A BÍRÓSÁG ÍTÉLETE (ötödik tanács)

2025. november 27.*

„Előzetes döntéshozatal – Társasági jog – 2004/25/EK irányelv – Kötelező nyilvános vételi ajánlat – Az értékpapír-tulajdonosok kivásárlási joga – A kisebbségi részvényesek védelme – A 15. cikk (5) bekezdésének harmadik albekezdése – A méltányosnak vélelmezett ajánlat ellentételezése – Megdönthető vélelem”

A C-567/24. sz. ügyben,

az EUMSZ 267. cikk alapján benyújtott előzetes döntéshozatal iránti kérelem tárgyában, amelyet az Okrožno sodišče v Ljubljani (ljubljanai regionális bíróság, Szlovénia) a Bírósághoz 2024. augusztus 21-én érkezett, 2024. június 6-i határozatával terjesztett elő

az **YO**

és

a **SVEMA TRADE, d.o.o**.

között,

a **HRAM Holding d.d. kisebbségi részvényesei**

részvételével folyamatban lévő eljárásban,

A BÍRÓSÁG (ötödik tanács),

tagjai: M. L. Arastey Sahún tanácselnök, J. Passer, E. Regan, D. Gratsias (előadó) és B. Smulders bírák,

főtanácsnok: M. Campos Sánchez-Bordona,

hivatalvezető: A. Calot Escobar,

tekintettel az írásbeli szakaszra,

figyelembe véve a következők által előterjesztett észrevételeket:

– az olasz kormány képviseletében S. Fiorentino, meghatalmazotti minőségben, segítője: I. Fresu procuratore dello Stato,

* Az eljárás nyelve: szlovén.

– a finn kormány képviseletében A. Laine, meghatalmazotti minőségben,

– az Európai Bizottság képviseletében G. Goddin, G. Meeßen és B. Rous Demiri, meghatalmazotti minőségben,

a főtanácsnok indítványának a 2025. július 3-i tárgyaláson történt meghallgatását követően,

meghozta a következő

Ítéletet

1 Az előzetes döntéshozatal iránti kérelem a nyilvános vételi ajánlatról szóló, 2004. április 21-i 2004/25/EK európai parlamenti és tanácsi irányelv (HL 2004. L 142., 12. o.; magyar nyelvű különkiadás 17. fejezet, 2. kötet, 20. o.) 15. cikke (5) bekezdése második albekezdésének értelmezésére vonatkozik.

2 E kérelmet az YO és a SVEMA TRADE d.o.o. (a továbbiakban: SVEMA) között a HRAM Holding d.d. kisebbségi részvényeseinek az értékpapírjaik eladásáért kötelező nyilvános vételi ajánlat keretében fizetendő pénzügyi ellentételezés meghatározása tárgyában folyamatban lévő jogvita keretében terjesztették elő.

Jogi háttér

Az uniós jog

3 A 2004/25 irányelv (1), (2), (3) és (9) preambulumbekezdése így szól:

„(1) Az [EK]-Szerződés 44. cikke (2) bekezdésének g) pontja szerint – azzal a céllal, hogy azokat a Közösségben egyenértékűvé tegyék – össze kell hangolni egyes olyan biztosítékokat, amelyeket a tagok és harmadik személyek érdekeinek védelmében a tagállamok a tagállam joga által szabályozott olyan társaságoktól követelnek meg, amelyek értékpapírjainak egy tagállam szabályozott piacára való tőzsdei bevezetése már megtörtént.

(2) Egy tagállam joga által szabályozott társaságok értékpapírjai birtokosainak érdekét szükséges megvédeni, amennyiben e társaságok nyilvános vételi ajánlat vagy az irányításban bekövetkező változás tárgyát képezik és legalább értékpapírjaik egy részének egy tagállam szabályozott piacára való tőzsdei bevezetése már megtörtént.

(3) A nyilvános vételi ajánlatok esetén rendezendő jogi kérdések tekintetében szükséges a közösségi szintű egyértelműség és átláthatóság kialakítása, és a Közösségen belül a vállalati szerkezetátalakítási módoknak az irányítási és vezetési kultúrák önkényes különbségei miatti eltorzításának megelőzése.

[…]

(9) A tagállamoknak meg kell tenniük a szükséges lépéseket az értékpapírok birtokosainak – különösen a kisebbségi birtokosok – védelmére, amennyiben a társaságuk irányítását megszerezték. A tagállamoknak az ilyen védelmet azzal kell biztosítaniuk, hogy kötelezik a társaság irányítását megszerző személyt arra, hogy – a közös meghatározással összhangban – méltányos áron ajánlatot tegyen a társaság értékpapírjainak birtokosai számára az összes birtokukban lévő értékpapírra. A tagállamok számára lehetővé kell tenni, hogy szabadon határozzanak meg további eszközöket az értékpapírok birtokosai érdekeinek védelmére, mint például a részleges ajánlattételi kötelezettséget, amennyiben az ajánlattevő nem szerzi meg a társaság irányítását, vagy az ajánlat közzétételét a társaság irányításának megszerzésével egyidejűleg.”

4 Ezen irányelv 1. cikkének (1) bekezdése értelmében meghatározza a tagállamok törvényi, rendeleti és közigazgatási rendelkezéseit, kézikönyveit és más szabályait – beleértve a piacok szabályozására hivatalosan felhatalmazott szervezetek által hozott rendelkezéseket – összehangoló intézkedéseket, amelyek a tagállamok joga által szabályozott társaságok értékpapírjainak nyilvános vételi ajánlataira vonatkoznak, amennyiben értékpapírjaik egy részének vagy egészének egy vagy több tagállamban az értékpapír-befektetési szolgáltatásokról szóló, 1993. május 10-i 93/22/EGK tanácsi irányelv (HL 1993. L 141., 27. o.; magyar nyelvű különkiadás 6. fejezet, 2. kötet, 43. o.) értelmében vett szabályozott piacra való bevezetése megtörtént.

5 A 2004/25 irányelv „Fogalommeghatározások” című 2. cikkének (1) bekezdése a következőket mondja ki:

„Ezen irányelv alkalmazásában

a) »nyilvános vételi ajánlat« vagy »ajánlat«: olyan, egy társaság értékpapírjainak birtokosai számára az összes értékpapír vagy azok egy részének megszerzésére akár kötelezően akár önkéntesen tett (nem a céltársaságtól származó) nyilvános vételi ajánlat, amelynek eredménye vagy célja a céltársaság irányításának a nemzeti joggal összhangban történő megszerzése;

b) »céltársaság«: az a társaság, amelynek értékpapírjai az ajánlat tárgyát képezik;

c) »ajánlattevő«: bármely, olyan köz- vagy magánjogi természetes vagy jogi személy, amely ajánlatot tesz;

d) »összehangoltan eljáró személyek«: olyan természetes vagy jogi személyek, amelyek az ajánlattevővel vagy a céltársasággal egy, a céltársaság irányításának megszerzésére vagy egy ajánlat meghiúsítására irányuló kifejezett vagy hallgatólagos, szóbeli vagy írásbeli megállapodás alapján működnek együtt;

e) »értékpapírok«: minden, egy társaságban szavazati jogot biztosító átruházható értékpapír;

[…]”

6 Ezen irányelv „Általános elvek” címet viselő 3. cikkének (1) bekezdése ekképp rendelkezik:

„Az ezen irányelv végrehajtásának céljából a tagállamok biztosítják, hogy betartják a következő alapelveket:

a) a céltársaság értékpapírjainak ugyanazon kategóriába tartozó valamennyi birtokosa számára biztosítani kell az egyenlő elbánást; továbbá ha egy személy megszerzi egy társaság irányítását, védeni kell az értékpapírok többi birtokosát;

[…]

d) a céltársaság, az ajánlattevő társaság vagy bármely, az ajánlattal érintett társaság értékpapírjai tekintetében tilos hamis piacot létrehozni oly módon, hogy az értékpapírok árának emelkedése vagy csökkenése mesterségessé váljon, és a piac szokásos működése torzuljon;

e) az ajánlattevő csak akkor jelentheti be ajánlatát, ha a készpénz ellenértéket – ha ilyen ellenértéket ajánlottak fel – teljes mértékben szolgáltatni tudja, és miután minden ésszerű intézkedést megtett a bármely más típusú ellenérték nyújtásának biztosítása érdekében;

[…]”

7 Az említett irányelvnek „A felügyeleti hatóság és az alkalmazandó jog” című 4. cikkének (1) bekezdése a következőket írja elő:

„A tagállamoknak – az ezen irányelv végrehajtása érdekében elfogadott és bevezetett szabályok céljából – ki kell jelölniük az ajánlatok felügyeletére hatáskörrel rendelkező hatóságot vagy hatóságokat. Az így kijelölt hatóságok lehetnek közjogi testületek, vagy a nemzeti jog által elismert vagy a nemzeti jog által kifejezetten e célból felhatalmazott közjogi testületek által elismert társulások vagy magánjogi testületek. A tagállamok tájékoztatják a Bizottságot e kijelölésekről és az esetleges hatáskör megosztásról. A tagállamok biztosítják, hogy e hatóságok feladataikat az ajánlat minden felétől pártatlanul és függetlenül gyakorolják.”

8 Ugyanezen irányelvnek „A kisebbségi részvényesek védelme, a kötelező ajánlat és a méltányos ár” című 5. cikke az (1), (3) és (4) bekezdésében ekképp rendelkezik:

„(1) Amennyiben egy természetes vagy jogi személy saját szerzése, vagy a vele összehangoltan eljáró személyek szerzése következtében az 1. cikk (1) bekezdésében említett társaság értékpapírjaival rendelkezik, amely – a korábban szerzett értékpapírjaival vagy a vele összehangoltan eljáró személyek értékpapírjaival együtt – közvetlenül vagy közvetve a szavazati jogok meghatározott százalékát biztosítja e társaságban, amely lehetővé teszi számára a társaság irányítását, a tagállamok biztosítják, hogy e személy e társaság kisebbségi részvényeseinek védelme érdekében ajánlattételre kötelezett. Az ilyen ajánlatot a (4) bekezdésben meghatározott méltányos áron a lehető legkorábban az ezen értékpapírok valamennyi birtokosa részére az összes részesedésükre vonatkozóan teszik meg.

[…]

(3) Az (1) bekezdés alkalmazásában a szavazati jogok irányítást biztosító arányát, és ennek kiszámítási módját annak a tagállamnak a szabályai határozzák meg, ahol a társaság létesítő okirat szerinti székhelye található.

(4) Méltányos árnak az ajánlattevő vagy a vele összehangoltan eljáró személyek által ugyanazon értékpapírokért a tagállamok által meghatározott időtartam alatt – amely az (1) bekezdésben említett ajánlat megtétele előtt nem kevesebb mint hat hónap és nem több mint 12 hónap – megfizetett legmagasabb ár tekintendő. Ha – az ajánlat nyilvánosságra hozatala után és az ajánlat elfogadására nyitva álló határidő lejárta előtt – az ajánlattevő vagy a vele összehangoltan eljáró személyek az ajánlati árnál magasabb áron vásárolnak értékpapírokat, az ajánlattevő megemeli ajánlatát, hogy legalább egyenlő legyen az így megszerzett értékpapírokért fizetett legmagasabb árral.

Feltéve, hogy a 3. cikk (1) bekezdésében meghatározott általános elveket betartják, a tagállamok feljogosíthatják felügyeleti hatóságaikat, hogy az első albekezdésben említett árat módosítsák tisztán meghatározott körülmények esetén és kritériumok szerint. E célból készíthetnek egy listát azon körülményekről, amelyek esetén a legmagasabb ár akár felfelé vagy lefelé módosítható, például amennyiben a legmagasabb árat az eladó és a vevő közötti megállapodás határozta meg, amennyiben a kérdéses értékpapírok piaci áraival manipuláltak, amennyiben a piaci árakat általánosságban, vagy bizonyos piaci árakat egyedileg kivételes események befolyásoltak, vagy az ajánlati ár módosítására egy nehézségekkel küzdő vállalkozás megmentése érdekében kerül sor. Meghatározhatják az ilyen esetekben alkalmazandó kritériumokat is, például az átlagos piaci értéket egy meghatározott időszakban, egy társaság felszámolási értékét, vagy bármely más, a pénzügyi elemzésben általánosan használt objektív értékelési kritériumot.

A felügyeleti hatóságnak a méltányos árat módosító bármely döntését meg kell indokolni és nyilvánosságra kell hozni.”

9 A 2004/25 irányelv „Kiszorítás” című 15. cikkének szövege a következő:

„(1) A tagállamok biztosítják, hogy a céltársaság értékpapírjainak birtokosai számára azok összes értékpapírjára vonatkozó ajánlat megtételét követően a (2)–(5) bekezdést alkalmazzák.

(2) A tagállamok biztosítják, hogy az ajánlattevő kérheti a fennmaradó értékpapírok minden birtokosától, hogy ezen értékpapírokat méltányos áron neki eladják. A tagállamok e jogot a következő esetek valamelyikében vezetik be:

a) amennyiben az ajánlattevő birtokolja a szavazati jogokat megtestesítő tőke legalább 90%-át, és a céltársaság szavazati jogainak legalább 90%-át,

vagy

b) amennyiben – az ajánlat elfogadását követően – az ajánlattevő a céltársaság szavazati jogokat megtestesítő tőkéjének legalább 90%-át képviselő szavazati jogokat és az ajánlat részét képező szavazati jogok legalább 90%-át megtestesítő értékpapírokat megszerezte vagy szerződésben kötelezte magát azok megszerzésére.

Az a) pontban említett esetben a tagállamok magasabb küszöbértéket is meghatározhatnak, amely azonban nem haladhatja meg a szavazati jogokat megtestesítő tőke 95%-át és a szavazati jogok 95%-át.

(3) A tagállamok biztosítják, hogy olyan szabályok vannak hatályban, amelyek lehetővé teszik a küszöbérték elérésének kiszámítását.

Amennyiben a céltársaság több értékpapírosztályba tartozó értékpapírt bocsátott ki, a tagállamok előírhatják, hogy a kivásárlási jog csak arra az osztályra vonatkozik, amelyben a (2) bekezdésben megállapított küszöbértéket elérték.

(4) Amennyiben az ajánlattevő élni kíván a kivásárlási joggal, ezt a 7. cikkben említett, az ajánlat elfogadására nyitva álló határidő lejárta utáni három hónapon belül teheti meg.

(5) A tagállamok biztosítják, hogy a kivásárlásra méltányos áron kerül sor. Az ellenértéket ugyanolyan formában kell szolgáltatni, mint az ajánlatban felkínált ellenértéket, vagy készpénzben. A tagállamok előírhatják, hogy a készpénzt legalább választási lehetőségként fel kell ajánlani.

Önkéntes ajánlatot követően a (2) bekezdés a) és b) pontjában említett mindkét esetben az ajánlatban szereplő ellenérték akkor tekinthető méltányosnak, ha az ajánlattevő – az ajánlat elfogadásával – megszerezte az ajánlat tárgyát képező szavazati jogokat megtestesítő tőke legalább 90%-át képviselő értékpapírokat.

Kötelező ajánlattételt követően az ajánlatban szereplő ellenértéket méltányosnak kell tekinteni.”

10 Ezen irányelv „Eladási jog” című 16. cikke a következőket írja elő:

„(1) A tagállamok biztosítják, hogy a céltársaság értékpapírjainak birtokosai számára azok összes értékpapírjára vonatkozó ajánlat megtételét követően a (2) és (3) bekezdést alkalmazzák.

(2) A tagállamok biztosítják, hogy a fennmaradó értékpapírok birtokosa kérheti az ajánlattévőtől azt, hogy ezen értékpapírokat méltányos áron tőle megvegye a 15. cikk (2) bekezdésében előírt feltételekkel azonos feltételek szerint.

(3) A 15. cikk (3)–(5) bekezdését értelemszerűen alkalmazni kell.”

A szlovén jog

11 A 2006. július 14-i Zakon o prevzemih (a nyilvános vételi ajánlattételről szóló törvény, Uradni list RS, 79/06. sz.) alapügyre alkalmazandó változatának (a továbbiakban: nyilvános vételi ajánlattételről szóló törvény) 68. cikke előírja:

„(1) Amennyiben e cikk 2) bekezdése eltérő rendelkezést nem tartalmaz, a gazdasági társaságokról szóló törvénynek a társaság kisebbségi részvényesei kiszorítására vonatkozó rendelkezéseit kell alkalmazni az olyan céltársaság kisebbségi részvényeseinek kiszorítására, amelyben a vevő e társaság összes, szavazati jogot biztosító részvényeinek legalább 90%-át szerezte meg az ajánlattétellel érintett céltársaság szavazati jogot biztosító részvényei legalább 90%-ának tulajdonosai által elfogadott kötelező vagy önkéntes nyilvános vételi ajánlat által.

(2) Amennyiben a céltársaság közgyűlése a vevő mint többségi részvényes javaslatára az előző bekezdésben említett nyilvános vételi ajánlattétel eredményének közzétételétől számított három hónapon belül határozatot hoz a kisebbségi részvényesek részvényeinek a többségi részvényesre történő átruházásáról, a vevő a gazdasági társaságokról szóló törvénynek megfelelően meghatározott pénzösszeg helyett ellenértékként a nyilvános vételi ajánlatban meghatározott típusú és összegű ellenértéket ajánl fel.”

Az alapeljárás és az előzetes döntéshozatalra előterjesztett kérdések

12 Az YO a HRAM Holding d.d. kisebbségi részvényese, amelynek részvényeit a szlovén tőzsdén jegyzik.

13 A SVEMA, amely kezdetben a HRAM Holding részvényei 19,77%-ának tulajdonosa volt, a HRAM Holding részvényeinek 67,56%-át kitevő további részesedés 2021. szeptember 30-i felvásárlását követően a HRAM Holding többségi részvényesévé vált. Mivel ily módon a SVEMA-nak a HRAM Holding tőkéjében való részesedése meghaladta a szlovén szabályozásban előírt ellenőrzési küszöbértéket, a szlovén értékpapír-felügyeleti hatóság engedélyezte számára, hogy kötelező nyilvános vételi ajánlatot tegyen, amit 2021. október 27-én meg is tett. Ezen ajánlatot követően a SVEMA a HRAM Holding részvényeinek 90,51%-ával rendelkezett.

14 Mivel az említett ajánlat így a felvásárlásról szóló törvény 68. cikke értelmében sikeres volt, a HRAM Holding közgyűlése a SVEMA javaslatára az e felvásárlást követő három hónapon belül határozatot fogadott el, amely arra irányult, hogy a HRAM Holding kisebbségi részvényesei a SVEMA által közzétett nyilvános vételi ajánlatban az egyes részvények tekintetében meghatározott összeggel megegyező összegű pénzügyi ellentételezés ellenében értékesítsék részvényeiket a SVEMA számára.

15 Az YO keresetet indított az Okrožno sodišče v Ljubljani (ljubljanai regionális bíróság, Szlovénia), a kérdést előterjesztő bíróság előtt a SVEMA által a HRAM Holding kisebbségi részvényesei számára a részvényeik kötelező visszavásárlásáért fizetendő megfelelő pénzügyi ellentételezés bírósági úton történő megállapítása iránt.

16 Egy 2023. január 27-i határozattal kijelölték a HRAM Holding kisebbségi részvényeseinek közös képviselőjét a kérdést előterjesztő bíróság előtt indított eljárás tekintetében. E képviselő egyetért az YO által a keresetében előadott érvekkel.

17 A kérdést előterjesztő bíróság a 2004/25 irányelv 15. cikke (5) bekezdése harmadik albekezdésének értelmezését kéri a nyilvános vételi ajánlattételről szóló törvény 68. cikkének értelmezése érdekében, amely törvény átültette ezt az irányelvet a szlovén jogrendbe. Különösen az a kérdés merül fel, hogy az említett irányelv 15. cikke (5) bekezdésének harmadik albekezdésében felállított vélelmet megdönthetőnek vagy megdönthetetlennek kell-e tekinteni. A kérdést előterjesztő bíróság szerint e rendelkezés szövege önmagában nem teszi lehetővé e kérdés megválaszolását, tekintettel az annak különböző nyelvi változatai között fennálló eltérésekre.

18 E körülmények között az Okrožno sodišče v Ljubljani (ljubljanai körzeti bíróság) úgy határozott, hogy az eljárást felfüggeszti, és előzetes döntéshozatal céljából a következő kérdéseket terjeszti a Bíróság elé:

„1) Úgy kell-e értelmezni a [2004/25] irányelv 15. cikke (5) bekezdésének harmadik albekezdését, hogy az irányelv e rendelkezésében foglalt vélelmet megdönthetetlennek kell tekinteni, vagy az megdönthető vélelemnek minősül?

2) Amennyiben a méltányos ellenérték e vélelmét megdönthetőnek kell tekinteni, akkor azt korlátlanul vagy adott esetben kizárólag meghatározott körülmények esetén lehet megdönteni?”

Az előzetes döntéshozatalra előterjesztett kérdésekről

19 Kérdéseivel, amelyeket célszerű együttesen vizsgálni, a kérdést előterjesztő bíróság lényegében arra keresi a választ, hogy úgy kell-e értelmezni a 2004/25 irányelv 15. cikke (5) bekezdésének harmadik albekezdését, hogy az e rendelkezés által felállított azon vélelmet, miszerint a társaság értékpapírjainak kötelező megvásárlására vonatkozó nyilvános ajánlat ellenértéke méltányos, megdönthető vélelemnek kell tekinteni, és igenlő válasz esetén milyen feltételek mellett kell e vélelmet megdöntöttnek tekinteni.

20 A 2004/25 irányelv 15. cikkének (1) és (2) bekezdése értelmében a tagállamoknak biztosítaniuk kell, hogy amennyiben az érintett társaság értékpapírjai valamennyi birtokosának vételi ajánlatot tettek, az ajánlattevő bizonyos feltételek mellett megkövetelhesse a megmaradó értékpapírok tulajdonosaitól, hogy ezen értékpapírokat számára méltányos áron értékesítsék. E tekintetben ezen irányelv 15. cikke (5) bekezdésének harmadik albekezdése előírja, hogy az említett irányelv 5. cikkének (1) bekezdése szerinti kötelező ajánlattételt követően „az ajánlat ellenértékét méltányosnak kell tekinteni”.

21 Bár a 2004/25 irányelv 15. cikkének (5) bekezdése kifejezetten utal a vélelem fennállására, nem pontosítja, hogy az megdönthető vagy megdönthetetlen-e.

22 E bekezdés egyes nyelvi változatai, mint például a görög, az angol, a francia vagy a portugál nyelvi változatok anélkül hivatkoznak vélelemre, hogy meghatároznák annak jellegét. Ezzel szemben ugyanezen bekezdés más nyelvi változatai, különösen a spanyol, német és olasz, illetve – amint arra a kérdést előterjesztő bíróság rámutat – szlovén nyelvi változat egy olyan igét használ, amely arra utal, hogy az abban foglalt vélelem megdönthetetlen.

23 Az állandó ítélkezési gyakorlat szerint egy uniós jogi rendelkezés valamely nyelvi változatának megfogalmazása nem szolgálhat e rendelkezés értelmezésének kizárólagos alapjául, illetve e tekintetben nem élvezhet elsőbbséget más nyelvi változatokkal szemben. Az uniós jog rendelkezéseit ugyanis egységesen kell értelmezni és alkalmazni az Európai Unió valamennyi nyelvén készült változatok figyelembevételével. Így az uniós jogi szövegek egyes nyelvi változatai közötti eltérés esetén a szóban forgó rendelkezést azon szabályozás általános rendszerére és céljára tekintettel kell értelmezni, amelynek az a részét képezi (1977. október 27-i Bouchereau ítélet, 30/77, EU:C:1977:172, 14. pont; 2025. április 30-i Celní jednatelství Zelinka ítélet, C-330/24, EU:C:2025:296, 19. pont, valamint az ott hivatkozott ítélkezési gyakorlat).

24 Következésképpen az előterjesztett kérdések megválaszolása érdekében a 2004/25 irányelv 15. cikke (5) bekezdésének harmadik albekezdését ezen irányelv általános rendszerére és céljára tekintettel kell értelmezni.

25 A 2004/25 irányelv általános rendszerét illetően meg kell állapítani, hogy abban az esetben, ha egy természetes vagy jogi személy megszerzi az ezen irányelv hatálya alá tartozó társaság feletti irányítást, az irányelv olyan kétlépcsős eljárást ír elő, amely ahhoz vezethet, hogy e személy e társaság összes részvényét megszerzi.

26 Mindenekelőtt a 2004/25 irányelv 5. cikkének (1) bekezdése rögzíti az adott társaságban részesedést biztosító értékpapírok vételére vonatkozó kötelező ajánlattétel elvét. Ennek megfelelően előírja, hogy amennyiben egy természetes vagy jogi személy olyan értékpapírokkal rendelkezik, amelyek az ezen irányelv hatálya alá tartozó társaság felett irányítást biztosítanak, a tagállamok biztosítják, hogy e személy köteles legyen ajánlatot tenni e társaság kisebbségi

részvényeseinek védelme érdekében, és ennek az ajánlatnak az említett irányelv 5. cikkének (4) bekezdésében meghatározott „méltányos áron” kell kiterjednie e részvényesek összes részesedésére (lásd ebben az értelemben: 2017. július 20-i Marco Tronchetti Provera és társai ítélet, C-206/16, EU:C:2017:572, 29. pont; 2020. december 10-i Euromin Holdings [Cyprus] ítélet, C-735/19, EU:C:2020:1014, 43. pont).

27 Másodsorban, ami a nyilvános vételi ajánlattal érintett társaság értékpapírjainak azon tulajdonosait illeti, akik nem fogadták el ezt az ajánlatot, a 2004/25 irányelv 15. cikkének (2) bekezdése bizonyos feltételek mellett előírja az ajánlattevő számára annak lehetőségét, hogy e tulajdonosokkal szemben „kivásárlási jogot” szerezzen, megkövetelve azoktól értékpapírjaik eladását. Ezen irányelv 16. cikkének (2) bekezdése egyébiránt előírja az érintett társaság fennmaradó értékpapírjai minden egyes birtokosának ahhoz való jogát, hogy az ajánlattevőtől az értékpapírjainak megvételét kérje.

28 Amint az a jelen ítélet 26. pontjában már megállapításra került, a 2004/25 irányelv 5. cikkének (1) bekezdése előírja, hogy a kisebbségi részvényesekkel szemben a részvényeik kötelező megvásárlására vonatkozó nyilvános ajánlat keretében ajánlott árnak „méltányosnak” kell lennie. Ezen irányelv 15. cikkének (2) bekezdése, illetve 16. cikkének (2) bekezdése előírja, hogy az említett irányelv hatálya alá tartozó társaság fennmaradó értékpapírjai birtokosaitól való megvásárlásának, illetve ezen értékpapírok kötelező visszavásárlásának „méltányos áron” kell történnie.

29 E tekintetben, amint arra a főtanácsnok is lényegében rámutatott indítványának 51. pontjában, nincs jelentősége annak, hogy a 2004/25 irányelv egyes nyelvi változataiban az ezen irányelv 5. cikkének (1) és (4) bekezdésében említett „ár” minősítéséhez használt melléknév eltér az említett irányelv 15. cikkének (2) és (5) bekezdésében, valamint 16. cikkének (2) bekezdésében említett ár minősítéséhez használt melléknévtől.

30 A 2004/25 irányelv más nyelvi változataiban ugyanis e rendelkezések ugyanazt a melléknevet említik ezen „ár” minősítése céljából, és még ha nem is ez a helyzet, az alkalmazott két melléknév szinonimának minősül, mint például az említett rendelkezések francia nyelvi változatában, amely az „équitable” és a „juste” mellékneveket használja.

31 Egy társaság kisebbségi részvényeseihez tartozó értékpapírok megszerzésének ellenértékeként fizetett „méltányos” vagy „megfelelő” ár meghatározását illetően a 2004/25 irányelv elsődlegesen objektív módszert választ.

32 Ily módon a 2004/25 irányelv 5. cikke (4) bekezdésének első albekezdése elsődlegesen a méltányos árat úgy tekinti, hogy az az ajánlattevő vagy a vele összehangoltan eljáró személyek által ugyanazon értékpapírokért a tagállamok által meghatározott, az ezen irányelv 5. cikkének (1) bekezdése szerinti ajánlattételt megelőző legalább hat hónaptól legfeljebb tizenkét hónapig terjedő időszakban fizetett legmagasabb ár (lásd ebben az értelemben: 2017. július 20-i Marco Tronchetti Provera és társai ítélet, C-206/16, EU:C:2017:572, 30. pont; 2020. december 10-i Euromin Holdings [Cyprus] ítélet, C-735/19, EU:C:2020:1014, 44. pont).

33 Az így kiszámított méltányos ár a 2004/25 irányelv 15. cikke (5) bekezdésének a részvénytulajdonosok kivásárlási jogára vonatkozó harmadik albekezdése értelmében vett méltányos árnak minősül, amelyre ezen irányelv 16. cikkének a részvények kötelező visszavásárlására vonatkozó (3) bekezdése is utal.

34 Mindazonáltal, a 2004/25 irányelv 5. cikke (4) bekezdésének második albekezdése előírja, hogy az ezen irányelv 3. cikkének (1) bekezdésében meghatározott elvek betartásának feltételével a tagállamok feljogosíthatják az említett irányelv 4. cikkében szereplő felügyeleti hatóságaikat, hogy a méltányos árat módosítsák tisztán meghatározott körülmények esetén és kritériumok szerint. E célból a tagállamok egyrészt összeállíthatják azon körülmények listáját, amelyek esetén ez az ár felfelé vagy lefelé módosítható, másrészt meghatározhatják az említett második albekezdésben példálózó jelleggel felsorolt esetekben alkalmazandó kritériumokat (lásd ebben az értelemben: 2017. július 20-i Marco Tronchetti Provera és társai ítélet, C-206/16, EU:C:2017:572, 31. pont; 2020. december 10-i Euromin Holdings [Cyprus] ítélet, C-735/19, EU:C:2020:1014, 45. pont).

35 A 2004/25 irányelv ily módon elismeri, hogy bizonyos körülmények között az ezen irányelv hatálya alá tartozó társaság kisebbségi részvényesei értékpapírjainak a kötelező nyilvános vételi ajánlat keretében ajánlott és az irányelv 5. cikke (4) bekezdésének első albekezdésében meghatározott objektív módszer alapján kiszámított vételára nem bizonyul „méltányosnak” vagy „megfelelőnek”, és szükségessé teheti a módosítást.

36 Ebből következik, hogy azon szövegkörnyezet figyelembevétele, amelybe a 2004/25 irányelv 15. cikkének (5) bekezdése illeszkedik, e rendelkezés olyan értelmezése mellett szól, amely szerint az abban felállított vélelem bizonyos körülmények között megdönthető.

37 Lehetséges ugyanis, hogy azokat a körülményeket, amelyek a tagállamok számára az említett irányelv 5. cikke (4) bekezdésének második albekezdésében elismert lehetőségnek megfelelően igazolhatták volna a kötelező nyilvános vételi ajánlatban szereplő árnak a felügyeleti hatóságaik általi felfelé vagy lefelé történő módosítását, nem hozták e hatóságok tudomására egy ilyen módosítás elvégzése céljából, vagy azok csak ezen ajánlat lezárását követően merültek fel, amikor egy ilyen módosítás már nem lehetséges.

38 Ezenfelül, ha egy tagállam nem él ezzel a lehetőséggel, nem lehet módosítani a kötelező nyilvános vételi ajánlat keretében ajánlott árat, még akkor sem, ha fennállnak olyan – az említett rendelkezésben szereplőhöz hasonló – körülmények, amelyek igazolhatnák ezen ár módosítását. Ebben az esetben kizárólag a 2004/25 irányelv 15. cikke (5) bekezdésének harmadik albekezdésében felállított vélelem megdöntése alkalmas annak biztosítására, hogy az értékpapír-tulajdonosok vagy az értékpapírok kötelező visszavásárlása keretében az ajánlati ár „méltányos” legyen, amint azt ezen irányelv 15. és 16. cikke megköveteli.

39 Ezenkívül paradox lenne annak elismerése, hogy míg a 2004/25 irányelv elismeri a kötelező nyilvános vételi ajánlat keretében ajánlott ár módosításának lehetőségét, amely ajánlat tekintetében az egyes részvényesek végső soron dönthetnek úgy, hogy nem fogadják el, ha a részvényes köteles a részvényeit eladni az értékpapír-tulajdonosok kivásárlási jogának fennállása esetén, vagy ha a többségi részvényes köteles részvényeket visszavásárolni a kötelező vásárlás keretében, a vételárnak az ezen irányelv 15. cikke (5) bekezdésének harmadik albekezdésében felállított vélelem megdöntésével történő módosítására nincs lehetőség.

40 A 2004/25 irányelv céljának figyelembevétele szintén e vélelem megdönthető jellege mellett szól.

41 Amint ugyanis az a 2004/25 irányelv (1), (2) és (9) preambulumbekezdéséből kitűnik, ezen irányelv célja azon társaságok által kibocsátott értékpapírok tulajdonosai érdekeinek védelme, amely társaságok felett valamely természetes vagy jogi személy irányítást szerzett, és ezt szem előtt

tartva ezen irányelv biztosítani kívánja a nyilvános vételi ajánlatra vonatkozó szabályok egyértelműségét és átláthatóságát (2017. július 20-i Marco Tronchetti Provera és társai ítélet, C-206/16, EU:C:2017:572, 24. pont).

42 Ezenkívül azon elvek között, amelyeket a 2004/25 irányelv alkalmazása során tiszteletben kell tartani, és amelyeket ezen irányelv 3. cikkének (1) bekezdése határoz meg, és amelyeket e rendelkezés „általános elveknek” minősít, az az elv is szerepel, miszerint ha egy személy megszerzi valamely társaság irányítását, védelemben kell részesíteni az értékpapírok tulajdonosait (lásd ebben az értelemben: 2017. július 20-i Marco Tronchetti Provera és társai ítélet, C-206/16, EU:C:2017:572, 26. pont).

43 Márpedig az értékpapírok tulajdonosainak védelmére irányuló célkitűzéssel ellentétes lenne annak elismerése, hogy kivásárlási joguk keretében kötelesek lennének értékpapírjaikat az érintett társaság feletti irányítást megszerző személy részére a kötelező nyilvános vételi ajánlatban ajánlott áron eladni, anélkül hogy vitathatnák ezen ár méltányos jellegét, még akkor is, ha a 2004/25 irányelv 5. cikke (4) bekezdésének második albekezdésében elismeri, hogy bizonyos körülmények között szükséges lehet az ilyen ár módosítása annak méltányos vagy megfelelő jellege biztosítása érdekében.

44 Azon körülményeket illetően, amelyek között a 2004/25 irányelv 15. cikke (5) bekezdésének harmadik albekezdésében felállított vélelmet megdöntöttnek lehet tekinteni, amint arra a főtanácsnok is lényegében rámutatott indítványának 82. pontjában, figyelembe kell venni, hogy ezen irányelv a kötelező nyilvános vételi ajánlatban előírt ár és azon ár között teremt kapcsolatot, amelyen az értékpapír-tulajdonosok kötelező felvásárlásával vagy az értékpapírok kötelező visszavásárlásával érintett fennmaradó értékpapírokat vissza kell vásárolni.

45 Amint az a jelen ítélet 34. pontjában megállapításra került, a 2004/25 irányelv 5. cikke (4) bekezdésének második albekezdése elismeri a tagállamok azon lehetőségét, hogy az ezen irányelv 3. cikkének (1) bekezdésében kimondott elvek tiszteletben tartása mellett engedélyezzék felügyeleti hatóságaik számára a kötelező nyilvános vételi ajánlat árának módosítását tisztán meghatározott körülmények esetén és kritériumok szerint, amelyekre ezen 5. cikk (4) bekezdésének második albekezdése tartalmaz néhány példát. Ez a lehetőség azonban nem akadályozza meg a tagállamokat abban, hogy az ez utóbbi rendelkezés átültetése céljából elfogadott szabályozásban elvont jogi fogalmakat alkalmazzanak (lásd ebben az értelemben: 2017. július 20-i Marco Tronchetti Provera és társai ítélet, C-206/16, EU:C:2017:572, 37–42. pont).

46 Amennyiben valamely tagállam élt az említett lehetőséggel, és meghatározta azokat a körülményeket, amelyek között a kötelező nyilvános vételi ajánlatban szereplő árat módosítani lehet, meg kell állapítani, hogy e körülmények, amennyiben megállapításra kerülnek, igazolhatják a 2004/25 irányelv 15. cikke (5) bekezdésének harmadik albekezdésében foglalt vélelem megdöntését, feltéve hogy azokat nem hozták e tagállam felügyeleti hatósága tudomására, vagy azok csak ezen ajánlat lezárását követően jelennek meg, amennyiben az ilyen módosítás már nem lehetséges.

47 Egyébiránt abban az esetben, ha az érintett tagállam nem élt a 2004/25 irányelv 5. cikke (4) bekezdésének második albekezdésében számára biztosított lehetőséggel, meg kell állapítani, hogy a kötelező nyilvános vételi ajánlatban szereplő ár módosításának igazolására alkalmas körülményekre vonatkozó példák, valamint az ilyen körülmények között alkalmazandó kritériumok, amelyeket e rendelkezés ír elő, szintén igazolhatják az ezen irányelv 15. cikke (5) bekezdésének harmadik albekezdésében előírt vélelem megdöntését.

48 A fenti megfontolások összességére tekintettel az előterjesztett kérdésekre azt a választ kell adni, hogy a 2004/25 irányelv 15. cikke (5) bekezdésének harmadik albekezdését úgy kell értelmezni, hogy az e rendelkezés által felállított azon vélelmet, amely szerint a társaság értékpapírjainak kötelező vételére vonatkozó nyilvános ajánlat ellenértéke méltányos, olyan megdönthető vélelemnek kell tekinteni, amely megdönthető az ezen irányelv 5. cikke (4) bekezdésének második albekezdésében előírtakhoz hasonló körülmények vagy az érintett tagállam által ez utóbbi rendelkezés alapján meghatározott feltételek fennállása mellett, feltéve hogy e körülményeket nem hozták e tagállam felügyeleti hatósága tudtára az előzetes kötelező nyilvános vételi ajánlat árának módosítása céljából, vagy ha e körülmények csak az ajánlat lezárását követően merülnek fel, amikor az ilyen módosítás már nem lehetséges.

A költségekről

49 Mivel ez az eljárás az alapeljárásban részt vevő felek számára a kérdést előterjesztő bíróság előtt folyamatban lévő eljárás egy szakaszát képezi, ez a bíróság dönt a költségekről. Az észrevételeknek a Bíróság elé terjesztésével kapcsolatban felmerült költségek, az említett felek költségeinek kivételével, nem téríthetők meg.

A fenti indokok alapján a Bíróság (ötödik tanács) a következőképpen határozott:

A nyilvános vételi ajánlatról szóló, 2004. április 21-i 2004/25/EK európai parlamenti és tanácsi irányelv 15. cikke (5) bekezdésének harmadik albekezdését

a következőképpen kell értelmezni:

az e rendelkezés által felállított azon vélelmet, amely szerint a társaság értékpapírjainak kötelező vételére vonatkozó nyilvános ajánlat ellenértéke méltányos, olyan megdönthető vélelemnek kell tekinteni, amely megdönthető az ezen irányelv 5. cikke (4) bekezdésének második albekezdésében előírtakhoz hasonló körülmények vagy az érintett tagállam által ez utóbbi rendelkezés alapján meghatározott feltételek fennállása mellett, feltéve hogy e körülményeket nem hozták e tagállam felügyeleti hatósága tudtára az előzetes kötelező nyilvános vételi ajánlat árának módosítása céljából, vagy ha e körülmények csak az ajánlat lezárását követően merülnek fel, amikor az ilyen módosítás már nem lehetséges.

Aláírások