Kohtulahendite kogumik

EUROOPA KOHTU OTSUS (viies koda)

27. november 2025*

Eelotsusetaotlus – Äriühinguõigus – Direktiiv 2004/25/EÜ – Kohustuslik ülevõtmispakkumine – Väärtpaberiomanike välistamisõigus – Vähemusaktsionäride kaitse – Artikli 15 lõike 5 kolmas lõik – Tasu eeldatava õiglase pakkumise eest – Ümberlükatav eeldus

Kohtuasjas C-567/24,

mille ese on ELTL artikli 267 alusel Okrožno sodišče v Ljubljani (Ljubljana regionaalne kohus, Sloveenia) 6. juuni 2024. aasta otsusega esitatud eelotsusetaotlus, mis saabus Euroopa Kohtusse 21. augustil 2024, menetluses

YO

versus

SVEMA TRADE d.o.o.,

menetluses osalesid:

äriühingu HRAM Holding d.d. vähemusaktsionärid,

EUROOPA KOHUS (viies koda),

koosseisus: koja president M. L. Arastey Sahún, kohtunikud J. Passer, E. Regan, D. Gratsias (ettekandja) ja B. Smulders,

kohtujurist: M. Campos Sánchez-Bordona,

kohtusekretär: A. Calot Escobar,

arvestades kirjalikku menetlust,

arvestades seisukohti, mille esitasid:

– Itaalia valitsus, esindaja: S. Fiorentino, keda abistas *procuratore dello Stato* I. Fresu,

– Soome valitsus, esindaja: A. Laine,

* Kohtumenetluse keel: sloveeni.

– Euroopa Komisjon, esindajad: G. Goddin, G. Meeßen ja B. Rous Demiri,

olles 3. juuli 2025. aasta kohtuistungil ära kuulanud kohtujuristi ettepaneku,

on teinud järgmise

otsuse

1 Eelotsusetaotlus puudutab Euroopa Parlamendi ja nõukogu 21. aprilli 2004. aasta direktiivi 2004/25/EÜ ülevõtmispakkumiste kohta (ELT 2004, L 142, lk 12; ELT eriväljaanne 17/02, lk 20) artikli 15 lõike 5 kolmanda lõigu tõlgendamist.

2 Taotlus on esitatud YO ja SVEMA TRADE d.o.o. (edaspidi „SVEMA“) vahelises kohtuvaidluses selle üle, kuidas määrata kindlaks äriühingu HRAM Holding d.d. vähemusaktsionäridele makstav rahaline hüvitis nende aktsiate müümise eest kohustusliku ülevõtmispakkumise raames.

Õiguslik raamistik

Liidu õigus

3 Direktiivi 2004/25 põhjendustes 1, 3 ja 9 on märgitud:

(1) [EÜ lepingu] artikli 44 lõike 2 punkti g kohaselt tuleb kooskõlastada teatavaid tagatisi, mis on ette nähtud liikmete ja kolmandate osapoolte huvide kaitsmiseks ja mida liikmesriigid nõuavad ettevõtetelt, kelle suhtes kohaldatakse liikmesriigi õigust ja kelle väärtpaberitega on lubatud kaubelda mõne liikmesriigi reguleeritud turul; eesmärgiga kehtestada võrdsed tagatised kogu ühenduses.

(2) Tuleb kaitsta liikmesriigi õiguse kohaldusalasse kuuluvate ettevõtete väärtpaberite omanike huvisid, kui nende ettevõtete suhtes on tehtud ülevõtmispakkumisi või toimub muutus kontrollis nende ettevõtete üle ja kui vähemalt osaga nende väärtpaberitest on mõnes liikmesriigis lubatud kaubelda reguleeritud turul.

(3) Ühenduse ulatuses tuleb tagada selgus ja avatus seoses õiguslike küsimustega, mis kerkivad esile ülevõtmispakkumiste korral, ning takistamaks, et juhtimis- ja halduskultuuride vahelised juhuslikud erinevused põhjustaksid kõrvalekaldeid ühenduse ettevõtete ümberstruktureerimise mudelites.

[…]

(9) Liikmesriigid peaksid võtma vajalikud meetmed väärtpaberite omanike ja eelkõige vähemusaktsiate omanike kaitsmiseks pärast seda, kui on toimunud muudatus ettevõtet kontrollivate isikute ringis. Liikmesriigid peaksid tagama sellise kaitse, kohustades ettevõtte üle kontrolli omandajat tegema pakkumise kõigile kõnealuse ettevõtte väärtpaberite omanikele kõigi neile kuuluvate väärtpaberite ostmiseks ühise määratluse kohase õiglase hinnaga. Liikmesriikidel peaks olema õigus kehtestada väärtpaberiomanike huvide kaitseks

muid meetmeid, näiteks kohustus teha osaline pakkumine, kui pakkumise tegija ei saa kontrolli ettevõtte üle või kohustus teha pakkumine ettevõttes kontrolli omandamisega samal ajal.“

4 Selle direktiivi artikli 1 lõike 1 kohaselt sätestatakse selle direktiiviga meetmed, mille abil kooskõlastatakse liikmesriikide õigus- ja haldusnormid, tegevusjuhised ja muud eeskirjad, sealhulgas selliste organisatsioonide kehtestatud eeskirjad, kellel on ametlik volitus turu reguleerimiseks, mis käsitlevad selliste ettevõtete väärtpaberite ülevõtmispakkumisi, kelle suhtes kohaldatakse liikmesriikide õigust, kusjuures kõigi kõnealuste väärtpaberitega või osaga nendest on lubatud kaubelda reguleeritud turul nõukogu 10. mai 1993. aasta direktiivi 93/22/EMÜ väärtpaberiturul pakutavate investeerimisteenuste kohta (EÜT 1993, L 141, lk 27; ELT eriväljaanne 06/02, lk 43)tähenduses ühes või mitmes liikmesriigis.

5 Direktiivi 2004/25 artikli 2 „Mõisted“ lõikes 1 on sätestatud:

„Käesolevas direktiivis kasutatakse järgmisi mõisteid:

a) *ülevõtmispakkumine* või *pakkumine* – ettevõtte väärtpaberite omanikele tehtud avalik pakkumine (v.a pakkumise objektiks oleva ettevõtte enda poolt) sooviga omandada kõik kõnealused väärtpaberid või osa nendest kas kohustuslikult või vabatahtlikult, kusjuures pakkumine tehakse vastavalt siseriiklikule õigusele kas pärast kontrolli omandamist pakkumise objektiks oleva ettevõtte üle või on see pakkumise eesmärgiks;

b) *pakkumise objektiks olev ettevõte* – ettevõte, kelle väärtpaberid on pakkumise objektiks;

c) *pakkumise tegija* – avaliku või eraõiguse alusel toimiv füüsiline või juriidiline isik, kes teeb pakkumise;

d) *kooskõlas tegutsevad isikud* – füüsilised või juriidilised isikud, kes teevad koostööd pakkumise tegija või pakkumise objektiks oleva ettevõttega kas otsese või vaikiva, suulise või kirjaliku kokkuleppe alusel, mille eesmärgiks on kas saavutada kontroll pakkumise objektiks oleva ettevõtte üle või nurjata pakkumise teostamine;

e) *väärtpaberid* – edasiantavad väärtpaberid, mis annavad hääleõiguse ettevõttes;

[…]“.

6 Direktiivi artikli 3 „Üldpõhimõtted“ lõikes 1 on ette nähtud:

„Käesoleva direktiivi rakendamiseks tagavad liikmesriigid, et järgitakse alljärgnevaid põhimõtteid:

a) pakkumise objektiks oleva ettevõtte sama liiki väärtpaberite kõiki omanikke tuleb kohelda võrdväärselt; lisaks tuleb kaitsta teisi väärtpaberite omanikke, kui isik omandab kontrolli ettevõtte üle.

[…]

d) pakkumise objektiks oleva ettevõtte, pakkumist esitava ettevõtte või mõne muu, pakkumise mõjupiirkonnas oleva ettevõtte väärtpaberiturul ei tohi tekkida moonutusi nii, et väärtpaberite kurss tõuseb või langeb kunstlikult ning turu normaalne funktsioneerimine on häiritud;

e) pakkumise tegija tohib pakkumise välja kuulutada alles siis, kui on tagatud, et ta on võimeline täielikult välja maksma kõik võimalikult pakutavad rahalised tasud, ning pärast seda, kui ta on võtnud kõik mõistlikud meetmed tagamaks kõigi muude hüvitiste maksmise;

[…]“.

7 Direktiivi artikli 4 „Järelevalveasutus ja kohaldatav õigus“ lõikes 1 on sätestatud:

„Liikmesriigid määravad asutuse või asutused, kes on pädevad teostama järelevalvet pakkumiste üle nende poolt käesoleva direktiivi kohaselt koostatavate või kehtestatavate eeskirjade tähenduses. Niiviisi määratud asutused on kas riigiasutused, ühendused või eraõiguslikud asutused, kes on tunnustatud siseriiklike õigusaktide alusel või riigiasutuste poolt, kes on siseriiklike õigusaktide alusel selleks selgesõnaliselt volitatud. Liikmesriigid teatavad [Euroopa K]omisjonile kõnealustest määramistest ja piiritlevad kõik võimalikud ülesannete jaotused. Nad tagavad, et kõnealused asutused täidavad oma ülesandeid erapooletult ja sõltumatult kõigist pakkumise osapooltest.“

8 Selle direktiivi artikli 5 „Vähemusaktsionäride kaitse, kohustuslik pakkumine ja õiglane hind“ lõiked 1, 3 ja 4 sätestavad:

„1. Kui füüsiline või juriidiline isik üksi või koos temaga kooskõlas tegutsevate isikutega on omandanud artikli 1 lõikes 1 nimetatud ettevõtte väärtpabereid, mis koos tema ja temaga kooskõlas tegutsevate isikute varasema osalusega annavad talle kõnealuses ettevõttes otseselt või kaudselt kindlaksmääratud hääleõiguste protsendi, mis tagab talle kontrolli kõnealuse ettevõtte üle, tagavad liikmesriigid, et sellisel isikul on kohustus teha pakkumine, mis on kõnealuse ettevõtte vähemusaktsionäre kaitsvaks meetmeks. Pakkumine tuleb võimalikult kiiresti saata kõigile asjaomaste väärtpaberite omanikele ja selles tuleb pakkuda nende kõigi väärtpaberite ostmist lõikes 4 nimetatud õiglase hinnaga.

[…]

3. Protsent hääleõigustest, mis annab kontrolli lõikes 1 määratletud tähenduses, ja selle protsendi arvutamismeetod määratakse kindlaks selle liikmesriigi seadusandlusega, kus ettevõte on registreeritud.

4. Õiglaseks hinnaks loetakse kõrgeimat hinda, mida pakkumise tegija või temaga kooskõlas tegutsevad isikud on maksnud samade väärtpaberite eest lõikes 1 sätestatud pakkumisele eelnenud minimaalselt kuue- ja maksimaalselt 12-kuulise ajavahemiku jooksul, mille täpse kestuse määravad kindlaks liikmesriigid. Kui pakkumise tegija või temaga kooskõlas tegutsev isik omandab väärtpabereid pärast pakkumise avalikustamist ja enne pakkumise vastuvõtmise tähtaja möödumist pakkumishinnast kõrgema hinnaga, peab pakkumise tegija suurendama oma pakkumist nii, et pakkumishind ei oleks väiksem kui niiviisi omandatud väärtpaberite eest makstud kõrgeim hind.

Tingimusel, et järgitakse artikli 3 lõikes 1 sätestatud üldpõhimõtteid, võivad liikmesriigid anda järelevalveasutustele volituse kohandada esimeses lõigus osutatud hinda selgesti määratletud asjaolude ja kriteeriumide alusel. Selleks võivad liikmesriigid koostada nimekirja tingimustest,

mille korral kõrgeimat hinda võib kas tõsta või alandada, näiteks kui kõrgeima hinna suhtes on kokku lepitud ostja ja müüja vahelise lepinguga või kui asjaomaste väärtpaberite turuhindadega on manipuleeritud või kui erandlikud sündmused on mõjutanud üldisi või teatud turuhindu või kui on tegemist majanduslikes raskustes oleva ettevõtte päästmisega. Liikmesriigid võivad ka määrata sellistel juhtudel kohaldatavad kriteeriumid, milleks võib näiteks olla teatud perioodi keskmine turuhind, ettevõtte likvideerimisväärtus või muud finantsanalüüsil üldiselt kasutatavad objektiivsed kriteeriumid.

Järelevalveasutuse otsusele õiglase hinna kohandamise kohta lisatakse põhjendused ja otsus avalikustatakse."

9 Direktiivi 2004/25 artikkel 15 „Väikeaktsionäride välistamisõigus" on sõnastatud järgmiselt:

„1. Liikmesriigid tagavad, et pärast seda, kui on tehtud ülevõtmispakkumine kõigile pakkumise objektiks oleva ettevõtte väärtpaberite omanikele nende kõigi väärtpaberite kohta, rakendatakse lõikeid 2–5.

2. Liikmesriigid tagavad, et pakkumise tegija võib kõigilt ülejäänud väärtpaberite omanikelt nõuda, et nad müüksid kõnealused väärtpaberid talle õiglase hinnaga. Liikmesriigid kehtestavad kõnealuse õiguse ühel järgmistest juhtudest:

a) kui pakkumise tegija omanduses on pakkumise objektiks oleva ettevõtte väärtpabereid vähemalt 90 protsendi ulatuses hääleõigust andvast kapitalist ja 90% hääleõigusest;

   või

b) kui pakkumise tegija on pärast pakkumise vastuvõtmist omandanud pakkumise objektiks oleva ettevõtte väärtpaberid või sõlminud siduva kokkuleppe nende omandamiseks vähemalt 90% ulatuses hääleõigust andvast kapitalist ja 90% pakkumises hõlmatud hääleõigusest.

Punktis a osutatud juhul võivad liikmesriigid sätestada kõrgema läve, mis siiski ei tohi ületada 95% hääleõigust andvast kapitalist ega 95% hääleõigusest.

3. Liikmesriigid tagavad jõustatud eeskirjade olemasolu, mille alusel on võimalik välja arvestada, millal on lävi saavutatud.

Kui pakkumise objektiks olev ettevõte on emiteerinud mitut liiki väärtpabereid, võivad liikmesriigid sätestada, et väikeaktsionäride välistamisõigust võib teostada ainult selle väärtpaberiliigi piires, mille korral on saavutatud lõikes 2 sätestatud lävi.

4. Kui pakkumise tegija soovib teostada väikeaktsionäride välistamisõigust, teeb ta seda kolme kuu jooksul pärast artiklis 7 osutatud pakkumise vastuvõtmise tähtaja lõppu.

5. Liikmesriigid tagavad, et garanteeritakse õiglane hind. Kõnealune hind makstakse kas samas vormis kui ülevõtmispakkumises pakutud tasu või sularahas. Liikmesriigid võivad ette näha, et vähemalt alternatiivina pakutakse rahalist hüvitist.

Pärast vabatahtlikku ülevõtmispakkumist loetakse nii lõike 2 punktis a kui punktis b osutatud juhul pakkumises pakutud tasu õiglaseks hinnaks, kui pakkumise tegija on pakkumise

vastuvõtmise tulemusena omandanud väärtpabereid vähemalt 90% ulatuses pakkumises hõlmatud hääleõigust andvast kapitalist.

Pärast kohustuslikku ülevõtmispakkumist loetakse õiglaseks hinnaks pakkumises pakutavat tasu."

10 Direktiivi artiklis 16 „Õigus nõuda aktsiate väljaostu" on ette nähtud:

„1. Liikmesriigid tagavad, et pärast seda, kui on tehtud ülevõtmispakkumine kõigile pakkumise objektiks oleva ettevõtte väärtpaberite omanikele nende kõigi väärtpaberite kohta, rakendatakse lõikeid 2 ja 3.

2. Liikmesriigid tagavad, et ülejäänud väärtpaberite omanikud võivad nõuda, et pakkumise tegija ostaks nende väärtpaberid neilt välja õiglase hinnaga samadel tingimustel, kui on sätestatud artikli 15 lõikes 2.

3. Artikli 15 lõigete 3–5 sätteid kohaldatakse *mutatis mutandis*."

Sloveenia õigus

11 14. juuli 2006. aasta omandamisseaduse (Zakon o prevzemih) (*Uradni list RS*, nr 79/06), põhikohtuasjas kohaldatavas redaktsioonis, (edaspidi „omandamisseadus"), artiklis 68 on ette nähtud:

„1. Et osta vähemusaktsionärid välja pakkumise objektiks olevast äriühingust, milles ostja on omandanud vähemalt 90% kõikidest selle äriühingu hääleõiguslikest aktsiatest, omandades selle osaluse pakkumisele nõustumuse andmisega kohustusliku või vabatahtliku ülevõtmispakkumise raames, mille poolt oli vähemalt 90% selle pakkumise objektiks oleva äriühingu hääleõiguslike aktsiate omanikest, kohaldatakse äriseadustiku sätteid, mis käsitlevad vähemusaktsionäride äriühingust väljaarvamist, kui käesoleva artikli lõikes 2 ei ole ette nähtud teisiti.

2. Kui pakkumise objektiks oleva äriühingu üldkoosolek otsustab põhiaktsionärist ostja ettepanekul kolme kuu jooksul alates eelmises lõikes nimetatud ülevõtmispakkumise tulemuse väljakuulutamisest, et vähemusaktsionäride aktsiad lähevad üle põhiaktsionärile, pakub ostja äriseadustiku kohaselt kindlaks määratava rahasumma asemel tasuna välja ülevõtmispakkumises täpsustatud liiki ja summas tasu."

Põhikohtuasi ja eelotsuse küsimused

12 YO-le kuulus vähemusosalus HRAM Holdingus, mille aktsiad on noteeritud Sloveenia börsil.

13 SVEMA, kellele algselt kuulus 19,77% HRAM Holdingu aktsiatest, sai pärast seda, kui ta oli 30. septembril 2021 ostnud täiendava osaluse, HRAM Holdingu enamusaktsionäriks, kellele kuulus 67,56% aktsiatest. Kuna tema osalus HRAM Holdingu kapitalis ületas seega Sloveenia õigusnormides ette nähtud kontrollikünnise, andis Sloveenia väärtpaberijärelevalve asutus SVEMA-le loa teha kohustuslik ülevõtmispakkumine, mille ta tegi 27. oktoobril 2021. Selle pakkumise tulemusel tõusis SVEMA osalus 90,51%-ni HRAM Holdingu aktsiatest.

14 Kuna pakkumine oli seega edukas omandamisseaduse artikli 68 tähenduses, võttis HRAM Holdingu üldkoosolek kolme kuu jooksul alates sellest omandamisest SVEMA ettepanekul vastu otsuse, mille kohaselt pidid HRAM Holdingu vähemusaktsionärid müüma oma aktsiad SVEMA-le rahalise hüvitise eest, mille suurus iga aktsia eest oli sama, mis oli kindlaks määratud SVEMA tehtud ülevõtmispakkumises.

15 Okrožno sodišče v Ljubljani (Ljubljana regionaalne kohus, Sloveenia), kes on eelotsusetaotluse esitanud kohus, menetleb YO kaebust, milles viimane palub kohtul määrata kindlaks piisav rahaline hüvitis, mille SVEMA peab maksma HRAM Holdingu vähemusaktsionäridele nende aktsiate kohustuslikul väljaostmisel.

16 27. jaanuari 2023. aasta otsusega määrati eelotsusetaotluse esitanud kohtus toimuvas menetluses HRAM Holdingu vähemusaktsionäridele ühine esindaja. See esindaja nõustub YO hagis esitatud argumentidega.

17 Eelotsusetaotluse esitanud kohtul on tekkinud küsimus seoses direktiivi 2004/25 artikli 15 lõike 5 kolmanda lõigu tõlgendamisega, mis on vajalik omandamisseaduse – millega see direktiiv Sloveenia õiguskorda üle võeti – artikli 68 tõlgendamiseks. Eelkõige on tal tekkinud küsimus, kas nimetatud direktiivi artikli 15 lõike 5 kolmandas lõigus sätestatud eeldust tuleb pidada ümberlükatavaks või ümberlükkamatuks. Eelotsusetaotluse esitanud kohtu sõnul ei saa sellele küsimusele vastata ainuüksi selle sätte sõnastuse alusel, arvestades erinevusi nimetatud sätte eri keeleversioonide vahel.

18 Nendel asjaoludel otsustas Okrožno sodišče v Ljubljani (Ljubljana regionaalne kohus) menetluse peatada ja esitada Euroopa Kohtule järgmised eelotsuse küsimused:

„1. Kuidas tuleb direktiivi [2004/25] artikli 15 lõike 5 kolmandat lõiku tõlgendada – kas nii, et direktiivi selles sättes ette nähtud eeldus on ümberlükatav, või on see ümberlükkamatu?

2. Kui eeldus, et tasu on õiglane, on ümberlükatav, siis kas see ümberlükatavus on piiramatu või võivad teatud asjaolud seda piirata?“

Eelotsuse küsimuste analüüs

19 Oma küsimustega, mida tuleb analüüsida koos, soovib eelotsusetaotluse esitanud kohus sisuliselt teada, kas direktiivi 2004/25 artikli 15 lõike 5 kolmandat lõiku tuleb tõlgendada nii, et selles sättes kehtestatud eeldust, et tasu äriühingu väärtpaberite ülevõtmispakkumise raames väljaostetavate aktsiate eest on õiglane, tuleb käsitada ümberlükatava eeldusena, ning kui vastus on jaatav, siis millistel tingimustel tuleb see eeldus lugeda ümberlükatuks.

20 Direktiivi 2004/25 artikli 15 lõigete 1 ja 2 kohaselt peavad liikmesriigid tagama, et pärast pakkumise objektiks oleva äriühingu väärtpaberite kõigile omanikele tehtud ülevõtmispakkumist, mis hõlmab kõiki nende väärtpabereid, võib pakkumise tegija teatavatel tingimustel nõuda väärtpaberite allesjäänud omanikelt, et nad müüksid oma väärtpaberid talle õiglase hinnaga. Sellega seoses on selle direktiivi artikli 15 lõike 5 kolmandas lõigus ette nähtud, et pärast kohustuslikku ülevõtmispakkumist selle direktiivi artikli 5 lõike 1 tähenduses „loetakse õiglaseks hinnaks pakkumises pakutav tasu“.

21 Kuigi direktiivi 2004/25 artikli 15 lõige 5 viitab sõnaselgelt eelduse olemasolule, ei ole selles seevastu täpsustatud, kas see eeldus on ümberlükatav või ümberlükkamatu.

22 Selle lõike teatud keeleversioonid, nagu kreeka-, inglis-, prantsus- või portugalikeelne versioon viitavad eeldusele, määramata kindlaks selle laadi. Seevastu sama lõike teistes keeleversioonides, muu hulgas hispaania-, saksa- ja itaaliakeelses versioonis või – nagu märgib eelotsusetaotluse esitanud kohus – sloveenikeeles versioonis on kasutatud tegusõna, mis viitab ettenähtud eelduse ümberlükkamatusele.

23 Väljakujunenud kohtupraktika kohaselt ei saa ühes keeleversioonis kasutatud liidu õigusnormi sõnastus olla selle sätte tõlgendamise ainus alus ja sellele keeleversioonile ei saa tõlgendamisel anda eelist muude keeleversioonide ees. Nimelt tuleb liidu õigusnorme tõlgendada ja kohaldada ühetaoliselt, arvestades Euroopa Liidu kõiki keeleversioone. Erinevuse korral liidu õigusaktide keeleversioonide vahel tuleb asjaomast sätet tõlgendada, lähtudes selle õigusakti üldisest ülesehitusest ja eesmärkidest, mille osa see säte on (27. oktoobri 1977. aasta kohtuotsus Bouchereau, 30/77, EU:C:1977:172, punkt 14; 30. aprill 2025. aasta kohtuotsus Celní jednatelství Zelinka, C-330/24, EU:C:2025:296, punkt 19 ja seal viidatud kohtupraktika).

24 Seega tuleb esitatud küsimustele vastamiseks tõlgendada direktiivi 2004/25 artikli 15 lõike 5 kolmandat lõiku selle direktiivi üldist ülesehitust ja eesmärki arvestades.

25 Direktiivi 2004/25 üldise ülesehituse kohta tuleb märkida, et see direktiiv näeb juhuks, kui füüsiline või juriidiline isik omandab kontrolli selles direktiivis nimetatud äriühingu üle, ette kaheetapilise menetluse, mille tulemusel võib see isik omandada kõik selle äriühingu aktsiad.

26 Esimesena kehtestab direktiivi 2004/25 artikli 5 lõige 1 teatud äriühingu väärtpaberite omandamiseks kohustusliku pakkumise tegemise põhimõtte. Nii näeb see säte ette, et kui füüsiline või juriidiline isik omab väärtpabereid, mis annavad talle kontrolli selle direktiiviga hõlmatud äriühingu üle, tagavad liikmesriigid, et see isik on kohustatud tegema pakkumise, et kaitsta kõnealuse äriühingu vähemusaktsionäre, kusjuures pakkumine peab hõlmama kõiki kõnealuste aktsionäride osalusi direktiivi artikli 5 lõikes 4 määratletud „õiglase hinnaga“ (vt selle kohta 20. juuli 2017. aasta kohtuotsus Marco Tronchetti Provera jt, C-206/16, EU:C:2017:572, punkt 29, ning 10. detsembri 2020. aasta kohtuotsus Euromin Holdings (Cyprus), C-735/19, EU:C:2020:1014, punkt 43).

27 Teisena, mis puudutab ülevõtmispakkumise objektiks oleva äriühingu neid väärtpaberite omanikke, kes ei ole seda pakkumist vastu võtnud, siis näeb direktiivi 2004/25 artikli 15 lõige 2 pakkumise tegijale ette võimaluse kasutada „väikeaktsionäride välistamisõigust“ ja nõuda neilt nende väärtpaberite talle müümist. Lisaks näeb selle direktiivi artikli 16 lõige 2 ette, et asjaomase äriühingu ülejäänud väärtpaberiomanikel on õigus nõuda pakkumise tegijalt, et viimane ostaks neilt nende väärtpaberid välja.

28 Nagu on juba märgitud käesoleva kohtuotsuse punktis 26, näeb direktiivi 2004/25 artikli 5 lõige 1 ette, et hind, mida pakutakse vähemusaktsionäridele nende aktsiate kohustusliku ülevõtmispakkumise raames, peab olema „õiglane“. Selle direktiivi artikli 15 lõige 2 ja artikli 16 lõige 2 näevad vastavalt ette, et ülejäänud väärtpaberiomanike väljumine direktiivis nimetatud äriühingust või nende väärtpaberite kohustuslik väljaostmine peab toimuma „õiglase hinnaga“.

29 Sellega seoses, nagu kohtujurist oma ettepaneku punktis 51 sisuliselt märkis, ei ole oluline, et direktiivi 2004/25 teatavates keeleversioonides on omadussõna, mida kasutatakse selle direktiivi artikli 5 lõigetes 1 ja 4 nimetatud „hinna“ kvalifitseerimiseks, erinev sellest, mida kasutatakse selle direktiivi artikli 15 lõigetes 2 ja 5 ning artikli 16 lõikes 2 nimetatud hinna määratlemisel.

30 Nimelt on direktiivi 2004/25 teistes keeleversioonides „hind“ määratletud sama omadussõna abil ja isegi kui see nii ei ole, on kaks kasutatud omadussõna sünonüümid, näiteks nende sätete prantsuskeelses versioonis, kus kasutatakse omadussõnu „équitable“ ja „juste“.

31 Mis puudutab seda, kuidas määrata kindlaks „õiglane“ hind, mida makstakse tasuks äriühingu vähemusaktsionäridele kuuluvate väärtpaberite omandamise eest, siis on direktiivis 2004/25 selleks valitud eelkõige objektiivne meetod.

32 Nii näeb direktiivi 2004/25 artikli 5 lõike 4 esimene lõik kõigepealt ette, et õiglaseks hinnaks loetakse kõrgeimat hinda, mida pakkumise tegija või temaga kooskõlas tegutsevad isikud on maksnud samade väärtpaberite eest liikmesriikide poolt kindlaksmääratud perioodil, mis on selle direktiivi artikli 5 lõikes 1 sätestatud pakkumisele eelnev minimaalselt kuue- ja maksimaalselt 12-kuuline ajavahemik (vt selle kohta 20. juuli 2017. aasta kohtuotsus Marco Tronchetti Provera jt, C-206/16, EU:C:2017:572, punkt 30, ning 10. detsembri 2020. aasta kohtuotsus Euromin Holdings (Cyprus), C-735/19, EU:C:2020:1014, punkt 44).

33 Selliselt arvutatud õiglane hind on eeldatavalt õiglane hind ka direktiivi 2004/25 artikli 15 lõike 5 kolmanda lõigu tähenduses, mis puudutab aktsionäride välistamisõigust, millele viitab ka selle direktiivi artikli 16 lõige 3, mis käsitleb aktsiate kohustuslikku väljaostmist.

34 Ent direktiivi 2004/25 artikli 5 lõike 4 teine lõik näeb ette, et tingimusel, et järgitakse selle direktiivi artikli 3 lõikes 1 sätestatud põhimõtteid, võivad liikmesriigid anda selle direktiivi artiklis 4 viidatud järelevalveasutustele õiguse kohandada sama direktiivi artikli 5 lõike 4 esimeses lõigus nimetatud õiglast hinda selgesti määratletud asjaolude ja kriteeriumide alusel. Selleks võivad liikmesriigid esiteks koostada nimekirja asjaoludest, mille korral võib hinda kas tõsta või alandada, ja teiseks määrata kindlaks kriteeriumid, mida tuleb kasutada nimetatud teises lõigus näitena loetletud juhtudel (vt selle kohta 20. juuli 2017. aasta kohtuotsus Marco Tronchetti Provera jt, C-206/16, EU:C:2017:572, punkt 31, ning 10. detsembri 2020. aasta kohtuotsus Euromin Holdings (Cyprus), C-735/19, EU:C:2020:1014, punkt 45).

35 Direktiiv 2004/25 möönab seega, et teatud asjaoludel võib selles direktiivis nimetatud äriühingu vähemusaktsionäridelt väärtpaberite väljaostmise hind, mida pakutakse kohustusliku ülevõtmispakkumise raames ja mis arvutatakse selle direktiivi artikli 5 lõike 4 esimeses lõigus sätestatud objektiivse meetodi alusel, osutuda „ebaõiglaseks“ ja nõuda kohandamist.

36 Sellest järeldub, et direktiivi 2004/25 artikli 15 lõike 5 konteksti arvesse võtmine räägib selle sätte niisuguse tõlgenduse kasuks, mille kohaselt seal sätestatud eelduse võib teatud asjaoludel ümber lükata.

37 Nimelt on võimalik, et asjaolusid, mis oleksid võinud vastavalt direktiivi artikli 5 lõike 4 teises lõigus liikmesriikidele antud valikuvõimalusele õigustada kohustusliku ülevõtmispakkumise hinna tõstmist või alandamist nende asutuste poolt, ei tehtud neile asutustele selle kohanduse tegemiseks teatavaks, või et need ilmnesid alles pärast pakkumise lõppemist, mil selline kohandamine ei olnud enam võimalik.

38 Samuti, kui liikmesriik seda valikuvõimalust ei kasuta, ei ole võimalik kohustusliku ülevõtmispakkumise raames pakutavat hinda kohandada, isegi kui esinevad asjaolud, mis võivad õigustada selle hinna kohandamist, nagu need, mida on nimetatud viidatud sättes. Sellisel juhul saab ainult direktiivi 2004/25 artikli 15 lõike 5 kolmandas lõigus sätestatud eelduse

ümberlükkamine tagada, et pakkumise hind on aktsionäride välistamisõiguse kasutamise või väärtpaberite kohustusliku väljaostmise korral „õiglane“, nagu nõuavad selle direktiivi artiklid 15 ja 16.

39 Lisaks oleks paradoksaalne mõönda, et kuigi direktiiv 2004/25 tunnustab võimalust kohustusliku ülevõtmispakkumise hinda kohandada – kusjuures iga aktsionär võib lõpuks otsustada pakkumust mitte vastu võtta, kui ta on kohustatud oma aktsiad müüma välistamisõiguse kasutamise korral või kui enamusaktsionär on kohustatud aktsiad kohustusliku väljaostmise korral välja ostma –, ei ole mingit võimalust kohaldada ostuhinda nii, et lükatakse ümber selle direktiivi artikli 15 lõike 5 kolmandas lõigus sätestatud eeldus.

40 Selle eelduse ümberlükatavust toetab ka direktiivi 2004/25 eesmärgi arvessevõtmine.

41 Nimelt nagu nähtub direktiivi 2004/25 põhjendustest 1–3 ja 9, on selle direktiivi eesmärk kaitsta nende äriühingute, mille üle on füüsiline või juriidiline isik kontrolli omandanud, väärtpaberiomanike huve ja sellest aspektist püüda tagada selgus ja läbipaistvus ülevõtmispakkumise valdkonna normides (20. juuli 2017. aasta kohtuotsus Marco Tronchetti Provera jt, C-206/16, EU:C:2017:572, punkt 24).

42 Lisaks, nende põhimõtete hulgas, mida direktiivi 2004/25 kohaldamisel tuleb selle direktiivi artikli 3 lõike 1 kohaselt järgida ja mida selles sättes nimetatakse „üldpõhimõteteks“, on ka põhimõte, et kui isik omandab kontrolli äriühingu üle, tuleb väärtpaberite omanikke kaitsta (vt selle kohta 20. juuli 2017. aasta kohtuotsus Marco Tronchetti Provera jt, C-206/16, EU:C:2017:572, punkt 26).

43 Väärtpaberite omanike kaitse eesmärgiga oleks aga vastuolus mõönda, et nad võivad oma välistamisõiguse raames olla kohustatud müüma oma väärtpaberid isikule, kes omandas kontrolli asjaomase äriühingu üle kohustuslikus ülevõtmispakkumises nimetatud hinnaga, ilma et neil oleks võimalik vaidlustada selle hinna õiglust, ja seda isegi siis, kui direktiivi 2004/25 artikli 5 lõike 4 teises lõigus on lubatud, et teatavatel asjaoludel võib osutuda vajalikuks kohandada seda hinda, et tagada selle õiglane suurus.

44 Mis puudutab asjaolusid, mille korral võib direktiivi 2004/25 artikli 15 lõike 5 kolmandas lõigus sätestatud eeldust pidada ümberlükatuks, siis tuleb arvesse võtta, nagu kohtujurist oma ettepaneku punktis 82 sisuliselt märkis, et see direktiiv loob seose kohustuslikus ülevõtmispakkumises ette nähtud hinna ja selle hinna vahel, millega tuleb välja osta ülejäänud väärtpaberid, seda kas väikeaktsionäride välistamisõiguse kasutamise või aktsiate kohustusliku väljaostmise raames.

45 Nagu on märgitud käesoleva kohtuotsuse punktis 34, annab direktiivi 2004/25 artikli 5 lõike 4 teine lõik liikmesriikidele õiguse – kui järgitakse selle direktiivi artikli 3 lõikes 1 sätestatud põhimõtteid – lubada oma järelevalveasutustel kohandada kohustusliku ülevõtmispakkumise hinda selgelt määratletud asjaoludel ja kriteeriumide alusel, mille kohta on artikli 5 lõike 4 teises lõigus toodud mõned näited. See õigus ei takista siiski liikmesriikidel kasutada viimati nimetatud sätte ülevõtmiseks vastu võetud õigusnormides abstraktseid õigusmõisteid (vt selle kohta 20. juuli 2017. aasta kohtuotsus Marco Tronchetti Provera jt, C-206/16, EU:C:2017:572, punktid 37–42).

46 Kui liikmesriik on seda võimalust kasutanud ja määranud kindlaks asjaolud, mille korral võib kohustusliku ülevõtmispakkumise hinda kohandada, siis tuleb asuda seisukohale, et nende asjaolude alusel – kui need esinevad – võib olla põhjendatud direktiivi 2004/25 artikli 15 lõike 5

kolmandas lõigus ette nähtud eelduse ümberlükkamine, tingimusel et neist ei ole selle liikmesriigi järelevalveasutusele teatatud või et need ilmnevad alles pärast pakkumise lõppemist, mil selline kohandamine ei ole enam võimalik.

47 Lisaks, juhul kui asjaomane liikmesriik ei ole kasutanud talle direktiivi 2004/25 artikli 5 lõike 4 teise lõiguga antud võimalust, tuleb tõdeda, et näited asjaoludest, mis võivad õigustada kohustusliku ülevõtmispakkumise hinna kohandamist, ning kriteeriumid, millest tuleb sel juhul lähtuda, võivad samuti põhjendada selle direktiivi artikli 15 lõike 5 kolmandas lõigus ette nähtud eelduse ümberlükkamist.

48 Kõiki eeltoodud kaalutlusi arvestades tuleb esitatud küsimustele vastata, et direktiivi 2004/25 artikli 15 lõike 5 kolmandat lõiku tuleb tõlgendada nii, et selles sättes kehtestatud eeldust, et tasu äriühingu väärtpaberite ülevõtmispakkumise raames väljaostetavate aktsiate eest on õiglane, tuleb käsitada ümberlükatava eeldusena, ja selle saab ümber lükata kas nende asjaolude esinemisel, mis on loetletud selle direktiivi artikli 5 lõike 4 teises lõigus, või niisuguste asjaolude esinemisel, mille määrab kindlaks asjaomane liikmesriik viimati nimetatud sätte alusel, tingimusel et liikmesriigi järelevalveasutusele ei tehtud neid asjaolusid kohustusliku ülevõtmispakkumise hinna kohandamiseks teatavaks või et need ilmnesid alles pärast selle pakkumise lõppemist, mil selline kohandamine ei olnud enam võimalik.

Kohtukulud

49 Kuna põhikohtuasja poolte jaoks on käesolev menetlus eelotsusetaotluse esitanud kohtus pooleli oleva asja üks staadium, otsustab kohtukulude jaotuse sama kohus. Euroopa Kohtule seisukohtade esitamisega seotud kulusid, välja arvatud poolte kohtukulud, ei hüvitata.

Esitatud põhjendustest lähtudes Euroopa Kohus (viies koda) otsustab:

Euroopa Parlamendi ja nõukogu 21. aprilli 2004. aasta direktiivi 2004/25/EÜ ülevõtmispakkumiste kohta artikli 15 lõike 5 kolmandat lõiku

tuleb tõlgendada nii, et

selles sättes kehtestatud eeldust, et tasu äriühingu väärtpaberite ülevõtmispakkumise raames väljaostetavate aktsiate eest on õiglane, tuleb käsitada ümberlükatava eeldusena, ja selle saab ümber lükata kas nende asjaolude esinemisel, mis on loetletud selle direktiivi artikli 5 lõike 4 teises lõigus, või niisuguste asjaolude esinemisel, mille määrab kindlaks asjaomane liikmesriik viimati nimetatud sätte alusel, tingimusel et liikmesriigi järelevalveasutusele ei tehtud neid asjaolusid kohustusliku ülevõtmispakkumise hinna kohandamiseks teatavaks või et need ilmnesid alles pärast selle pakkumise lõppemist, mil selline kohandamine ei olnud enam võimalik.

Allkirjad