Zbornik sudske prakse

PRESUDA SUDA (peto vijeće)

27. studenoga 2025.*

„Zahtjev za prethodnu odluku – Pravo društava – Direktiva 2004/25/EZ – Obvezna ponuda za preuzimanje – Pravo prijenosa vrijednosnih papira manjinskih dioničara koje pripada imateljima vrijednosnih papira– Zaštita manjinskih dioničara – Članak 15. stavak 5. treći podstavak – Naknada ponuđena u ponudi koja se smatra pravičnom – Oboriva pretpostavka”

U predmetu C-567/24,

povodom zahtjeva za prethodnu odluku na temelju članka 267. UFEU-a, koji je uputilo Okrožno sodišče v Ljubljani (Okružni sud u Ljubljani, Slovenija), odlukom od 6. lipnja 2024., koju je Sud zaprimio 21. kolovoza 2024., u postupku

YO

protiv

SVEMA TRADE d. o. o.,

uz sudjelovanje:

manjinskih dioničara društva HRAM Holding d. d.,

SUD (peto vijeće),

u sastavu: M. L. Arastey Sahún, predsjednica vijeća, J. Passer, E. Regan, D. Gratsias (izvjestitelj) i B. Smulders, suci,

nezavisni odvjetnik: M. Campos Sánchez-Bordona,

tajnik: A. Calot Escobar,

uzimajući u obzir pisani dio postupka,

uzimajući u obzir očitovanja koja su podnijeli:

– za talijansku vladu, S. Fiorentino, u svojstvu agenta, uz asistenciju I. Fresua, *procuratore dello Stato*,

– za finsku vladu, A. Laine, u svojstvu agenta,

* Jezik postupka: slovenski

– za Europsku komisiju, G. Goddin, G. Meeßen i B. Rous Demiri, u svojstvu agenata,

saslušavši mišljenje nezavisnog odvjetnika na raspravi održanoj 3. srpnja 2025.,

donosi sljedeću

Presudu

1 Zahtjev za prethodnu odluku odnosi se na tumačenje članka 15. stavka 5. trećeg podstavka Direktive 2004/25/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 21. travnja 2004. o ponudama za preuzimanje (SL 2004., L 142, str. 12.) (SL, posebno izdanje na hrvatskom jeziku, poglavlje 17., svezak 1., str. 141.).

2 Zahtjev je upućen u okviru spora između osobe YO i društva SVEMA TRADE d.o.o. (u daljnjem tekstu: društvo SVEMA) u vezi s utvrđivanjem novčane naknade koju treba isplatiti manjinskim dioničarima društva HRAM Holding d.d. za prodaju njihovih vrijednosnih papira, u okviru obvezne ponude za preuzimanje.

Pravni okvir

Pravo Unije

3 Uvodne izjave 1. do 3. i 9. Direktive 2004/25 glase:

„ (1) U skladu s člankom 44. stavkom 2. točkom (g) [UEZ-a] potrebno je uskladiti određene zaštitne mjere koje, radi zaštite interesa članica i drugih, države članice zahtijevaju od trgovačkih društava za koje je mjerodavno pravo države članice i čije su vrijednosnice uvrštene radi trgovanja na uređenom tržištu države članice, kako bi se te zaštitne mjere ujednačile u čitavoj Zajednici.

(2) Potrebno je zaštititi interese držatelja vrijednosnica društava za koje je mjerodavno pravo države članice kada ta društva podliježu ponudama za preuzimanje ili promjenama kontrole i kada su barem neke od njihovih vrijednosnica uvrštene radi trgovanja na uređenom tržištu države članice.

(3) Potrebno je na razini Zajednice osigurati jasnoću i transparentnost u pogledu pravnih pitanja koja treba riješiti u slučaju ponuda za preuzimanje, te spriječiti da planovi restrukturiranja društava u Zajednici budu iskrivljeni zbog arbitrarnih razlika u kulturama vođenja i upravljanja.

[…]

(9) Države članice bi trebale poduzeti potrebne korake radi zaštite držatelja vrijednosnica, posebno onih s manjinskim udjelima, u slučaju stjecanja kontrole nad njihovim trgovačkim društvima. Države članice bi trebale osigurati takvu zaštitu obvezujući osobu koja je stekla kontrolu nad trgovačkim društvom da dâ ponudu svim držateljima vrijednosnica tog društva za sve njihove udjele po pravičnoj cijeni i prema zajedničkoj definiciji. Države članice trebale bi moći utvrditi daljnja sredstva za zaštitu interesa držatelja vrijednosnica,

kao što je obveza davanja djelomične ponude u slučaju kada ponuditelj ne stječe kontrolu nad trgovačkim društvom ili obveza objave ponude istodobno sa stjecanjem kontrole nad trgovačkim društvom.”

4 U skladu s njezinim člankom 1. stavkom 1., ta direktiva određuje mjere kojima se usklađuju zakoni i drugi propisi, kodeksi postupanja i druga pravila država članica, uključujući pravila koja su odredile organizacije službeno ovlaštene uređivati tržišta, a koja se odnose na ponude za preuzimanje vrijednosnica trgovačkih društava na koja se primjenjuju prava država članica i kada su sve ili neke od tih vrijednosnica uvrštene radi trgovanja na uređenom tržištu u smislu Direktive 93/22/EEZ od 10. svibnja 1993. o investicijskim uslugama u području vrijednosnih papira (SL 1993., L 141, str. 27.) u jednoj ili više država članica.

5 Članak 2. Direktive 2004/25, naslovljen „Definicije”, u stavku 1. određuje:

„Za potrebe ove Direktive:

(a) ‚ponuda za preuzimanje’ ili ‚ponuda’ znači javna ponuda (osim ponude ciljnog društva) dana držateljima vrijednosnica trgovačkog društva za stjecanje svih ili nekih od tih vrijednosnica, obvezna ili dobrovoljna, koja za cilj ima stjecanje kontrole nad ciljnim trgovačkim društvom u skladu s nacionalnim pravom ili slijedi nakon nje;

(b) ‚ciljno trgovačko društvo’ znači trgovačko društvo čije su vrijednosnice predmet ponude;

(c) ‚ponuditelj’ znači bilo koja fizička ili pravna osoba javnog ili privatnog prava koja daje ponudu;

(d) ‚osobe koje djeluju zajednički’ znači fizičke ili pravne osobe koje surađuju s ponuditeljem ili ciljnim trgovačkim društvom na temelju izričitog ili prešutnog sporazuma s ciljem stjecanja kontrole nad ciljnim trgovačkim društvom ili sprečavanja uspješnog ishoda ponude;

(e) ‚vrijednosnice’ znači prenosive vrijednosnice s pravom glasa u trgovačkom društvu;

[…]”

6 Člankom 3. te direktive, naslovljenim „Opća načela”, stavkom 1. propisuje se:

Radi provedbe ove Direktive, države članice osiguravaju poštovanje sljedećih načela:

(a) prema svim držateljima vrijednosnica papira ciljnog trgovačkog društva istog roda mora se postupati jednako; štoviše, ako osoba stekne kontrolu nad društvom, ostali držatelji vrijednosnica moraju biti zaštićeni;

[…]

(d) ne smije se stvarati lažno tržište vrijednosnica ciljnog trgovačkog društva, trgovačkog društva ponuditelja ili bilo kojeg drugog trgovačkog društva na koje se odnosi ponuda tako da porast ili pad cijene vrijednosnica postanu umjetni i da se naruši normalno funkcioniranje tržišta;

(e) ponuditelj mora objaviti ponudu tek nakon što osigura da u potpunosti može podmiriti bilo koju novčanu naknadu ako je ponuđena, i nakon što poduzme sve razumne mjere kako bi osigurao bilo koju drugu vrstu naknade;

[…]”

7 Člankom 4. navedene direktive, naslovljenim „Nadzorno tijelo i mjerodavno pravo”, u stavku 1. propisuje se:

„Države članice određuju tijelo ili tijela nadležna za nadzor ponuda na koje se odnose pravila koja one donesu ili uvedu na temelju ove Direktive. Tako određena tijela su ili javna tijela, udruge ili privatna tijela priznata od strane nacionalnog prava ili od strane javnih tijela koja su za to izričito ovlaštena nacionalnim pravom. Države članice izvješćuju Komisiju o tim određenjima navodeći svaku eventualnu podjelu funkcija. One osiguravaju da ta tijela obavljaju svoje funkcije nepristrano i neovisno od svih stranaka ponude.”

8 U članku 5. iste direktive, naslovljenom „Zaštita manjinskih dioničara, obvezna ponuda i pravična cijena”, predviđeno je u njegovim stavcima 1., 3. i 4.:

„1. Kad fizička ili pravna osoba drži, kao rezultat vlastitog stjecanja ili stjecanja od strane osoba koje s njom djeluju zajednički, vrijednosnice trgovačkog društva navedenog u članku 1. stavku 1., koji joj, osim bilo kojih postojećih vrijednosnica koje ona drži ili osim vrijednosnica koje drže osobe koje s njom djeluju zajednički, izravno ili neizravno, daju određeni postotak glasačkih prava u glavnoj skupštini tog trgovačkog društva dajući joj kontrolu nad tim trgovačkim društvom, države članice osiguravaju da takva osoba bude obvezna objaviti ponudu radi zaštite manjinskih dioničara tog trgovačkog društva. Takva će ponuda biti čim prije upućena svim držateljima tih vrijednosnica za sve njihove udjele, po pravičnoj cijeni kako je definirana u stavku 4.

[…]

3. Postotak glasačkih prava koji daje kontrolu u smislu stavka 1. i način izračuna tog postotka određuju se pravilima države članice u kojoj trgovačko društvo ima sjedište.

4. Najviša cijena koju su za iste vrijednosnice platili ponuditelji ili osobe koje s njim djeluju zajednički tijekom razdoblja koje utvrđuju države članice, a ni manje od šest ni više od dvanaest mjeseci prije ponude navedene u stavku 1., smatra se pravičnom cijenom. Ako ponuditelj ili bilo koja osoba koja s njim djeluje zajednički, nakon objavljivanja ponude a prije zatvaranja ponude za prihvat kupi vrijednosnice po cijeni višoj od ponuđene cijene, ponuditelj povećava svoju ponudu tako da ona ne bude manja od najviše cijene plaćene za tako stečene vrijednosnice.

Uz uvjet da se opća načela navedena u članku 3. stavku 1. poštuju, države članice mogu svoja nadzorna tijela ovlastiti da usklade cijenu navedenu u prvom podstavku, pod okolnostima i u skladu s jasno određenim kriterijima. U tom smislu ona mogu sastaviti popis okolnosti u kojima najviša cijena može biti usklađena naviše ili naniže, na primjer kad je najviša cijena određena u sporazumu između kupca i prodavatelja, kad se tržišnim cijenama predmetnih vrijednosnica manipuliralo, kad su na tržišne cijene općenito ili na određene tržišne cijene posebno utjecali izuzetni događaji, ili radi omogućivanja spašavanja trgovačkog društva u poteškoćama. Ona također mogu odrediti kriterije koji se primjenjuju u takvim slučajevima, na primjer prosječnu tržišnu vrijednost u određenom razdoblju, preostalu vrijednost trgovačkog društva ili druge objektivne kriterije procjene koji se općenito koriste u financijskoj analizi.

Bilo koja odluka nadzornog tijela o usklađivanju pravične cijene se obrazlaže i objavljuje.”

9 Članak 15. Direktive 2004/25, naslovljen „Pravo prijenosa vrijednosnica manjinskih dioničara”, glasi kako slijedi:

„1. Države članice osiguravaju da se, nakon davanja ponude svim držateljima vrijednosnica ciljnog trgovačkog društva za sve njihove vrijednosnice, primjenjuju stavci od 2. do 5.

2. Države članice osiguravaju da ponuditelj bude u mogućnosti zatražiti od svih držatelja preostalih vrijednosnica da mu prodaju te vrijednosnice po pravičnoj cijeni. Države članice uvode to pravo u jednoj od sljedećih situacija

a) kada ponuditelj drži vrijednosnice koje predstavljaju najmanje 90 % temeljnog kapitala trgovačkog društva s pravom glasa i 90 % glasačkih prava u glavnoj skupštini ciljnog trgovačkog društva;

ili

(b) kad je nakon prihvata ponude ponuditelj stekao ili je sklopio čvrste ugovore za stjecanje vrijednosnica koji predstavljaju najmanje 90 % temeljnog kapitala s pravom glasa i 90 % glasačkih prava, koji su predmet ponude.

U slučaju navedenom pod (a), države članice mogu odrediti viši prag koji, međutim, ne može biti viši od 95 % temeljnog kapitala s pravom glasa i 95 % glasačkih prava.

3. Države članice osiguravaju da na snazi budu pravila koja omogućuju da se izračuna kad je prag dosegnut.

Kad je ciljno trgovačko društvo izdalo više rodova vrijednosnica, države članice mogu predvidjeti da se pravo prijenosa vrijednosnica manjinskih dioničara može izvršavati samo u odnosu na rod u kojem je prag određen u stavku 2. dosegnut.

4. Ako ponuditelj želi iskoristiti pravo prijenosa vrijednosnica manjinskih dioničara, on to može učiniti unutar tri mjeseca od završetka roka za prihvat ponude navedenog u članku 7.

5. Države članice osiguravaju da se jamči pravična cijena. Ta cijena ili ima isti oblik kao naknada ponuđena u ponudi, ili je u novcu. Države članice mogu predvidjeti da novac bude ponuđen barem kao alternativa.

Nakon dobrovoljne ponude, u oba slučaja navedena u stavku 2. točkama (a) i (b), smatra se da je naknada ponuđena u ponudi pravična kada ponuditelj putem prihvata ponude stekne vrijednosnice koji predstavljaju najmanje 90 % temeljnog kapitala s pravom glasa koji su predmet ponude.

Nakon obvezne ponude, smatrat će se da je naknada ponuđena u ponudi pravična.”

10 Članak 16. te direktive, naslovljen „Pravo prodaje vrijednosnica manjinskih dioničara”, predviđa:

„1. Države članice osiguravaju da se, nakon objave ponude svim držateljima vrijednosnica ciljnog trgovačkog društva za sve njihove vrijednosnice, primjenjuju stavci 2. i 3.

2. Države članice osiguravaju da držatelji preostalih vrijednosnica budu u mogućnosti zatražiti od ponuditelja da otkupi njihove vrijednosnice po pravičnoj cijeni, uz iste uvjete navedene u članku 15. stavku 2.

3. Članak 15. stavci od 3. do 5. primjenjuju se *mutatis mutandis*."

Slovensko pravo

11 Članak 68. Zakona o prevzemih (Zakon o preuzimanjima) od 14. srpnja 2006. (Uradni list RS, br. 79/06), u verziji koja se primjenjuje u glavnom postupku (u daljnjem tekstu: Zakon o preuzimanjima), predviđa:

„1. Na isključenje manjinskih dioničara ciljnog društva u kojem je stjecatelj stekao najmanje 90 % svih dionica tog društva s pravom glasa i to na temelju obvezne ili dobrovoljne ponude za preuzimanje koju su prihvatili imatelji najmanje 90 % dionica ciljnog društva s pravom glasa na koje se odnosila ta ponuda primjenjuju se odredbe zakona koji uređuje trgovačka društva koje se odnose na isključenje manjinskih dioničara iz društva, osim ako u drugom stavku ovog članka nije drugačije određeno.

2. Ako glavna skupština ciljnog trgovačkog društva na prijedlog stjecatelja u svojstvu glavnog dioničara u roku od tri mjeseca od objave rezultata ponude za preuzimanje iz prethodnog stavka donese odluku o prijenosu dionica manjinskih dioničara glavnom dioničaru, stjecatelj kao novčanu naknadu umjesto novčanog iznosa utvrđenog u skladu sa zakonom koji uređuje trgovačka društva mora ponuditi naknadu one vrste i iznosa koji su određeni u ponudi za preuzimanje."

Glavni postupak i prethodna pitanja

12 Osoba YO manjinski je dioničar HRAM Holdinga, čije su dionice uvrštene na slovensku burzu.

13 Društvo SVEMA, prvotno imatelj 19,77 % dionica društva HRAM Holding, postalo je većinski dioničar nakon što je 30. rujna 2021. godine steklo dodatni udio u iznosu od 67,56 % dionica. Budući da je njegov udio u kapitalu društva HRAM Holding time premašio kontrolni prag propisan slovenskim zakonodavstvom, društvo SVEMA je od slovenske Agencije za nadzor vrijednosnih papira dobilo odobrenje za podnošenje obvezne ponude za preuzimanje, što je i učinilo 27. listopada 2021. godine. Nakon te ponude društvo SVEMA držalo je 90,51 % dionica društva HRAM Holding.

14 Budući da je navedena ponuda bila uspješna u smislu članka 68. Zakona o preuzimanjima, glavna skupština društva HRAM Holding donijela je u roku od tri mjeseca nakon tog preuzimanja, na prijedlog društva SVEMA, odluku kojom se traži da manjinski dioničari društva HRAM Holding svoje dionice prodaju društvu SVEMA uz novčanu naknadu u iznosu koja je za svaku dionicu određena u ponudi za preuzimanje koju je društvo SVEMA podnijelo.

15 Okrožnom sodišču v Ljubljani (Okružni sud u Ljubljani, Slovenija), sudu koji je uputio zahtjev, osoba YO je podnijela tužbu kojom traži da se sudskim putem utvrdi odgovarajuća novčana naknada koju društvo SVEMA treba isplatiti manjinskim dioničarima društva HRAM Holding za otkup njihovih dionica na temelju prava prodaje.

16 Odlukom od 27. siječnja 2023., za postupak pred sudom koji je uputio zahtjev, imenovan je zajednički zastupnik manjinskih dioničara društva HRAM Holding. Taj se zastupnik slaže s argumentima koje je osoba YO iznijela u svojoj tužbi.

17 Sud koji je uputio zahtjev pita se o tumačenju članka 15. stavka 5. trećeg podstavka Direktive 2004/25 u svrhu tumačenja članka 68. Zakona o preuzimanjima kojim je ta direktiva prenesena u slovenski pravni poredak. Konkretno, postavlja si pitanje treba li pretpostavku utvrđenu u članku 15. stavku 5. trećem podstavku navedene direktive smatrati oborivom ili neoborivom. Prema mišljenju suda koji je uputio zahtjev, sam tekst te odredbe ne omogućuje odgovor na to pitanje, s obzirom na razlike koje postoje između njezinih različitih jezičnih verzija.

18 U tim je okolnostima Okrožno sodišče v Ljubljani (Okružni sud u Ljubljani) odlučilo prekinuti postupak i uputiti Sudu sljedeća prethodna pitanja:

„ 1. Treba li članak 15. stavak 5. treći podstavak Direktive [2004/25] tumačiti na način da treba smatrati da je pretpostavka predviđena tom odredbom Direktive oboriva ili neoboriva?

2. U slučaju da treba smatrati da je navedena pretpostavka pravične naknade oboriva, je li ta oborivost neograničena ili je eventualno ograničena na posebne okolnosti?”

O prethodnim pitanjima

19 Svojim pitanjima, koja valja ispitati zajedno, sud koji je uputio zahtjev u biti pita treba li članak 15. stavak 5. treći podstavak Direktive 2004/25 tumačiti na način da pretpostavku utvrđenu tom odredbom, prema kojoj je naknada za obveznu ponudu za preuzimanje vrijednosnih papira trgovačkog društva pravična, treba smatrati oborivom pretpostavkom i, u slučaju potvrdnog odgovora, pod kojim uvjetima treba smatrati da je ta pretpostavka oborena.

20 U skladu s člankom 15. stavcima 1. i 2. Direktive 2004/25, nakon davanja ponude svim imateljima vrijednosnih papira dotičnog trgovačkog društva za sve njihove vrijednosne papire, države članice osiguravaju da ponuditelj, pod određenim uvjetima, bude u mogućnosti zatražiti od svih imatelja preostalih vrijednosnih papira da mu prodaju te vrijednosne papire po pravičnoj cijeni. U tom pogledu, članak 15. stavak 5. treći podstavak te direktive predviđa da će se nakon obvezne ponude za preuzimanje, u smislu članka 5. stavka 1. navedene direktive, „smatrati da je naknada ponuđena u ponudi pravična.”

21 Iako se u članku 15. stavku 5. Direktive 2004/25 izričito upućuje na postojanje pretpostavke, u njemu se, s druge strane, ne pojašnjava je li ona oboriva ili neoboriva.

22 Određene jezične verzije tog stavka, poput onih na grčkom, engleskom, francuskom ili portugalskom jeziku, upućuju na pretpostavku a da pritom ne određuju njezinu prirodu. Nasuprot tomu, druge jezične verzije istog stavka, osobito one na španjolskom, njemačkom i talijanskom jeziku ili, kao što to navodi sud koji je uputio zahtjev, na slovenskom jeziku, koriste glagol koji upućuje na to da je pretpostavka koja je njime predviđena neoboriva.

23 Prema ustaljenoj sudskoj praksi, formulacija korištena u jednoj od jezičnih verzija neke odredbe prava Unije ne može služiti kao jedini temelj za tumačenje te odredbe ili imati prednost u odnosu na ostale jezične verzije. Odredbe prava Unije treba tumačiti i primjenjivati na ujednačen način, s obzirom na ostale verzije sastavljene na svim jezicima Europske unije. Dakle, u slučaju

nejednakosti između različitih jezičnih verzija nekog teksta prava Unije, odredba o kojoj je riječ mora se tumačiti s obzirom na opću strukturu i svrhu propisa kojeg je dio (presuda od 27. listopada 1977., Bouchereau, 30/77, EU:C:1977:172, t. 14., i od 30. travnja 2025., Celní jednatelství Zelinka, C-330/24, EU:C:2025:296, t. 19. i navedena sudska praksa).

24 Stoga, kako bi se odgovorilo na postavljena pitanja, članak 15. stavak 5. treći podstavak Direktive 2004/25 valja tumačiti s obzirom na opću strukturu i cilj te direktive.

25 Kad je riječ o općoj strukturi Direktive 2004/25, valja istaknuti da, u slučaju da fizička ili pravna osoba stekne kontrolu nad trgovačkim društvom obuhvaćenog tom direktivom, njome se predviđa postupak u dvije faze koji može dovesti do toga da ta osoba stekne sve dionice tog trgovačkog društva.

26 Kao prvo, člankom 5. stavkom 1. Direktive 2004/25 uspostavlja se načelo obvezne ponude za preuzimanje vlasničkih udjela u određenom trgovačkom društvu. Tako predviđa da kad fizička ili pravna osoba drži vrijednosne papire koji joj daju kontrolu nad trgovačkim društvom obuhvaćenog tom direktivom, države članice osiguravaju da ta osoba ima obvezu objaviti ponudu radi zaštite manjinskih dioničara tog društva, pri čemu se ta ponuda mora odnositi na sve udjele tih dioničara i mora sadržavati „pravičnu cijenu” određenu u članku 5. stavku 4. navedene direktive (vidjeti u tom smislu, presude od 20. srpnja 2017., Marco Tronchetti Provera i dr., C-206/16, EU:C:2017:572, t. 29., i od 10. prosinca 2020., Euromin Holdings (Cipar), C-735/19, EU:C:2020:1014, t. 43.).

27 Kao drugo, što se tiče imatelja vrijednosnih papira trgovačkog društva obuhvaćenog ponudom za preuzimanje koji nisu prihvatili tu ponudu, članak 15. stavak 2. Direktive 2004/25 predviđa, pod određenim uvjetima, mogućnost da ponuditelj dobije „pravo prijenosa vrijednosnica” tih imatelja, zahtijevajući od njih da mu prodaju svoje vrijednosne papire. Osim toga, članak 16. stavak 2. te direktive predviđa odgovarajuće pravo svakog imatelja preostalih vrijednosnih papira dotičnog trgovačkog društva da zatraži od ponuditelja da otkupi njihove vrijednosne papire.

28 Kao što je to već istaknuto u točki 26. ove presude, članak 5. stavak 1. Direktive 2004/25 predviđa da cijena ponuđena manjinskim dioničarima u okviru obvezne ponude za preuzimanje njihovih dionica mora biti „pravična”. S druge strane, člankom 15. stavkom 2. i člankom 16. stavkom 2. te direktive predviđa se da se pravo prijenosa vrijednosnica imatelja preostalih vrijednosnih papira trgovačkog društva na koje se odnosi navedena direktiva ili pravo prodaje vrijednosnica tih vrijednosnih papira mora provesti „po pravičnoj cijeni”.

29 U tom pogledu, kao što je to nezavisni odvjetnik u biti istaknuo u točki 51. svojeg mišljenja, nije važno to što se u određenim jezičnim verzijama Direktive 2004/25 pridjev upotrijebljen za kvalifikaciju „cijene” iz članka 5. stavaka 1. i 4. te direktive razlikuje od onog upotrijebljenog za kvalifikaciju cijene iz članka 15. stavaka 2. i 5. te u članku 16. stavku 2. navedene direktive.

30 Naime, u drugim jezičnim verzijama Direktive 2004/25 u tim se odredbama spominje isti pridjev za kvalifikaciju te „cijene” i, čak i ako to nije slučaj, dva opisna pridjeva su sinonimi, kao na primjer u francuskoj jezičnoj verziji navedenih odredbi, u kojoj se upotrebljavaju pridjevi „équitable” (pravična) i „juste” (pravična).

31 Kad je riječ o određivanju „pravične” ili „pravedne” cijene, koja se plaća kao naknada za stjecanje vrijednosnih papira koji pripadaju manjinskim dioničarima trgovačkog društva, Direktiva 2004/25 primarno se odlučuje za objektivnu metodu.

32 Nadalje, članak 5. stavak 4. prvi podstavak Direktive 2004/25 najprije navodi da je pravična cijena najviša cijena koju su za iste vrijednosnice platili ponuditelj ili osobe koje s njim djeluju zajednički u razdoblju koje odrede države članice, od najmanje šest do najviše dvanaest mjeseci koji prethode ponudi iz članka 5. stavka 1. te direktive (vidjeti, u tom smislu, presudu od 20. srpnja 2017., Marco Tronchetti Provera i dr., C-206/16, EU:C:2017:572, t. 30. i od 10. prosinca 2020., Euromin Holdings (Cyprus), C-735/19, EU:C:2020:1014, t. 44.)

33 Tako izračunata pravična (équitable) cijena također se smatra pravičnom (juste) cijenom u smislu članka 15. stavka 5. trećeg podstavka Direktive 2004/25, koji se odnosi na pravo prijenosa vrijednosnica koje pripada imateljima dionica, na koji također upućuje članak 16. stavak 3. te direktive, koji se odnosi na pravo prodaje vrijednosnica.

34 Međutim, u članku 5. stavku 4. drugom podstavku Direktive 2004/25 predviđa se da, pod uvjetom da se poštuju načela iz članka 3. stavka 1. te direktive, države članice mogu ovlastiti svoja nadzorna tijela iz članka 4. navedene direktive da usklade cijenu iz članka 5. stavka 4. prvog podstavka te direktive pod okolnostima i u skladu s jasno određenim kriterijima. U tu svrhu države članice mogu, s jedne strane, izraditi popis okolnosti u kojima se ta cijena može uskladiti, naviše ili naniže, i, s druge strane, odrediti kriterije koje u slučajevima navedenima kao primjer u tom drugom stavku valja primijeniti (vidjeti, u tom smislu, presude od 20. srpnja 2017., Marco Tronchetti Provera i dr., C-206/16, EU:C:2017:572, t. 31. i od 10. prosinca 2020., Euromin Holdings (Cipar), C-735/19, EU:C:2020:1014, t. 45.).

35 Direktiva 2004/25 tako priznaje da se, pod određenim okolnostima, može pokazati da cijena preuzimanja vrijednosnih papira manjinskih dioničara trgovačkog društva obuhvaćenog tom direktivom, ponuđena u okviru obvezne ponude za preuzimanje i izračunata na temelju objektivne metode utvrđene u njezinu članku 5. stavku 4. prvom podstavku, nije „équitable ” ili „juste ” te zahtijeva usklađivanje.

36 Iz toga slijedi da uzimanje u obzir konteksta članka 15. stavka 5. Direktive 2004/25 ide u prilog tumačenju te odredbe na način da se njome uspostavljena pretpostavka pod određenim okolnostima može oboriti.

37 Naime, moguće je da okolnosti koje su mogle opravdati, u skladu s mogućnošću priznatom državama članicama u članku 5. stavku 4. drugom podstavku navedene direktive, da njihova nadzorna tijela naviše ili naniže usklade cijenu iz obvezne ponude za preuzimanje, nisu bile poznate tim tijelima radi provedbe takvog usklađivanje ili da se one pojave tek nakon zatvaranja te ponude, kada takvo usklađivanje više nije moguće.

38 Osim toga, ako država članica ne iskoristi tu mogućnost, neće biti moguće uskladiti cijenu ponuđenu u okviru obvezne ponude za preuzimanje, čak i ako postoje okolnosti poput onih predviđenih navedenom odredbom, koje mogu opravdati usklađivanje te cijene. U tom slučaju, samo obaranje pretpostavke utvrđene u članku 15. stavku 5. trećem podstavku Direktive 2004/25 može osigurati da cijena ponude, u okviru provedbe prava prijenosa vrijednosnica koje pripada imateljima vrijednosnih papira odnosno prava prodaje vrijednosnica bude „pravična”, kao što se to zahtijeva člancima 15. i 16. te direktive.

39 Osim toga, bilo bi paradoksalno priznati da, iako Direktiva 2004/25 priznaje mogućnost usklađivanja cijene ponuđene u okviru obvezne ponude za preuzimanje, ponude koju svaki dioničar u konačnici može odlučiti ne prihvatiti, kada je dioničar dužan prodati svoje dionice, u slučaju provedbe prava prijenosa vrijednosnica koje pripada imateljima vrijednosnih papira ili

kada je većinski dioničar dužan otkupiti dionice u okviru prava prodaje vrijednosnica, ne postoji nikakva mogućnost usklađivanja kupovne cijene obaranjem pretpostavke utvrđene u članku 15. stavku 5. trećem podstavku te direktive.

40 Uzimanje u obzir cilja Direktive 2004/25 također ide u prilog oborivosti te pretpostavke.

41 Naime, kako proizlazi iz uvodnih izjava 1. do 3. i 9., cilj je Direktive 2004/25 zaštititi interese imatelja vrijednosnih papira društava nad kojima kontrolu provodi jedna fizička ili pravna osoba te, s obzirom na to, osigurati jasnoću i transparentnost pravila u području ponuda za preuzimanje (presuda od 20. srpnja 2017., Marco Tronchetti Provera i dr., C-206/16, EU:C:2017:572, t. 24.).

42 Osim toga, među načelima koja treba poštovati prilikom primjene Direktive 2004/25, navedenima u njezinu članku 3. stavku 1. i koja se tom odredbom kvalificiraju kao „opća načela”, nalazi se ono prema kojem kada osoba stječe kontrolu nad društvom, imatelji vrijednosnih papira moraju biti zaštićeni (vidjeti, u tom smislu, presudu od 20. srpnja 2017., Marco Tronchetti Provera i dr., C-206/16, EU:C:2017:572, t. 26).

43 Međutim, bilo bi protivno tom cilju zaštite imatelja vrijednosnih papira priznati da oni mogu, u okviru njihova prava prijenosa, biti obvezni prodati svoje vrijednosne papire osobi koja je stekla kontrolu nad predmetnim trgovačkim društvom po cijeni ponuđenoj u obveznoj ponudi za preuzimanje, bez mogućnosti osporavanja pravičnosti te cijene, i to iako se Direktivom 2004/25, u njezinu članku 5. stavku 4. drugom podstavku, priznaje da pod određenim okolnostima može biti potrebno uskladiti takvu cijenu kako bi se osigurala njezina pravičnost (caractère juste ou équitable).

44 Kad je riječ o okolnostima u kojima se može smatrati da je pretpostavka utvrđena u članku 15. stavku 5. trećem podstavku Direktive 2004/25 oborena, valja uzeti u obzir, kao što je to u biti istaknuo nezavisni odvjetnik u točki 82. svojeg mišljenja, povezanost koju ta direktiva uspostavlja između cijene predviđene obveznom ponudom za preuzimanje i cijene po kojoj se preostali vrijednosni papiri, na koje se odnosi pravo prijenosa vrijednosnica koje pripada imateljima vrijednosnih papira ili pravo prodaje vrijednosnica, moraju otkupiti.

45 Kao što je to istaknuto u točki 34. ove presude, članak 5. stavak 4. drugi podstavak Direktive 2004/25 priznaje državama članicama mogućnost, uz uvjet da se načela navedena u članku 3. stavku 1. te direktive poštuju, da svoja nadzorna tijela ovlaste da usklade cijenu iz obvezne ponude za preuzimanje pod okolnostima i u skladu s jasno određenim kriterijima, u čijem se članku 5. stavku 4. drugom podstavku navodi nekoliko primjera. Međutim, ta mogućnost ne sprječava države članice da upotrijebe apstraktne pravne pojmove u propisu koji donesu radi prenošenja te odredbe (vidjeti, u tom smislu, presudu od 20. srpnja 2017., Marco Tronchetti Provera i dr., C-206/16, EU:C:2017:572, t. 37. do 42.).

46 Kada je država članica iskoristila navedenu mogućnost i definirala okolnosti pod kojima se može provesti usklađivanje cijene obvezne ponude za preuzimanje, valja smatrati da te okolnosti, ako su utvrđene, mogu opravdati obaranje pretpostavke iz članka 15. stavka 5. trećeg podstavka Direktive 2004/25, pod uvjetom da nadzorno tijelo te države članice nije bilo upoznato s tim okolnostima ili da se one pojave tek nakon zatvaranja te ponude, kada takvo usklađivanje više nije moguća.

47 Osim toga, u slučaju da dotična država članica nije iskoristila mogućnost koja joj je priznata člankom 5. stavkom 4. drugim podstavkom Direktive 2004/25, valja utvrditi da primjeri okolnosti kojima se može opravdati usklađivanje cijene u obveznoj ponudi za preuzimanje kao i kriteriji koje treba primijeniti pod takvim okolnostima, koje ta odredba predviđa, također mogu opravdati obaranje pretpostavke predviđene u članku 15. stavku 5. trećem podstavku te direktive.

48 S obzirom na sva prethodna razmatranja, na postavljena pitanja valja odgovoriti tako da članak 15. stavak 5. treći podstavak Direktive 2004/25 treba tumačiti na način da pretpostavku utvrđenu tom odredbom, prema kojoj je naknada ponuđena u obveznoj ponudi – koju je podnijelo društvo – za preuzimanje vrijednosnih papira pravična, treba smatrati oborivom pretpostavkom koja se može oboriti pod okolnostima poput onih iz članka 5. stavka 4. drugog podstavka te direktive ili koje je predmetna država članica definirala u skladu s potonjom odredbom, pod uvjetom da s tim okolnostima nije bilo upoznato nadzorno tijelo te države članice, radi usklađivanja cijene ponuđene u prethodnoj obveznoj ponudi za preuzimanje, ili da se one pojave tek nakon zatvaranja te ponude, kada takvo usklađivanje više nije moguće.

Troškovi

49 Budući da ovaj postupak ima značaj prethodnog pitanja za stranke glavnog postupka pred sudom koji je uputio zahtjev, na tom je sudu da odluči o troškovima postupka. Troškovi podnošenja očitovanja Sudu, koji nisu troškovi spomenutih stranaka, ne nadoknađuju se.

Slijedom navedenog, Sud (peto vijeće) odlučuje:

Članak 15. stavak 5. treći podstavak Direktive 2004/25/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 21. travnja 2004. o ponudama za preuzimanje

treba tumačiti na način da se:

pretpostavku utvrđenu tom odredbom, prema kojoj je naknada ponuđena u obveznoj ponudi – koju je podnijelo društvo – za preuzimanje vrijednosnih papira pravična, treba smatrati oborivom pretpostavkom koja se može oboriti pod okolnostima poput onih iz članka 5. stavka 4. drugog podstavka te direktive ili koje je predmetna država članica definirala u skladu s potonjom odredbom, pod uvjetom da s tim okolnostima nije bilo upoznato nadzorno tijelo te države članice, radi usklađivanja cijene ponuđene u prethodnoj obveznoj ponudi za preuzimanje, ili da se one pojave tek nakon zatvaranja te ponude, kada takvo usklađivanje više nije moguće.

Potpisi