SENTENZA TAL-QORTI TAL-ĠUSTIZZJA (Il-Ħames Awla)

27 ta' Novembru 2025 *

"Rinviju għal deċiżjoni preliminari – Dritt tal-kumpanniji – Direttiva 2004/25/KE – Offerta pubblika ta' akkwist obbligatorja – Irtirar obbligatorju tad-detenturi ta' titoli – Protezzjoni tal-azzjonisti minoritarji – It-tielet subparagrafu tal-Artikolu 15(5) – Korrispettiv tal-offerta preżunta ġusta – Preżunzjoni konfutabbli"

Fil-Kawża C-567/24,

li għandha bħala suġġett talba għal deċiżjoni preliminari skont l-Artikolu 267 TFUE, imressqa mill-Okrožno sodišče v Ljubljani (il-Qorti Reġjonali ta' Ljubljana, is-Slovenja), permezz ta' deċiżjoni tas-6 ta' Ġunju 2024, li waslet fil-Qorti tal-Ġustizzja fil-21 ta' Awwissu 2024, fil-proċedura

**YO**

vs

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

fil-preżenza ta':

**Azzjonisti minoritarji tal-kumpannija HRAM Holding d.d.,**

IL-QORTI TAL-ĠUSTIZZJA (Il-Ħames Awla),

komposta minn M. L. Arastey Sahún, Presidenta tal-Awla, J. Passer, E. Regan, D. Gratsias (Relatur) u B. Smulders, Imħallfin,

Avukat Ġenerali: M. Campos Sánchez-Bordona,

Reġistratur: A. Calot Escobar,

wara li rat il-proċedura bil-miktub,

wara li kkunsidrat l-osservazzjonijiet ippreżentati:

– għall-Gvern Taljan, minn S. Fiorentino, bħala aġent, assistit minn I. Fresu, procuratore dello Stato,

* Lingwa tal-kawża: Is-Sloven.

– għall-Gvern Finlandiż, minn A. Laine, bħala aġent,

– għall-Kummissjoni Ewropea, minn G. Goddin, G. Meeßen u B. Rous Demiri, bħala aġenti,

wara li semgħet il-konklużjonijiet tal-Avukat Ġenerali, ippreżentati fis-seduta tat-3 ta' Lulju 2025,

tagħti l-preżenti

**Sentenza**

1 It-talba għal deċiżjoni preliminari tirrigwarda l-interpretazzjoni tat-tielet subparagrafu tal-Artikolu 15(5) tad-Direttiva 2004/25/KE tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill tal-21 ta' April 2004 fuq offerti ta' xiri (ĠU Edizzjoni Speċjali bil-Malti, Kapitolu 17, Vol. 2, p. 20).

2 Din it-talba tressqet fil-kuntest ta' tilwima bejn YO u SVEMA TRADE d.o.o. (iktar 'il quddiem "SVEMA") dwar l-iffissar tal-kumpens finanzjarju li għandu jitħallas lill-azzjonisti minoritarji tal-kumpannija HRAM Holding d.d. għall-bejgħ tat-titoli tagħhom, fil-kuntest ta' offerta pubblika ta' akkwist obbligatorja.

## Il-kuntest ġuridiku

### *Id-dritt tal-Unjoni*

3 Il-premessi 1 sa 3 u 9 tad-Direttiva 2004/25 jgħidu li:

"(1) Skond l-Artikolu 44(2)(g) [KE], hija neċessarja l-kordinazzjoni ta' ċerti salvagwardji li, għall-protezzjoni ta' l-interessi tal-membri u oħrajn, l-Istati Membri jirrikjedu mill-kumpanniji mħarsa bil-liġi ta' xi Stat Membru, li s-sigurtajiet tiegħu ikunu aċċettati f'suq regolat ta' Stat Membru, bil-ħsieb li jagħmlu dawn is-salvagwardji l-istess madwar il-Komunità.

(2) Hija neċessarja l-protezzjoni ta' l-interessi tad-detenturi tas-sigurtajiet tal-kumpanniji li huma mħarsa mil-liġi ta' Stat Membru meta dawn il-kumpanniji jkunu suġġetti għall-offerti ta' xiri jew għat-tibdil fil-kontroll u ta' mill-inqas ftit mis-sigurtajiet tagħhom ikunu aċċettati għall-kummerċ fis-suq regolat ta' xi Stat Membru.

(3) Hija neċessarja li madwar il-Komunità tinħoloq stampa ċara u trasparenti rigward materji legali li jkollhom jiġu solvuti f'każi ta' offerti ta' xiri u biex tiġi evitata d-distorsjoni fil-metodi ta' ristrutturar korporattiv fil-Komunità permezz ta' differenzi arbitrarji fil-kulturi tat-tmexxija u tal-ġestjoni.

[…]

(9) L-Istati Membri għandhom jieħdu l-miżuri neċessarji biex jipproteġu lid-detenturi tas-sigurtajiet, b'mod partikolari dawk b'assi f'minoranza, meta jinkiseb il-kontroll tal-kumpanniji tagħhom. L-Istati Membri għandhom jassiguraw din il-protezzjoni billi jobbligaw lill-persuna li tkun kisbet il-kontroll ta' xi kumpannija biex tagħmel offerta lid-detenturi kollha tas-sigurtajiet tal-kumpannija għall-assi kollha tagħhom bi prezz

raġonevoli skond id-definizzjoni komuni. L-Istati Membri għandhom ikunu liberi biex jistabbilixxu strumenti oħra għall-protezzjoni ta' l-interessi tad-detenturi tas-sigurtajiet, bħal ma huma l-obbligu li ssir offerta parzjali fejn dak li jagħmel l-offerta ma jakkwistax il-kontroll tal-kumpannija u l-obbligu li tiġi żvelata l-offerta fl-istess żmien meta jittieħed il-kontroll tal-kumpannija."

4 Skont l-Artikolu 1(1) tagħha, din id-direttiva tipprevedi miżuri ta' koordinazzjoni ta' dispożizzjonijiet leġiżlattivi, regolamentari u amministrattivi, ta' kodiċijiet ta' prattika jew ta' dispożizzjonijiet oħra tal-Istati Membri, inklużi d-dispożizzjonijiet stabbiliti minn organizzazzjonijiet uffiċjalment awtorizzati li jirregolaw is-swieq, li jirrigwardaw offerti pubbliċi ta' akkwist ta' titoli ta' kumpannija rregolata mid-dritt ta' Stat Membru, meta t-titoli kollha jew parti minnhom huma ammessi għall-kummerċ f'suq irregolat, fis-sens tad-Direttiva tal-Kunsill 93/22/KEE tal-10 ta' Mejju 1993 dwar servizzi ta' investiment fil-qasam ta' titoli (ĠU Edizzjoni Speċjali bil-Malti, Kapitolu 6, Vol. 2, p. 43), fi Stat Membru wieħed jew iktar.

5 L-Artikolu 2 tad-Direttiva 2004/25, intitolat "Definizzjonijiet", jgħid, fil-paragrafu 1 tiegħu, li:

"Għall-iskopijiet ta' din id-Direttiva:

(a) 'offerta ta' xiri' jew 'offerta' għandhom ifissru offerta pubblika (minbarra mill-kumpannija li qed tirċievi l-offerta innifisha) magħmula lid-detenturi tas-sigurtajiet ta' kumpannija għax-xiri ta' parti jew is-sigurtajiet kollha msemmija, kemm jekk obbligatorja kif ukoll jekk volontarja, liema offerta ssir wara jew ikollha bħala l-għan tagħha x-xiri tal-kontroll tal-kumpannija li qed tirċievi l-offerta skond il-liġi nazzjonali;

(b) 'kumpannija li qed tirċievi l-offerta' għandha tfisser kumpannija li s-sigurtajiet tagħha ikunu suġġetti għall-offerta;

(ċ) 'min qed jagħmel l-offerta' għandha tfisser kwalunkwe persuna naturali jew legali regolata mil-liġi pubblika jew privata li qed tagħmel l-offerta;

(d) 'persuni li qed jaħdmu flimkien' għandha tfisser persuni naturali jew legali li jikkoperaw ma' min qed jagħmel l-offerta jew mal-kumpannija li qed tirċievi l-offerta, fuq bażi ta' ftehim li jsir b'mod espliċitu jew taċitu, jew b'mod verbali jew miktub, li jkun immirat kemm għax-xiri tal-kontroll tal-kumpannija li qed tirċievi l-offerta u kemm għat-tfixkil mis-suċċess ta' offerta;

(e) 'sigurtajiet' għandha tfisser sigurtajiet trasferibbli bi drittijiet tal-vot f'kumpannija;

[…]".

6 L-Artikolu 3 ta' din id-direttiva, intitolat "Prinċipji ġenerali", jistabbilixxi, fil-paragrafu 1 tiegħu, li:

Għall-iskop li tiġi implimentata din id-Direttiva, l-Istati Membri għandhom jassiguraw li l-prinċipji li ġejjin jiġu mħarsa:

(a) id-detenturi kollha tas-sigurtajiet tal-kumpannija li qed tirċievi l-offerta ta' l-istess klassi għandhom jiġu trattati b'mod ugwali; aktar minn hekk jekk persuna tikseb il-kontroll ta' kumpannija, id-detenturi l-oħra tas-sigurtajiet għadhom jiġu protetti;

[…]

(d) m'għandhomx jinħolqu swieq foloz fis-sigurtajiet tal-kumpannija li qed tirċievi l-offerta, tal-kumpannija li qed tagħmel l-offerta jew ta' kwalunkwe kumpannija milquta mill-offerta fejn żieda jew roħs tal-prezzijiet tas-sigurtajiet isiru foloz u l-funzjonijiet normali tas-swieq jiġu mfixkla;

(e) min qed jagħmel l-offerta għandu jiddikjara l-offerta tiegħu biss wara li jkun aċċertat li hu jkun jista' jaderixxi bis-sħiħ kwalunkwe konsiderazzjoni ta' flus kontanti, jekk din tiġi offruta, u wara li jittieħdu l-miżuri kollha raġonevoli biex tiġi aċċertata l-implimentazzjoni ta' kull tip ieħor ta' konsiderazzjoni;

[…]"

7 L-Artikolu 4 tal-imsemmija direttiva, intitolat "Awtorità superviżorja u l-liġi applikabbli" jipprevedi, fil-paragrafu 1 tiegħu, li:

"L-Istati Membri għandhom jaħtru l-awtorità jew l-awtoritajiet kompetenti għas-superviżjoni ta' l-offerti għall-għanijiet tar-regoli li huma jagħmlu jew jintroduċu skond din id-Direttiva. Għalhekk l-awtoritajiet maħtura għandhom ikunu jew awtoritajiet pubbliċi, assoċjazzjonijiet jew korpi privati rikonoxxuti mil-liġi nazzjonali jew mill-awtoritajiet pubbliċi li speċifikament ikunu mogħtija l-poter għal dak l-iskop mil-liġi nazzjonali. L-Istati Membri għandhom jinfurmaw lill-Kummissjoni [Ewropea] b'dawk il-ħatriet, u għandhom jispeċifikaw kull diviżjoni fix-xogħolijiet li tista' ssir. Huma għandhom jassiguraw li dawk l-awtoritajiet iwettqu l-funzjonijiet tagħhom b'mod imparzjali u indipendenti mill-partijiet kollha għall-offerta."

8 L-Artikolu 5 tal-istess direttiva, intitolat "Il-protezzjoni ta' l-azzjonisti f'minoranza, l-offerta obbligatorja u l-prezz raġonevoli", jistabbilixxi, fil-paragrafi 1, 3 u 4 tiegħu, li:

"1. Fejn persuna naturali jew legali, bħala riżultat ta' l-akkwist tagħha jew ta' l-akkwist tal-persuni li qed jaħdmu magħha, iżżomm sigurtajiet tal-kumpannija kif imsemmija fl-Artikolu 1(1) li, b'żieda ma' l-assi eżistenti ta' dawk is-sigurtajiet tagħha u l-assi ta' dawk is-sigurtajiet tal-persuni li qed jaħdmu magħha, b'mod dirett jew indirett, jagħtuha l-persentaġġ speċifiku tad-drittijiet tal-vot f'dik il-kumpannija, li jagħtuha l-kontroll ta' dik il-kumpannija, l-Istati Membri għandhom jassiguraw li persuni bħal dawn ikunu meħtieġa jagħmlu offerta bħala mezz ta' protezzjoni għall-azzjonisti f'minoranza ta' dik il-kumpannija. Offerta bħal din għandha tiġi indirizzata fl-aktar opportunità kmieni lid-detenturi kollha ta' dawk is-sigurtajiet għall-assi kollha tagħhom bi prezz raġonevoli kif stabbilit fil-paragrafu 4.

[…]

3. Il-persentaġġ tad-drittijiet tal-vot li jagħti kontroll għall-għanijiet tal-paragrafu 1 u l-metodu tal-kalkolazzjoni tiegħu għandu jiġi stabbilit permezz tar-regoli ta' l-Istat Membru fejn il-kumpannija jkollha l-uffiċċju tagħha irreġistrat.

4. L-għola prezz imħallas għall-istess sigurtajiet minn min qed jagħmel l-offerta, jew mill-persuni li qed jaħdmu flimkien magħha, f'perjodu li għandu jiġi stabbilit mill-Istati Membri, ta' mhux inqas minn sitt xhur u mhux aktar minn 12-il xahar qabel ma l-offerta msemmija fil-paragrafu 1 tibda titqies bħala l-prezz raġonevoli. Jekk, wara li l-offerta tkun saret pubblika u qabel ma l-offerta tingħalaq għall-aċċettazzjoni, dak li qed jagħmel l-offerta jew kwalunkwe persuna li taħdem flimkien miegħu jixtru sigurtajiet bi prezz għola mill-prezz ta' l-offerta, dak li qed jagħmel l-offerta għandu jgħolli l-offerta tiegħu biex ma tkunx anqas mill-għola prezz imħallas għas-sigurtajiet miksuba b'dan il-mod.

Jekk jiġu rispettati l-prinċipji ġenerali stabbiliti fl-Artikolu 3(1), l-Istati Membri jistgħu jawtorizzaw lill-awtoritajiet superviżorji tagħhom biex jemendaw il-prezz imsemmi fl-ewwel subparagrafu fiċ-ċirkostanzi u skond il-kriterji li huma determinati b'mod ċar. Għal dak il-għan, huma jistgħu jagħmlu lista taċ-ċirkostanzi li fihom l-għola prezz jista' jiġi rranġat -il fuq jew 'l isfel, per eżempju fejn l-għola prezz ikun stabbilit permezz ta' ftehim bejn dak li jbiegħ u dak li jixtri, fejn il-prezzijiet tas-suq tas-sigurtajiet imsemmija jiġu manipulati, fejn il-prezzijiet tas-suq in ġenerali jew ċerti prezzijiet tas-suq ikunu partikolarment milquta minn ċirkostanzi eċċezzjonali jew biex tiġi mgħejjuna ditta li tkun f'diffikultà. Huma jistgħu jiddeterminaw ukoll il-kriterji li jiġu applikati f'dawn il-każi, per eżempju il-medja tal-valur tas-suq f'perjodu partikolari, il-valur maqsum ta' kumpannija jew kriterji oħra ta' valutazzjoni li ġeneralment jintużaw fl-analiżi finanzjarja.

Kull deċiżjoni ta' awtorità superviżorja għall-irranġar tal-prezz raġonevoli għandha tiġi verifikata u mressqa għall-pubbliku."

9 L-Artikolu 15 tad-Direttiva 2004/25, intitolat "Id-dritt ta' l-irtirar", huwa fformulat kif ġej:

"1. L-Istati Membri għandhom jassiguraw li, wara li ssir offerta għas-sigurtajiet kollha lid-detenturi kollha tas-sigurtajiet tal-kumpannija li qed tirċievi l-offerta, il-paragrafi 2 sa 5 għandhom japplikaw.

2. L-Istati Membri għandhom jassiguraw li min jagħmel l-offerta ikun jista' jirrikjedi lid-detenturi tal-bqija tas-sigurtajiet biex dawn ibiegħu dawk is-sigurtajiet bi prezz raġonevoli. L-Istati Membri għandhom jintroduċu dan id-dritt f'kull waħda mis-sitwazzjonijiet li ġejjin:

(a) fejn min jagħmel l-offerta jkollu sigurtajiet li jirrapreżentaw mhux inqas minn 90 % tal-kapital bi drittijiet tal-vot u 90 % tad-drittijiet tal-vot fil-kumpannija li qed tirċievi l-offerta,

jew

(b) fejn, wara l-aċċettazzjoni ta' l-offerta, hu/hi jkunu akkwistaw jew ikunu għamlu kuntratt biex jakkwistaw sigurtajiet li jirrapreżentaw mhux inqas minn 90 % tal-kapital bi drittijiet tal-vot tal-kumpannija li qed tirċievi l-offerta u 90 % tad-drittijiet tal-vot inklużi fl-offerta.

Fil-każ msemmi f'(a), l-Istati Membri jistgħu jistabbilixxu limitu massimu aktar għoli li, iżda, ma jistax ikun aktar għoli minn 95 % tal-kapital bi drittijiet tal-vot u 95 % tad-drittijiet tal-vot.

3. L-Istati Membri għandhom jassiguraw li jkun hemm regoli fis-seħħ li jagħmlu l-kalkolazzjoni possibli meta l-limitu massimu jintlaħaq.

Fejn kumpannija li qed tirċievi offerta tkun ħarġet aktar minn klassi waħda ta' sigurtajiet, l-Istati Membri jistgħu jipprovdu li d-dritt ta' l-irtirar jiġi eżerċitat biss fil-klassi fejn il-limitu massimu stabbilit fil-paragrafu 2 ikun intlaħaq.

4. Jekk min jagħmel l-offerta ikun jixtieq jagħmel użu mid-dritt ta' l-irtirar hu/hi għandhom jagħmlu dan fi żmien tliet xhur minn meta jintemm iż-żmien allokat għall-aċċettazzjoni ta' l-offerta msemmija fl-Artikolu 7.

5. L-Istati Membri għandhom jassiguraw li jkun hemm garanzija ta' prezz raġonevoli. Il-prezz għandu jkun l-istess forma bħal konsiderazzjoni offruta fl-offerta jew għandu jkun f'forma ta' flus

kontanti. L-Istati Membri għandhom jipprovdu li l-flus kontanti ikunu mill-inqas offruti bħala alternattiva.

Wara li ssir offerta volontarja, fiż-żewġ każi msemmija fil-paragrafu 2(a) u (b), il-konsiderazzjoni offruta fl-offerta għandha titqies bħala raġonevoli fejn, permezz ta' l-aċċettazzjoni ta' l-offerta, dak li jagħmel l-offerta ikun akkwista sigurtajiet li jirrapreżentaw mhux inqas minn 90 % tal-kapital bi drittijiet tal-vot inkluż fl-offerta.

Wara li ssir offerta obbligatorja, il-konsiderazzjoni offruta fl-offerta għandha titqies bħala raġonevoli."

10 L-Artikolu 16 ta' din id-direttiva, intitolat "Id-dritt għall-bejgħ", jipprevedi li:

"1. L-Istati Membri għandhom jassiguraw li wara li ssir offerta lid-detenturi kollha tas-sigurtajiet tal-kumpannija li qed tirċievi l-offerta, il-paragrafi 2 u 3 għandhom japplikaw.

2. L-Istati Membri għandhom jassiguraw li detentur tal-bqija tas-sigurtajiet ikun jista' jitlob lil min qed jagħmel l-offerta biex jixtri s-sigurtajiet minn għandu bi press raġonevoli skond l-istess ċirkostanzi msemmija fl-Artikolu 15(2).

3. L-Artikolu 15(3) sa (5) għandu japplika *mutatis mutandis*."

### *Id-dritt Sloven*

11 L-Artikolu 68 taż-Zakon o prevzemih (il-Liġi dwar l-Akkwisti), tal-14 ta' Lulju 2006 (Uradni list RS, Nru 79/06), fil-verżjoni tagħha applikabbli għall-kawża prinċipali (iktar' il quddiem il- "Liġi dwar l-Akkwisti"), jipprevedi li:

"1. Id-dispożizzjonijiet tal-Att dwar il-Kumpanniji Kapitali dwar l-esklużjoni ta' azzjonisti minoritarji mill-kumpannija għandhom japplikaw, sakemm ma jkunx previst mod ieħor fil-paragrafu 2 ta' dan l-artikolu, għall-esklużjoni tal-azzjonisti minoritarji tal-kumpannija fil-mira li fiha l-akkwirent ikun kiseb minn tal-inqas 90 % tal-azzjonijiet kollha bid-dritt tal-vot ta' din il-kumpannija u kiseb din il-perċentwal wara l-aċċettazzjoni tal-offerta pubblika ta' akkwist obbligatorja jew volontarja aċċettata mid-detenturi ta' minn tal-inqas 90 % tal-azzjonijiet bid-dritt tal-vot tal-kumpannija fil-mira li kienet ikkonċernata minn din l-offerta.

2. Jekk il-laqgħa ġenerali tal-azzjonisti tal-kumpannija fil-mira, fuq proposta tal-akkwirent, fil-kapaċità tiegħu bħala azzjonist prinċipali, fi żmien tliet xhur mit-tħabbira tar-riżultat tal-offerta pubblika ta' akkwist msemmija fil-paragrafu preċedenti, tadotta riżoluzzjoni dwar it-trasferiment tal-azzjonijiet tal-azzjonisti minoritarji lill-azzjonist prinċipali, l-akkwirent għandu joffri, bħala korrispettiv, minflok l-ammont fi flus kontanti determinat skont il-Liġi dwar il-Kumpanniji Kapitali, korrispettiv tat-tip u fl-ammont speċifikati fl-offerta pubblika ta' akkwist."

### *Il-kawża prinċipali u d-domandi preliminari*

12 YO huwa azzjonist minoritarju ta' HRAM Holding, li l-azzjonijiet tagħha huma kkwotati fil-Borża tas-Slovenja.

13 SVEMA, inizjalment detentriċi ta' 19.77 % tal-azzjonijiet ta' HRAM Holding, saret l-azzjonista maġġoritarja, wara x-xiri, fit-30 ta' Settembru 2021, ta' sehem addizzjonali, li jammonta għal 67.56 % tal-azzjonijiet tagħha. Peress li s-sehem tagħha fil-kapital ta' HRAM Holding qabeż il-limitu ta' kontroll previst mil-leġiżlazzjoni Slovena, SVEMA ġiet awtorizzata mill-awtorità ta' sorveljanza tat-titoli Slovena sabiex tniedi offerta pubblika ta' akkwist obbligatorja, li hija għamlet fis-27 ta' Ottubru 2021. Wara din l-offerta, SVEMA kellha 90.51 % tal-azzjonijiet ta' HRAM Holding.

14 Peress li l-imsemmija offerta ġiet, għalhekk, aċċettata, fis-sens tal-Artikolu 68 tal-Liġi dwar l-Akkwisti, il-laqgħa ġenerali ta' HRAM Holding adottat, fit-tliet xhur wara dan l-akkwist, fuq proposta ta' SVEMA, riżoluzzjoni intiża sabiex l-azzjonisti minoritarji ta' HRAM Holding ibigħu l-azzjonijiet tagħhom lil SVEMA b'kumpens finanzjarju tal-istess ammont bħal dak stabbilit, għal kull azzjoni, fl-offerta pubblika ta' akkwist imnedija minn SVEMA.

15 L-Okrožno sodišče v Ljubljani (il-Qorti Reġjonali ta' Ljubljana, is-Slovenja), li hija l-qorti tar-rinviju, hija adita b'rikors ta' YO intiż għall-iffissar, b'mod ġudizzjarju, tal-kumpens finanzjarju adegwat li għandu jitħallas minn SVEMA lill-azzjonisti minoritarji ta' HRAM Holding għax-xiri obbligatorju tal-azzjonijiet tagħhom.

16 Permezz ta' deċiżjoni tas-27 ta' Jannar 2023, inħatar rappreżentant komuni tal-azzjonisti minoritarji ta' HRAM Holding għall-finijiet tal-proċedura mibdija quddiem il-qorti tar-rinviju. Dan ir-rappreżentant jaqbel mal-argumenti mressqa minn YO fir-rikors tiegħu.

17 Il-qorti tar-rinviju tistaqsi dwar l-interpretazzjoni tat-tielet subparagrafu tal-Artikolu 15(5) tad-Direttiva 2004/25, għall-finijiet ta' interpretazzjoni tal-Artikolu 68 tal-Liġi dwar l-Akkwisti, li ttraspona din id-direttiva fl-ordinament ġuridiku Sloven. B'mod partikolari, hija tistaqsi jekk il-preżunzjoni stabbilita fit-tielet subparagrafu tal-Artikolu 15(5) tal-imsemmija direttiva għandhiex titqies li hija konfutabbli jew inkonfutabbli. Skont il-qorti tar-rinviju, is-sempliċi formulazzjoni ta' din id-dispożizzjoni ma tippermettix li tingħata risposta għal din id-domanda, fid-dawl tad-diverġenzi eżistenti bejn id-diversi verżjonijiet lingwistiċi tagħha.

18 F'dawn iċ-ċirkustanzi, l-Okrožno sodišče v Ljubljani (il-Qorti Reġjonali ta' Ljubljana) iddeċidiet li tissospendi l-proċeduri quddiemha u li tagħmel lill-Qorti tal-Ġustizzja d-domandi preliminari li ġejjin:

"1) It-tielet subparagrafu tal-Artikolu 15(5) tad-Direttiva [2004/25] għandu jiġi interpretat fis-sens li l-preżunzjoni msemmija f'din id-dispożizzjoni tad-direttiva tinftiehem bħala li hija konfutabbli jew inkonfutabbli?

2) Jekk din il-preżunzjoni li l-konsiderazzjoni [korrispettiv] hija raġonevoli tinftiehem bħala konfutabbli, in-natura konfutabbli tagħha hija illimitata jew hija eventwalment limitata għal ċirkustanzi speċifiċi?"

*Fuq id-domandi preliminari*

19 Permezz tad-domandi tagħha, li għandhom jiġu eżaminati flimkien, il-qorti tar-rinviju tistaqsi, essenzjalment, jekk it-tielet subparagrafu tal-Artikolu 15(5) tad-Direttiva 2004/25 għandux jiġi interpretat fis-sens li l-preżunzjoni li din id-dispożizzjoni tistabbilixxi, li tgħid li l-korrispettiv ta'

offerta pubblika ta' akkwist obbligatorja tat-titoli ta' kumpannija huwa ġust, għandha titqies li hija preżunzjoni konfutabbli u, fl-affermattiv, f'liema kundizzjonijiet din il-preżunzjoni għandha titqies li tkun ġiet ikkonfutata.

20 Skont l-Artikolu 15(1) u (2) tad-Direttiva 2004/25, l-Istati Membri għandhom jiżguraw, meta offerta ta' akkwist tkun ġiet indirizzata lid-detenturi kollha tat-titoli tal-kumpannija kkonċernata għat-titoli kollha tagħhom, li offerent ikun jista', taħt ċerti kundizzjonijiet, jeżiġi li d-detenturi tat-titoli li jifdal ibigħulu dawn it-titoli bi prezz ġust. F'dan ir-rigward, it-tielet subparagrafu tal-Artikolu 15(5) ta' din id-direttiva jipprevedi li, wara offerta pubblika ta' akkwist obbligatorja, fis-sens tal-Artikolu 5(1) tal-imsemmija direttiva, "il-konsiderazzjoni [korrispettiv] offruta fl-offerta għandha titqies bħala raġonevoli".

21 Għalkemm l-Artikolu 15(5) tad-Direttiva 2004/25 jagħmel riferiment espliċitu għall-eżistenza ta' preżunzjoni, huwa ma jippreċiżax, min-naħa l-oħra, jekk din hijiex konfutabbli jew inkonfutabbli.

22 Ċerti verżjonijiet lingwistiċi ta' dan il-paragrafu, bħal dawk bil-Grieg, bl-Ingliż, bil-Franċiż jew bil-Portugiż, jirreferu għal preżunzjoni mingħajr ma jiddeterminaw in-natura tagħha. Min-naħa l-oħra, verżjonijiet lingwistiċi oħra tal-istess paragrafu, b'mod partikolari dawk bl-Ispanjol, bil-Ġermaniż u bit-Taljan jew, kif tindika l-qorti tar-rinviju, bis-Sloven, jużaw verb li jissuġġerixxi li l-preżunzjoni li huwa jipprevedi hija inkonfutabbli.

23 Skont ġurisprudenza stabbilita, il-formulazzjoni użata f'waħda mill-verżjonijiet lingwistiċi ta' dispożizzjoni tad-dritt tal-Unjoni ma tistax isservi bħala bażi unika għall-interpretazzjoni ta' din id-dispożizzjoni jew tingħata prijorità meta mqabbla mal-verżjonijiet lingwistiċi l-oħra. Id-dispożizzjonijiet tad-dritt tal-Unjoni għandhom, fil-fatt, jiġu interpretati u applikati b'mod uniformi, fid-dawl tal-verżjonijiet stabbiliti bil-lingwi kollha tal-Unjoni Ewropea. Għalhekk, fil-każ ta' diverġenza bejn id-diversi verżjonijiet lingwistiċi ta' test tad-dritt tal-Unjoni, id-dispożizzjoni inkwistjoni għandha tiġi interpretata skont l-istruttura ġenerali u l-iskop tal-leġiżlazzjoni li minnha tagħmel parti (sentenzi tas-27 ta' Ottubru 1977, Bouchereau, 30/77, EU:C:1977:172, punt 14, kif ukoll tat-30 ta' April 2025, Celní jednatelství Zelinka, C-330/24, EU:C:2025:296, punt 19 u l-ġurisprudenza ċċitata).

24 Għaldaqstant, sabiex tingħata risposta għad-domandi magħmula, hemm lok li t-tielet subparagrafu tal-Artikolu 15(5) tad-Direttiva 2004/25 jiġi interpretat fid-dawl tal-istruttura ġenerali u tal-iskop ta' din id-direttiva.

25 Fir-rigward tal-istruttura ġenerali tad-Direttiva 2004/25, għandu jiġi rrilevat li, fil-każ fejn persuna fiżika jew ġuridika takkwista l-kontroll ta' kumpannija koperta minn din id-direttiva, din tipprevedi proċedura f'żewġ stadji li jistgħu jwasslu għall-akkwist, minn din il-persuna, tal-azzjonijiet kollha ta' din il-kumpannija.

26 Fl-ewwel lok, l-Artikolu 5(1) tad-Direttiva 2004/25 jistabbilixxi l-prinċipju tal-offerta ta' akkwist obbligatorja ta' ishma ta' kumpannija partikolari. Huwa jipprovdi għalhekk li, meta persuna fiżika jew ġuridika jkollha titoli li jagħtuha l-kontroll ta' kumpannija koperta minn din id-direttiva, l-Istati Membri għandhom jiżguraw li din il-persuna tkun obbligata tagħmel offerta sabiex tipproteġi l-azzjonisti minoritarji ta' din il-kumpannija, liema offerta għandha tirrigwarda l-ishma kollha ta' dawn l-azzjonisti bi "prezz raġonevoli" iddefinit fl-Artikolu 5(4) tal-imsemmija direttiva (ara, f'dan is-sens, is-sentenzi tal-20 ta' Lulju 2017, Marco Tronchetti Provera *et*, C-206/16, EU:C:2017:572, punt 29, kif ukoll tal-10 ta' Diċembru 2020, Euromin Holdings (Cyprus), C-735/19, EU:C:2020:1014, punt 43).

27 Fit-tieni lok, fir-rigward tad-detenturi ta' titoli tal-kumpannija li tkun is-suġġett ta' offerta pubblika ta' akkwist li ma jkunux aċċettaw din l-offerta, l-Artikolu 15(2) tad-Direttiva 2004/25 jipprevedi, taħt ċerti kundizzjonijiet, il-possibbiltà, għall-offerent, li jikseb "irtirar obbligatorju" ta' dawn id-detenturi, billi jeżiġi li dawn ibigħulu t-titoli tagħhom. L-Artikolu 16(2) ta' din id-direttiva jipprevedi, barra minn hekk, id-dritt korrispondenti ta' kull detentur tal-bqija tat-titoli tal-kumpannija kkonċernata li jeżiġi li l-offerent jixtri t-titoli tiegħu.

28 Kif diġà ġie rrilevat fil-punt 26 ta' din is-sentenza, l-Artikolu 5(1) tad-Direttiva 2004/25 jipprevedi li l-prezz propost lill-azzjonisti minoritarji, fil-kuntest ta' offerta pubblika ta' akkwist obbligatorja tal-azzjonijiet tagħhom, għandu jkun "raġonevoli". Min-naħa tagħhom, l-Artikolu 15(2) u l-Artikolu 16(2) ta' din id-direttiva jipprevedu rispettivament li l-irtirar tad-detenturi tal-bqija tat-titoli ta' kumpannija koperta mill-imsemmija direttiva jew ix-xiri obbligatorju ta' dawn it-titoli għandhom isiru "bi prezz raġonevoli".

29 F'dan ir-rigward, kif irrileva, essenzjalment, l-Avukat Ġenerali fil-punt 51 tal-konklużjonijiet tiegħu, huwa irrilevanti li, f'ċerti verżjonijiet lingwistiċi tad-Direttiva 2004/25, l-aġġettiv użat sabiex jiġi kklassifikat il-"prezz" imsemmi fil-paragrafi 1 u 4 tal-Artikolu 5 ta' din id-direttiva jkun differenti minn dak użat sabiex jiġi kklassifikat il-prezz imsemmi fil-paragrafi 2 u 5 tal-Artikolu 15 u fl-Artikolu 16(2) tal-imsemmija direttiva.

30 Fil-fatt, f'verżjonijiet lingwistiċi oħra tad-Direttiva 2004/25, dawn id-dispożizzjonijiet isemmu l-istess aġġettiv sabiex jikklassifikaw dan il-"prezz" u, anki meta dan ma huwiex il-każ, iż-żewġ aġġettivi kwalifikattivi użati huma sinonimi, bħal, pereżempju, fil-verżjoni bil-lingwa Franċiża tal-imsemmija dispożizzjonijiet, li tuża l-aġġettivi "équitable" (raġonevoli) u "juste" (ġust).

31 Fir-rigward tad-determinazzjoni tal-prezz "ġust" jew "raġonevoli", li jitħallas bħala korrispettiv għall-akkwist tat-titoli li jappartjenu lill-azzjonisti minoritarji ta' kumpannija, id-Direttiva 2004/25 tagħżel, prinċipalment, metodu oġġettiv.

32 Għalhekk, l-ewwel subparagrafu tal-Artikolu 5(4) tad-Direttiva 2004/25 iqis, prinċipalment, il-prezz raġonevoli bħala l-ogħla prezz imħallas għall-istess titoli mill-offerent, jew mill-persuni li jaħdmu flimkien miegħu, matul perijodu ddeterminat mill-Istati Membri ta' mhux inqas minn sitt xhur u ta' mhux iktar minn tnax-il xahar qabel l-offerta msemmija fl-Artikolu 5(1) ta' din id-direttiva (ara, f'dan is-sens, is-sentenzi tal-20 ta' Lulju 2017, Marco Tronchetti Provera *et*, C-206/16, EU:C:2017:572, punt 30, kif ukoll tal-10 ta' Diċembru 2020, Euromin Holdings (Cyprus), C-735/19, EU:C:2020:1014, punt 44).

33 Il-prezz raġonevoli hekk ikkalkolat huwa wkoll preżunt li huwa prezz ġust fis-sens tat-tielet subparagrafu tal-Artikolu 15(5) tad-Direttiva 2004/25, li jikkonċerna l-irtirar obbligatorju tad-detenturi ta' azzjonijiet, li għalih jirreferi wkoll l-Artikolu 16(3) ta' din id-direttiva, li jirrigwarda x-xiri obbligatorju ta' azzjonijiet.

34 Madankollu, it-tieni subparagrafu tal-Artikolu 5(4) tad-Direttiva 2004/25 jipprevedi li, bla ħsara għall-osservanza tal-prinċipji stabbiliti fl-Artikolu 3(1) ta' din id-direttiva, l-Istati Membri jistgħu jawtorizzaw lill-awtoritajiet superviżorji tagħhom, imsemmija fl-Artikolu 4 tal-imsemmija direttiva, sabiex jibdlu l-prezz previst fl-ewwel subparagrafu tal-Artikolu 5(4) tal-istess direttiva f'ċirkustanzi u skont kriterji ddeterminati b'mod ċar. Għal dan l-għan, l-Istati Membri jistgħu, minn naħa waħda, ifasslu lista ta' ċirkustanzi li fihom dan il-prezz jista' jiġi mibdul, 'il fuq jew 'l isfel, u, min-naħa l-oħra, jiddefinixxu l-kriterji li għandhom jintużaw fil-każijiet imsemmija bħala

eżempju fit-tieni subparagrafu (ara, f'dan is-sens, is-sentenzi tal-20 ta' Lulju 2017, Marco Tronchetti Provera *et*, C-206/16, EU:C:2017:572, punt 31, kif ukoll tal-10 ta' Diċembru 2020, Euromin Holdings (Cyprus), C-735/19, EU:C:2020:1014, punt 45).

35 Id-Direttiva 2004/25 tirrikonoxxi, għalhekk, li, f'ċerti ċirkustanzi, prezz ta' akkwist tat-titoli tal-azzjonisti minoritarji ta' kumpannija koperta minn din id-direttiva, propost fil-kuntest ta' offerta pubblika ta' akkwist obbligatorja u kkalkolat abbażi tal-metodu oġġettiv stabbilit fl-ewwel subparagrafu tal-Artikolu 5(4) tagħha, jista' jirriżulta li ma jkunx "raġonevoli" jew "ġust" u jkun jeħtieġ bidla.

36 Minn dan isegwi li t-teħid inkunsiderazzjoni tal-kuntest li fih jinsab l-Artikolu 15(5) tad-Direttiva 2004/25 jimmilita favur interpretazzjoni ta' din id-dispożizzjoni fis-sens li l-preżunzjoni li hija tistabbilixxi tista', f'ċerti ċirkustanzi, tiġi kkonfutata.

37 Fil-fatt, huwa possibbli li ċirkustanzi li setgħu jiġġustifikaw, konformement mal-possibbiltà rrikonoxxuta lill-Istati Membri fit-tieni subparagrafu tal-Artikolu 5(4) tal-imsemmija direttiva, il-bidla mill-awtoritajiet superviżorji tagħhom, 'il fuq jew 'l isfel, tal-prezz ta' offerta pubblika ta' akkwist obbligatorja ma jkunux ġew mgħarrfa lil dawn l-awtoritajiet bl-għan li titwettaq tali bidla, jew li dawn jidhru biss wara l-għeluq ta' din l-offerta, meta tali bidla ma tkunx iktar possibbli.

38 Barra minn hekk, jekk Stat Membru ma jeżerċitax din il-possibbiltà, ma jkunx possibbli li jinbidel il-prezz propost fil-kuntest ta' offerta pubblika ta' akkwist obbligatorja, anki jekk jeżistu ċirkustanzi, bħal dawk previsti mill-imsemmija dispożizzjoni, li jistgħu jiġġustifikaw bidla ta' dan il-prezz. F'dan il-każ, hija biss il-konfutazzjoni tal-preżunzjoni stabbilita fit-tielet subparagrafu tal-Artikolu 15(5) tad-Direttiva 2004/25 li tista' tiżgura li l-prezz tal-offerta, fil-kuntest ta' rtirar obbligatorju tad-detenturi ta' titoli jew ta' xiri obbligatorju ta' titoli jkun "ġust", kif jeżiġu l-Artikoli 15 u 16 ta' din id-direttiva.

39 Barra minn hekk, ikun paradossali li jiġi ammess li, filwaqt li d-Direttiva 2004/25 jirrikonoxxi l-possibbiltà ta' bidla fil-prezz propost fil-kuntest ta' offerta pubblika ta' akkwist obbligatorja, offerta li kull azzjonist jista', fl-aħħar mill-aħħar, jiddeċiedi li ma jaċċettax, meta l-azzjonist huwa obbligat ibigħ l-azzjonijiet tiegħu, fil-każ ta' rtirar obbligatorju tad-detenturi ta' titoli, jew meta l-azzjonist maġġoritarju jkun obbligat jixtri l-azzjonijiet, fil-kuntest ta' xiri obbligatorju, ma teżisti l-ebda possibbiltà li jinbidel il-prezz tax-xiri billi tiġi kkonfutata l-preżunzjoni stabbilita fit-tielet subparagrafu tal-Artikolu 15(5) ta' din id-direttiva.

40 It-teħid inkunsiderazzjoni tal-iskop imfittex mid-Direttiva 2004/25 jimmilita wkoll favur in-natura konfutabbli ta' din il-preżunzjoni.

41 Fil-fatt, kif jirriżulta mill-premessi 1 sa 3 u 9 tad-Direttiva 2004/25, din għandha l-għan li tipproteġi l-interessi tad-detenturi ta' titoli ta' kumpanniji li l-kontroll tagħhom ikun ittieħed minn persuna fiżika jew ġuridika u hija intiża, f'din il-perspettiva, li tiżgura ċ-ċarezza u t-trasparenza tar-regoli fil-qasam tal-offerta pubblika ta' akkwist (sentenza tal-20 ta' Lulju 2017, Marco Tronchetti Provera *et*, C-206/16, EU:C:2017:572, punt 24).

42 Barra minn hekk, fost il-prinċipji li għandhom jiġu osservati fl-applikazzjoni tad-Direttiva 2004/25, stabbiliti fl-Artikolu 3(1) tagħha u kklassifikati bħala "prinċipji ġenerali" minn din id-dispożizzjoni, hemm dak li jipprovdi li, meta persuna tikseb il-kontroll ta' kumpannija, id-detenturi ta' titoli għandhom jiġu protetti (ara, f'dan is-sens, is-sentenza tal-20 ta' Lulju 2017, Marco Tronchetti Provera *et*, C-206/16, EU:C:2017:572, punt 26).

43 Issa, ikun kuntrarju għal dan l-għan ta' protezzjoni tad-detenturi ta' titoli jekk jiġi aċċettat li dawn jistgħu, fil-kuntest tal-irtirar obbligatorju tagħhom, jiġu obbligati jbigħu t-titoli tagħhom lill-persuna li tkun akkwistat il-kontroll tal-kumpannija kkonċernata bil-prezz propost f'offerta pubblika ta' akkwist obbligatorja, mingħajr il-possibbiltà li tiġi kkontestata n-natura ġusta ta' dan il-prezz, u dan minkejja li d-Direttiva 2004/25 tammetti, fit-tieni subparagrafu tal-Artikolu 5(4) tagħha, li, f'ċerti ċirkustanzi, jista' jkun neċessarju li tali prezz jiġi mibdul sabiex tiġi żgurata n-natura ġusta jew raġonevoli tiegħu.

44 Fir-rigward taċ-ċirkustanzi li fihom il-preżunzjoni stabbilita fit-tielet subparagrafu tal-Artikolu 15(5) tad-Direttiva 2004/25 tista' titqies li tkun ġiet ikkonfutata, hemm lok li tittieħed inkunsiderazzjoni, kif irrileva, essenzjalment, l-Avukat Ġenerali fil-punt 82 tal-konklużjonijiet tiegħu, l-assoċjazzjoni li din id-direttiva topera bejn il-prezz previst fl-offerta pubblika ta' akkwist obbligatorja u dak li bih għandhom jinxtraw il-bqija tat-titoli, koperti mill-irtirar obbligatorju tad-detenturi ta' titoli jew minn xiri obbligatorju ta' titoli.

45 Kif ġie rrilevat fil-punt 34 ta' din is-sentenza, it-tieni subparagrafu tal-Artikolu 5(4) tad-Direttiva 2004/25 jagħti lill-Istati Membri l-possibbiltà, bla ħsara għall-osservanza tal-prinċipji stabbiliti fl-Artikolu 3(1) ta' din id-direttiva, li jawtorizzaw lill-awtoritajiet superviżorji tagħhom ibiddlu l-prezz ta' offerta pubblika ta' akkwist obbligatorja f'ċirkustanzi u skont kriterji ddeterminati b'mod ċar, li xi eżempji tagħhom huma mogħtija f'dan l-Artikolu 5(4). Madankollu, din il-possibbiltà ma tipprekludix lill-Istati Membri milli jirrikorru, fil-leġiżlazzjoni li jadottaw sabiex jittrasponu din l-aħħar dispożizzjoni, għal kunċetti ġuridiċi astratti (ara, f'dan is-sens, is-sentenza tal-20 ta' Lulju 2017, Marco Tronchetti Provera *et*, C-206/16, EU:C:2017:572, punti 37 sa 42).

46 Meta Stat Membru jkun eżerċita l-imsemmija possibbiltà u jkun iddefinixxa ċ-ċirkustanzi li fihom tista' ssir bidla tal-prezz ta' offerta pubblika ta' akkwist obbligatorja, għandu jitqies li dawn iċ-ċirkustanzi, jekk jiġu stabbiliti, jistgħu jiġġustifikaw il-konfutazzjoni tal-preżunzjoni prevista fit-tielet subparagrafu tal-Artikolu 15(5) tad-Direttiva 2004/25, bil-kundizzjoni li dawn ma jkunux ġew mgħarrfa lill-awtorità superviżorja ta' dan l-Istat Membru jew li jidhru biss wara l-għeluq ta' din l-offerta, meta tali bidla ma tkunx iktar possibbli.

47 Barra minn hekk, fil-każ fejn l-Istat Membru kkonċernat ma jkunx għamel użu mill-possibbiltà mogħtija lilu mit-tieni subparagrafu tal-Artikolu 5(4) tad-Direttiva 2004/25, għandu jiġi kkonstatat li l-eżempji ta' ċirkustanzi li jistgħu jiġġustifikaw il-bidla tal-prezz ta' offerta pubblika ta' akkwist obbligatorja kif ukoll il-kriterji li għandhom jintużaw f'tali ċirkustanzi, li din id-dispożizzjoni tipprovdi, jistgħu wkoll jiġġustifikaw il-konfutazzjoni tal-preżunzjoni prevista fit-tielet subparagrafu tal-Artikolu 15(5) ta' din id-direttiva.

48 Fid-dawl tal-kunsiderazzjonijiet kollha preċedenti, ir-risposta li għandha tingħata għad-domanda magħmula hija li t-tielet subparagrafu tal-Artikolu 15(5) tad-Direttiva 2004/25 għandu jiġi interpretat fis-sens li l-preżunzjoni stabbilita minn din id-dispożizzjoni, li tgħid li l-korrispettiv ta' offerta pubblika ta' akkwist obbligatorja tat-titoli ta' kumpannija huwa ġust, għandha titqies li hija preżunzjoni konfutabbli li tista' tiġi kkonfutata f'ċirkustanzi bħal dawk previsti fit-tieni subparagrafu tal-Artikolu 5(4) ta' din id-direttiva jew iddefiniti mill-Istat Membru kkonċernat skont din l-aħħar dispożizzjoni, bil-kundizzjoni li dawn iċ-ċirkustanzi ma jkunux ġew mgħarrfa lill-awtorità superviżorja ta' dan l-Istat Membru, bl-għan li jinbidel il-prezz tal-offerta pubblika ta' akkwist obbligatorja minn qabel, jew li jidhru biss wara l-għeluq ta' din l-offerta, meta tali bidla ma tkunx iktar possibbli.

*Fuq l-ispejjeż*

49 Peress li l-proċedura għandha, fir-rigward tal-partijiet fil-kawża prinċipali, in-natura ta' kwistjoni mqajma quddiem il-qorti tar-rinviju, hija dik il-qorti li għandha tiddeċiedi fuq l-ispejjeż. L-ispejjeż sostnuti għas-sottomissjoni tal-osservazzjonijiet lill-Qorti tal-Ġustizzja, barra dawk tal-imsemmija partijiet, ma jistgħux jitħallsu lura.

Għal dawn il-motivi, Il-Qorti tal-Ġustizzja (Il-Ħames Awla) taqta' u tiddeċiedi:

**It-tielet subparagrafu tal-Artikolu 15(5) tad-Direttiva 2004/25/KE tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill tal-21 ta' April 2004 fuq offerti ta' xiri,**

**għandu jiġi interpretat fis-sens li:**

**il-preżunzjoni stabbilita minn din id-dispożizzjoni, li tgħid li l-korrispettiv ta' offerta pubblika ta' akkwist obbligatorja tat-titoli ta' kumpannija huwa ġust, għandha titqies li hija preżunzjoni konfutabbli li tista' tiġi kkonfutata f'ċirkustanzi bħal dawk previsti fit-tieni subparagrafu tal-Artikolu 5(4) ta' din id-direttiva jew iddefiniti mill-Istat Membru kkonċernat skont din l-aħħar dispożizzjoni, bil-kundizzjoni li dawn iċ-ċirkustanzi ma jkunux ġew mgħarrfa lill-awtorità superviżorja ta' dan l-Istat Membru, bl-għan li jinbidel il-prezz tal-offerta pubblika ta' akkwist obbligatorja minn qabel, jew li jidhru biss wara l-għeluq ta' din l-offerta, meta tali bidla ma tkunx iktar possibbli.**

Firem