera derechos de voto y el 90 % de los derechos de voto incluidos en la oferta.

En el caso contemplado en la letra a), los Estados miembros podrán fijar un umbral más elevado que, no obstante, no podrá ser superior al 95 % del capital que confiera derechos de voto y al 95 % de los derechos de voto.

3. Los Estados miembros establecerán normas que permitan calcular cuándo se alcanza el umbral.

Cuando la sociedad afectada posea varias clases de valores, los Estados miembros podrán establecer que la venta forzosa pueda reclamarse solamente en la clase en la que se haya alcanzado el umbral fijado en el apartado 2.

4. El oferente podrá reclamar la venta forzosa en un plazo de tres meses tras el final del plazo de aceptación de la oferta a que se refiere el artículo 7.

5. Los Estados miembros velarán por que se garantice un precio justo. Dicho precio deberá adoptar la misma forma que la contraprestación de la oferta o realizarse en efectivo. Los Estados miembros podrán determinar que el efectivo se ofrezca al menos como alternativa.

En caso de oferta voluntaria, en los casos contemplados en las letras a) y b) del apartado 2, la contraprestación de la oferta se presumirá justa si el oferente ha adquirido, tras la aceptación de la oferta, valores que representen al menos el 90 % del capital que confiera derechos de voto objeto de la oferta.

Tras una oferta obligatoria, la contraprestación de dicha oferta se considerará justa.»

10 El artículo 16 de la misma Directiva, titulado «Compra forzosa», establece:

«1. Los Estados miembros velarán por que, tras una oferta dirigida a todos los titulares de valores de la sociedad afectada y referente a la totalidad de sus valores, se apliquen las disposiciones de los apartados 2 y 3.

2. Los Estados miembros velarán por que los titulares de valores que no hayan aceptado la oferta puedan exigir del oferente la compra de sus valores a un precio justo en las mismas condiciones que las contempladas en el apartado 2 del artículo 15.

3. Se aplicarán, *mutatis mutandis*, las disposiciones de los apartados 3 a 5 del artículo 15.»

Derecho esloveno

11 El artículo 68 de la Zakon o prevzemih (Ley sobre Adquisiciones Societarias), de 14 de julio de 2006 (*Uradni list RS*, n.º 79/06), en su versión aplicable al litigio principal (en lo sucesivo, «Ley de Adquisiciones»), establece:

«1. Para excluir a los accionistas minoritarios de una sociedad afectada de la que el adquirente haya obtenido como mínimo el 90 % de las acciones con derecho de voto tras acudir a una oferta pública de adquisición obligatoria o voluntaria, aceptada por los titulares de al menos el 90 % de las acciones con derecho de voto, se aplicarán las disposiciones previstas en la Ley de Sociedades de Capital sobre la exclusión de la sociedad de los accionistas minoritarios, salvo cuando se contemple otra cosa en el apartado 2 del presente artículo.

2. Si la junta general de accionistas de la sociedad afectada, a propuesta del adquirente, en su condición de accionista principal, en el plazo de tres meses desde el anuncio del resultado de la oferta pública de adquisición conforme a lo previsto en el apartado anterior, decide transmitir los títulos de los accionistas minoritarios al accionista principal, el adquirente, como

contraprestación, en lugar del importe en efectivo determinado con arreglo a la Ley de Sociedades de Capital, propondrá una contraprestación del tipo y por el importe que se especifique en la oferta pública de adquisición.»

Litigio principal y cuestiones prejudiciales

12 YO es un accionista minoritario de HRAM Holding, cuyas acciones cotizan en la Bolsa de Eslovenia.

13 SVEMA, inicialmente titular del 19,77 % de las acciones de HRAM Holding, se convirtió en accionista mayoritario a raíz de la adquisición, el 30 de septiembre de 2021, de una participación adicional del 67,56 % de las acciones de esta. Dado que, de ese modo, su participación en el capital de HRAM Holding había superado el umbral de control establecido en la normativa eslovena, SVEMA fue autorizada por la Autoridad de Supervisión de Valores de Eslovenia a lanzar una oferta pública de adquisición obligatoria, cosa que hizo el 27 de octubre de 2021. A raíz de esta oferta, SVEMA se convirtió en titular del 90,51 % de las acciones de HRAM Holding.

14 Puesto que dicha oferta resultó exitosa, en el sentido del artículo 68 de la Ley de Adquisiciones, la Asamblea General de HRAM Holding adoptó, en los tres meses siguientes a dicha adquisición, a propuesta de SVEMA, una resolución dirigida a que los accionistas minoritarios de HRAM Holding vendieran sus acciones a SVEMA, a cambio de una compensación económica del mismo importe que la fijada, para cada acción, en la oferta pública de adquisición lanzada por SVEMA.

15 El Okrožno sodišče v Ljubljani (Tribunal Comarcal de Liubliana, Eslovenia), que es el órgano jurisdiccional remitente, conoce de un recurso interpuesto por YO con objeto de que se determine judicialmente la compensación económica adecuada que SVEMA debe abonar a los accionistas minoritarios de HRAM Holding por la compra forzosa de sus acciones.

16 Mediante resolución de 27 de enero de 2023, se nombró a un representante común de los accionistas minoritarios de HRAM Holding a efectos del procedimiento incoado ante el órgano jurisdiccional remitente. Este representante suscribe las alegaciones formuladas por YO en su recurso.

17 El órgano jurisdiccional remitente se pregunta sobre la interpretación del artículo 15, apartado 5, párrafo tercero, de la Directiva 2004/25, a efectos de interpretar el artículo 68 de la Ley de Adquisiciones, que transpuso dicha Directiva al ordenamiento jurídico esloveno. En particular, se pregunta si la presunción establecida en el artículo 15, apartado 5, párrafo tercero, de la mencionada Directiva debe considerarse relativa o absoluta. Según el órgano jurisdiccional remitente, el mero tenor de esta disposición no permite responder a esta cuestión, habida cuenta de las divergencias existentes entre las diferentes versiones lingüísticas de esta.

18 En estas circunstancias, el Okrožno sodišče v Ljubljani (Tribunal Comarcal de Liubliana) decidió suspender el procedimiento y plantear al Tribunal de Justicia las siguientes cuestiones prejudiciales:

«1) ¿Debe interpretarse el artículo 15, apartado 5, párrafo tercero, de la Directiva [2004/25] en el sentido de que la presunción que establece se debe considerar absoluta o bien de que se debe considerar relativa?

2) En caso de que la presunción de justa contraprestación deba considerarse relativa, ¿tal carácter relativo es ilimitado o se circunscribe, eventualmente, a unas circunstancias específicas?»

Sobre las cuestiones prejudiciales

19 Mediante sus cuestiones prejudiciales, que procede examinar conjuntamente, el órgano jurisdiccional remitente pregunta, en esencia, si el artículo 15, apartado 5, párrafo tercero, de la Directiva 2004/25 debe interpretarse en el sentido de que la presunción que establece, según la cual la contraprestación de una oferta pública de adquisición obligatoria de los valores de una sociedad es justa, debe considerarse una presunción refutable y, en caso de ser así, en qué circunstancias debe considerarse que dicha presunción ha quedado desvirtuada.

20 Con arreglo al artículo 15, apartados 1 y 2, de la Directiva 2004/25, los Estados miembros deben velar por que, tras una oferta de adquisición dirigida a todos los titulares de valores de la sociedad afectada y referente a la totalidad de sus valores, un oferente pueda, bajo determinadas condiciones, exigir a los restantes titulares de valores que le vendan esos valores a un precio justo. A este respecto, el artículo 15, apartado 5, párrafo tercero, de dicha Directiva establece que tras una oferta pública de adquisición obligatoria en el sentido del artículo 5, apartado 1, de dicha Directiva, «la contraprestación de dicha oferta se considerará justa».

21 Si bien el artículo 15, apartado 5, de la Directiva 2004/25 hace referencia expresamente a la existencia de una presunción, no precisa, en cambio, si esta es refutable o irrefutable.

22 Algunas versiones lingüísticas de este apartado, como las versiones en lengua griega, inglesa, francesa o portuguesa, hacen referencia a una presunción sin determinar su naturaleza. En cambio, otras versiones lingüísticas del mismo apartado, en particular las versiones en lengua española, alemana e italiana o, como indica el órgano jurisdiccional remitente, en lengua eslovena, utilizan un verbo que sugiere que la presunción que establece es irrefutable.

23 Según reiterada jurisprudencia, la formulación utilizada en una de las versiones lingüísticas de una disposición del Derecho de la Unión no puede constituir la única base para la interpretación de dicha disposición ni se le puede reconocer carácter prioritario frente a otras versiones lingüísticas. Las disposiciones de Derecho de la Unión deben, en efecto, ser interpretadas y aplicadas de modo uniforme, a la luz de las versiones en todas las lenguas de la Unión Europea. Así, en caso de divergencia entre las diversas versiones lingüísticas de una disposición del Derecho de la Unión, la disposición de que se trate debe interpretarse en función de la estructura general y de la finalidad de la normativa en que se integra (sentencias de 27 de octubre de 1977, Bouchereau, 30/77, EU:C:1977:172, apartado 14, y de 30 de abril de 2025, Celní jednatelství Zelinka, C-330/24, EU:C:2025:296, apartado 19 y jurisprudencia citada).

24 Por consiguiente, para responder a las cuestiones prejudiciales planteadas, procede interpretar el artículo 15, apartado 5, párrafo tercero, de la Directiva 2004/25 a la luz de la estructura general y la finalidad de esta Directiva.

25 Por lo que respecta a la estructura general de la Directiva 2004/25, procede señalar que en el supuesto de que una persona física o jurídica adquiera el control de una sociedad comprendida en el ámbito de aplicación de dicha Directiva, esta prevé un procedimiento en dos fases que puede dar lugar a la adquisición, por esa persona, de la totalidad de las acciones de esa sociedad.

26 En primer lugar, el artículo 5, apartado 1, de la Directiva 2004/25 establece el principio de la oferta de adquisición obligatoria de los valores de una sociedad determinada. Dispone así que cuando una persona física o jurídica venga en posesión de valores que le brinden el control de una sociedad comprendida en el ámbito de aplicación de dicha Directiva, los Estados miembros velarán por que esa persona esté obligada a presentar una oferta a fin de proteger a los accionistas minoritarios de la sociedad, oferta que se realizará por la totalidad de los valores de estos accionistas al «precio equitativo» que se define en el artículo 5, apartado 4, de la citada Directiva [véanse, en este sentido, las sentencias de 20 de julio de 2017, Marco Tronchetti Provera y otros, C-206/16, EU:C:2017:572, apartado 29, y de 10 de diciembre de 2020, Euromin Holdings (Cyprus), C-735/19, EU:C:2020:1014, apartado 43].

27 En segundo lugar, por lo que respecta a los titulares de valores de la sociedad objeto de una oferta pública de adquisición que no hayan aceptado dicha oferta, el artículo 15, apartado 2, de la Directiva 2004/25 prevé, bajo determinadas condiciones, la posibilidad de que el oferente obtenga de esos titulares una «venta forzosa», exigiéndoles que le vendan sus valores. El artículo 16, apartado 2, de esta Directiva establece, por otra parte, el derecho correspondiente de cada titular de los valores de la sociedad afectada que no hayan aceptado la oferta a exigir del oferente la compra de sus valores.

28 Como ya se ha señalado en el apartado 26 de la presente sentencia, el artículo 5, apartado 1, de la Directiva 2004/25 establece que el precio ofrecido a los accionistas minoritarios, en el marco de una oferta pública de adquisición obligatoria de sus acciones, debe ser «equitativo». Por su parte, los artículos 15, apartado 2, y 16, apartado 2, de dicha Directiva establecen, respectivamente, que la venta forzosa por parte de los restantes titulares de los valores de una sociedad comprendida en el ámbito de aplicación de dicha Directiva o la compra forzosa de esos valores deben efectuarse «a un precio justo».

29 A este respecto, como señaló el Abogado General, en esencia, en el punto 51 de sus conclusiones, carece de importancia que, en algunas versiones lingüísticas de la Directiva 2004/25, el adjetivo utilizado para calificar el «precio» a que se refiere el artículo 5, apartados 1 y 4, de dicha Directiva sea diferente del empleado para calificar el precio a que se refieren los artículos 15, apartados 2 y 5, y 16, apartado 2, de dicha Directiva.

30 En efecto, en otras versiones lingüísticas de la Directiva 2004/25, estas disposiciones emplean el mismo adjetivo para calificar dicho «precio», e incluso cuando no es así, los dos adjetivos calificativos empleados son sinónimos, como, por ejemplo, en la versión en lengua francesa de dichas disposiciones, que emplea los adjetivos «équitable» (equitativo) y «juste» (justo).

31 Por lo que respecta a la determinación del precio «justo» o «equitativo», que se abona como contraprestación de la adquisición de los valores pertenecientes a los accionistas minoritarios de una sociedad, la Directiva 2004/25 opta, con carácter principal, por un método objetivo.

32 Así, el artículo 5, apartado 4, párrafo primero, de la Directiva 2004/25 establece, con carácter principal, que se considerará precio equitativo el precio más elevado que hayan abonado por los mismos valores el oferente o las personas que actúen de concierto con él, durante un período que determinarán los Estados miembros y que no podrá ser inferior a seis meses ni superior a doce, antes de la oferta contemplada en el artículo 5, apartado 1, de dicha Directiva [véanse, en este sentido, las sentencias de 20 de julio de 2017, Marco Tronchetti Provera y otros, C-206/16, EU:C:2017:572, apartado 30, y de 10 de diciembre de 2020, Euromin Holdings (Cyprus), C-735/19, EU:C:2020:1014, apartado 44].

33 Se presume asimismo que el precio equitativo así calculado es un precio justo en el sentido del artículo 15, apartado 5, párrafo tercero, de la Directiva 2004/25, relativo a la venta forzosa por parte de los titulares de acciones, al que también se remite el artículo 16, apartado 3, de dicha Directiva, que versa sobre la compra forzosa de acciones.

34 No obstante, el artículo 5, apartado 4, párrafo segundo, de la Directiva 2004/25 dispone que, siempre y cuando se respeten los principios a que se refiere el artículo 3, apartado 1, de dicha Directiva, los Estados miembros pueden autorizar a las autoridades supervisoras, contempladas en el artículo 4 de esta Directiva, a modificar el precio previsto en el artículo 5, apartado 4, párrafo primero, de la misma Directiva en circunstancias y según criterios claramente determinados, y que, a tal fin, los Estados miembros pueden, por una parte, elaborar una lista de circunstancias en las que dicho precio podrá modificarse al alza o a la baja y, por otra parte, definir los criterios que deben utilizarse en los casos enunciados a modo de ejemplo en dicho párrafo segundo [véanse, en este sentido, las sentencias de 20 de julio de 2017, Marco Tronchetti Provera y otros, C-206/16, EU:C:2017:572, apartado 31, y de 10 de diciembre de 2020, Euromin Holdings (Cyprus), C-735/19, EU:C:2020:1014, apartado 45].

35 Así pues, la Directiva 2004/25 reconoce que, en determinadas circunstancias, un precio de adquisición de los valores de los accionistas minoritarios de una sociedad comprendida en su ámbito de aplicación, propuesto en el marco de una oferta pública de adquisición obligatoria y calculado sobre la base del método objetivo establecido en el artículo 5, apartado 4, párrafo primero, de esta, puede no ser «equitativo» o «justo» y requerir una modificación.

36 De ello se sigue que la consideración del contexto en el que se inscribe el artículo 15, apartado 5, de la Directiva 2004/25 aboga en favor de una interpretación de esta disposición en el sentido de que la presunción que establece puede, en determinadas circunstancias, ser desvirtuada.

37 En efecto, es posible que circunstancias que hubieran podido justificar, de conformidad con la facultad reconocida a los Estados miembros en el artículo 5, apartado 4, párrafo segundo, de dicha Directiva, la modificación por las autoridades supervisoras, al alza o a la baja, del precio de una oferta pública de adquisición obligatoria no hayan sido puestas en conocimiento de dichas autoridades con el fin de proceder a tal modificación, o que no se pongan de manifiesto hasta después del cierre de dicha oferta, cuando tal modificación ya no es posible.

38 Además, si un Estado miembro no ejerce esta facultad, no será posible modificar el precio propuesto en una oferta pública de adquisición obligatoria, aun cuando existan circunstancias, como las contempladas en dicha disposición, que puedan justificar una modificación de ese precio. En ese caso, lo único que puede garantizar que el precio de la oferta, en el marco de una venta forzosa por parte de los titulares de valores o de una compra forzosa de valores, sea «justo», como exigen los artículos 15 y 16 de dicha Directiva, es la desvirtuación de la presunción establecida en el artículo 15, apartado 5, párrafo tercero, de la Directiva 2004/25.

39 Además, sería paradójico admitir que, mientras que la Directiva 2004/25 reconoce la posibilidad de modificar el precio propuesto en el marco de una oferta pública de adquisición obligatoria, oferta que cada accionista puede, en definitiva, rechazar, cuando el accionista está obligado a vender sus acciones, en caso de venta forzosa por parte de los titulares de valores, o cuando el accionista mayoritario está obligado a comprar acciones, en el marco de una compra forzosa, no exista ninguna posibilidad de modificar el precio de compra desvirtuando la presunción establecida en el artículo 15, apartado 5, párrafo tercero, de dicha Directiva.

40 La consideración de la finalidad perseguida por la Directiva 2004/25 aboga también en favor del carácter refutable de esta presunción.

41 En efecto, como resulta de los considerandos 1 a 3 y 9 de la Directiva 2004/25, esta tiene por objeto proteger los intereses de los titulares de valores de las sociedades cuyo control haya sido adquirido por una persona física o jurídica y, en esta perspectiva, garantizar la claridad y la transparencia de las normas en materia de ofertas públicas de adquisición (sentencia de 20 de julio de 2017, Marco Tronchetti Provera y otros, C-206/16, EU:C:2017:572, apartado 24).

42 Además, entre los principios que deben respetarse al aplicar la Directiva 2004/25, enunciados en el artículo 3, apartado 1, de esta y calificados de «principios generales» por esta disposición, figura el principio según el cual cuando una persona adquiera el control de una sociedad, debe protegerse a los titulares de valores (véase, en este sentido, la sentencia de 20 de julio de 2017, Marco Tronchetti Provera y otros, C-206/16, EU:C:2017:572, apartado 26).

43 Pues bien, sería contrario a este objetivo de protección de los titulares de valores admitir que estos pudieran, en el marco de venta forzosa, verse obligados a vender sus valores a la persona que ha adquirido el control de la sociedad afectada al precio propuesto en una oferta pública de adquisición obligatoria, sin posibilidad de cuestionar el carácter justo de dicho precio, siendo así que la Directiva 2004/25 admite, en su artículo 5, apartado 4, párrafo segundo, que, en determinadas circunstancias, puede ser necesario modificar dicho precio para garantizar su carácter justo o equitativo.

44 Por lo que respecta a las circunstancias en las que puede considerarse que la presunción establecida en el artículo 15, apartado 5, párrafo tercero, de la Directiva 2004/25 ha quedado desvirtuada, procede tener en cuenta, como señaló, en esencia, el Abogado General en el punto 82 de sus conclusiones, la asociación que esta Directiva opera entre el precio previsto en la oferta pública de adquisición obligatoria y el precio al que deben comprarse los valores restantes sujetos a venta forzosa por parte de los titulares de los valores o a la compra forzosa de valores.

45 Como se ha señalado en el apartado 34 de la presente sentencia, el artículo 5, apartado 4, párrafo segundo, de la Directiva 2004/25 reconoce a los Estados miembros la facultad, siempre y cuando respeten los principios a que se refiere el artículo 3, apartado 1, de dicha Directiva, de autorizar a las autoridades supervisoras a modificar el precio de una oferta pública de adquisición obligatoria en circunstancias y según criterios claramente determinados, de los que el artículo 5, apartado 4, párrafo segundo, enumera algunos ejemplos. No obstante, esta facultad no impide a los Estados miembros recurrir, en la normativa que adopten para transponer esta última disposición, a conceptos jurídicos abstractos (véase, en este sentido, la sentencia de 20 de julio de 2017, Marco Tronchetti Provera y otros, C-206/16, EU:C:2017:572, apartados 37 a 42).

46 Cuando un Estado miembro ha ejercido dicha facultad y ha definido las circunstancias en las que el precio de una oferta pública de adquisición obligatoria puede modificarse, procede considerar que tales circunstancias, si quedan acreditadas, pueden justificar la desvirtuación de la presunción establecida en el artículo 15, apartado 5, párrafo tercero, de la Directiva 2004/25, siempre que no se hayan puesto en conocimiento de la autoridad supervisora de ese Estado miembro o que no se pongan de manifiesto hasta después del cierre de dicha oferta, cuando tal modificación ya no es posible.

47 Por otra parte, en el supuesto de que el Estado miembro de que se trate no haya hecho uso de la facultad que le reconoce el artículo 5, apartado 4, párrafo segundo, de la Directiva 2004/25, procede declarar que los ejemplos de circunstancias que pueden justificar la modificación del precio de una oferta pública de adquisición obligatoria y los criterios que deben utilizarse en tales circunstancias, que esta disposición proporciona, también pueden justificar la desvirtuación de la presunción establecida en el artículo 15, apartado 5, párrafo tercero, de dicha Directiva.

48 Habida cuenta de todas las consideraciones anteriores, procede responder a las cuestiones prejudiciales planteadas que el artículo 15, apartado 5, párrafo tercero, de la Directiva 2004/25 debe interpretarse en el sentido de que la presunción establecida en dicha disposición, según la cual la contraprestación de una oferta pública de adquisición obligatoria de los valores de una sociedad es justa, debe considerarse una presunción refutable que puede ser desvirtuada en circunstancias como las previstas en el artículo 5, apartado 4, párrafo segundo, de dicha Directiva o definidas por el Estado miembro de que se trate con arreglo a esta última disposición, siempre que tales circunstancias no hayan sido puestas en conocimiento de la autoridad supervisora de ese Estado miembro, con vistas a la modificación del precio de la oferta pública de adquisición obligatoria previa, o que no se pongan de manifiesto hasta después del cierre de dicha oferta, cuando tal modificación ya no es posible.

Costas

49 Dado que el procedimiento tiene, para las partes del litigio principal, el carácter de un incidente promovido ante el órgano jurisdiccional remitente, corresponde a este resolver sobre las costas. Los gastos efectuados por quienes, no siendo partes del litigio principal, han presentado observaciones ante el Tribunal de Justicia no pueden ser objeto de reembolso.

En virtud de todo lo expuesto, el Tribunal de Justicia (Sala Quinta) declara:

El artículo 15, apartado 5, párrafo tercero, de la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición,

debe interpretarse en el sentido de que

la presunción establecida en dicha disposición, según la cual la contraprestación de una oferta pública de adquisición obligatoria de los valores de una sociedad es justa, debe considerarse una presunción refutable que puede ser desvirtuada en circunstancias como las previstas en el artículo 5, apartado 4, párrafo segundo, de dicha Directiva o definidas por el Estado miembro de que se trate con arreglo a esta última disposición, siempre que tales circunstancias no hayan sido puestas en conocimiento de la autoridad supervisora de ese Estado miembro, con vistas a la modificación del precio de la oferta pública de adquisición obligatoria previa, o que no se pongan de manifiesto hasta después del cierre de dicha oferta, cuando tal modificación ya no es posible.

Firmas