ARREST VAN HET HOF (Vijfde kamer)

27 november 2025 *

„Prejudiciële verwijzing – Vennootschapsrecht – Richtlijn 2004/25/EG – Verplicht openbaar overnamebod – Recht van uitstoting van houders van effecten – Bescherming van minderheidsaandeelhouders – Artikel 15, lid 5, derde alinea – Billijk geachte tegenprestatie van het bod – Weerlegbaar vermoeden”

In zaak C-567/24,

betreffende een verzoek om een prejudiciële beslissing krachtens artikel 267 VWEU, ingediend door de Okrožno sodišče v Ljubljani (rechter in eerste aanleg Ljubljana, Slovenië) bij beslissing van 6 juni 2024, ingekomen bij het Hof op 21 augustus 2024, in de procedure

YO

tegen

SVEMA TRADE d.o.o.,

in tegenwoordigheid van:

Minderheidsaandeelhouders van de vennootschap HRAM Holding d.d.,

wijst

HET HOF (Vijfde kamer),

samengesteld als volgt: M. L. Arastey Sahún, kamerpresident, J. Passer, E. Regan, D. Gratsias (rapporteur) en B. Smulders, rechters,

advocaat-generaal: M. Campos Sánchez-Bordona,

griffier: A. Calot Escobar,

gezien de stukken,

gelet op de opmerkingen van:

– de Italiaanse regering, vertegenwoordigd door S. Fiorentino als gemachtigde, bijgestaan door I. Fresu, procuratore dello Stato,

* Procestaal: Sloveens.

– de Finse regering, vertegenwoordigd door A. Laine als gemachtigde,

– de Europese Commissie, vertegenwoordigd door G. Goddin, G. Meeßen en B. Rous Demiri als gemachtigden,

gehoord de conclusie van de advocaat-generaal ter terechtzitting van 3 juli 2025,

het navolgende

Arrest

1 Het verzoek om een prejudiciële beslissing betreft de uitlegging van artikel 15, lid 5, derde alinea, van richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod (PB 2004, L 142, blz. 12).

2 Dit verzoek is ingediend in het kader van een geding tussen YO en SVEMA TRADE d.o.o. (hierna: „SVEMA") betreffende de vaststelling van de financiële compensatie die aan de minderheidsaandeelhouders van de vennootschap HRAM Holding d.d. moet worden betaald voor de verkoop van hun effecten in het kader van een verplicht openbaar overnamebod.

Toepasselijke bepalingen

Unierecht

3 De overwegingen 1 tot en met 3 en 9 van richtlijn 2004/25 luiden als volgt:

„(1) Overeenkomstig artikel 44, lid 2, onder g), [EG] dienen de waarborgen te worden gecoördineerd welke in de lidstaten worden verlangd van onder het recht van een lidstaat vallende vennootschappen waarvan de effecten in een lidstaat tot de handel op een gereglementeerde markt zijn toegelaten om de belangen te beschermen zowel van deelnemers in die vennootschappen als van derden, teneinde die waarborgen in de gehele Gemeenschap gelijkwaardig te maken.

(2) Het is noodzakelijk de belangen van de houders van effecten van onder het recht van een lidstaat vallende vennootschappen te beschermen wanneer deze vennootschappen met een openbaar overnamebod of een wijziging van de zeggenschap te maken krijgen en ten minste een deel van hun effecten tot de handel op een gereglementeerde markt in een lidstaat is toegelaten.

(3) Het is noodzakelijk om in de gehele Gemeenschap duidelijkheid en transparantie te creëren met betrekking tot juridische kwesties die in het geval van een openbaar overnamebod moeten worden geregeld en om te voorkomen dat de herstructurering van ondernemingen in de Gemeenschap wordt verstoord door willekeurige verschillen in bestuurs- en managementcultuur.

[...]

(9) De lidstaten dienen het nodige te doen ter bescherming van houders van effecten, inzonderheid die met een minderheidsbelang, nadat de zeggenschap over hun vennootschap is gewijzigd. De lidstaten dienen die bescherming te waarborgen door degene die de zeggenschap over een vennootschap heeft verkregen, ertoe te verplichten een tot alle houders van de effecten van die vennootschap gericht bod te doen om al hun effecten te verwerven voor een billijke prijs, welke in een gemeenschappelijke definitie is omschreven. De lidstaten moeten in andere instrumenten ter bescherming van de belangen van de houders van effecten kunnen voorzien, zoals de verplichting om een partieel bod uit te brengen wanneer de bieder niet de zeggenschap over de vennootschap verkrijgt of de verplichting om tegelijk met de verkrijging van de zeggenschap over de vennootschap een bod uit te brengen."

4 Overeenkomstig artikel 1, lid 1, van 2004/25 schrijft die richtlijn maatregelen voor tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen, gedragscodes of andere regelingen van de lidstaten, met inbegrip van regelingen die zijn vastgesteld door organisaties die officieel gemachtigd zijn om de markten te reguleren, betreffende openbare overnamebiedingen op effecten van onder het recht van een lidstaat vallende vennootschappen, wanneer alle of een deel van deze effecten in een of meer lidstaten zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt in de zin van richtlijn 93/22/EEG van de Raad van 10 mei 1993 betreffende het verrichten van diensten op het gebied van beleggingen in effecten (PB 1993, L 141, blz. 27).

5 Lid 1 van artikel 2 („Definities") van richtlijn 2004/25 luidt als volgt:

„In deze richtlijn wordt verstaan onder:

a) ‚openbaar overnamebod' of ‚bod': een openbaar aanbod (dat niet uitgaat van de doelvennootschap zelf) aan de houders van effecten van een vennootschap om al die effecten of een deel daarvan te verwerven, ongeacht of het aanbod verplicht dan wel vrijwillig is, mits het volgt op of strekt tot het verkrijgen van zeggenschap over de doelvennootschap overeenkomstig het nationaal recht;

b) ‚doelvennootschap': de vennootschap op de effecten waarvan een bod wordt uitgebracht;

c) ‚bieder': iedere natuurlijke persoon of rechtspersoon, beheerst door publiekrecht dan wel privaatrecht die een bod uitbrengt;

d) ‚in onderling overleg met ... handelende personen': natuurlijke of rechtspersonen die met de bieder of met de doelvennootschap samenwerken op grond van een uitdrukkelijke of stilzwijgende, mondelinge of schriftelijke overeenkomst die ertoe strekt de zeggenschap over de doelvennootschap te verkrijgen of het welslagen van het bod te dwarsbomen;

e) ‚effecten': overdraagbare effecten waaraan stemrechten in een vennootschap verbonden zijn;

[...]"

6 Artikel 3 („Algemene beginselen”) van die richtlijn bepaalt in lid 1:

„Voor de toepassing van deze richtlijn dragen de lidstaten er zorg voor dat aan de volgende beginselen wordt voldaan:

a) alle houders van effecten van een doelvennootschap van dezelfde soort moeten op gelijkwaardige wijze worden behandeld; bovendien dienen, indien een persoon de zeggenschap over een vennootschap verkrijgt, de overige houders van effecten te worden beschermd;

[...]

d) er mogen geen oneigenlijke markten ontstaan in effecten van de doelvennootschap, de biedende vennootschap of enige andere bij het bod betrokken vennootschap, waardoor de prijzen van de effecten kunstmatig zouden stijgen of dalen en de normale werking van de markten zou worden verstoord;

e) een bieder mag zijn bod pas aankondigen nadat hij ervoor heeft gezorgd dat hij een tegenprestatie in geld, indien deze wordt aangeboden, kan opbrengen en indien hij alle redelijke maatregelen heeft getroffen om elke andere vorm van vergoeding te kunnen verstrekken;

[...]”

7 Artikel 4 („Toezichthoudende autoriteit en toepasselijk recht”) van die richtlijn bepaalt in lid 1:

„De lidstaten wijzen de autoriteit of autoriteiten aan die belast zijn met het toezicht op een bod dat onder de krachtens deze richtlijn vastgestelde of ingevoerde voorschriften valt. De aan te wijzen autoriteiten zijn ofwel overheidsinstanties, ofwel verenigingen of private lichamen die zijn erkend bij de nationale wetgeving dan wel door overheidsinstanties die bij het nationale recht uitdrukkelijk voor dat doel zijn gemachtigd. De lidstaten stellen de Commissie van deze aanwijzing in kennis met vermelding van de eventuele taakverdeling. De lidstaten dragen er zorg voor dat deze autoriteiten hun taken onpartijdig en onafhankelijk van alle partijen bij het bod uitoefenen.”

8 Artikel 5 („Bescherming van minderheidsaandeelhouders, verplicht bod en billijke prijs”) van diezelfde richtlijn bepaalt in de leden 1, 3 en 4:

„1. De lidstaten dragen er zorg voor dat een natuurlijke of rechtspersoon die, ten gevolge van eigen verwerving of verwerving door in onderling overleg met hem handelende personen, effecten van een vennootschap als bedoeld in artikel 1, lid 1, in zijn bezit krijgt welke – in voorkomend geval samen met de effecten die hij reeds bezit en de effecten die in het bezit zijn van in onderling overleg met hem handelende personen –, rechtstreeks of middellijk een bepaald percentage van de stemrechten in de vennootschap vertegenwoordigen waarmee de zeggenschap over de vennootschap wordt verkregen, verplicht is een bod uit te brengen ter bescherming van de minderheidsaandeelhouders van de vennootschap. Dat bod wordt zo spoedig mogelijk gedaan aan alle houders van effecten, voor al hun effecten en tegen de in lid 4 bepaalde billijke prijs.

[...]

3. Het in lid 1 bedoelde percentage van de stemrechten waarmee de zeggenschap wordt verkregen en de methode voor de berekening ervan, worden vastgesteld overeenkomstig de voorschriften van de lidstaat waar de vennootschap haar statutaire zetel heeft.

4. De hoogste prijs die tijdens een door de lidstaten te bepalen periode van niet minder dan zes en niet meer dan twaalf maanden vóór het bod als bedoeld in lid 1 door de bieder of door in onderling overleg met hem handelende personen voor dezelfde effecten is betaald, geldt als de billijke prijs. Indien na openbaarmaking van het bod en vóór sluiting van het bod voor aanvaarding de bieder of in onderling overleg met hem handelende personen effecten aankopen boven de biedingsprijs, verhoogt de bieder zijn bod tot ten minste de hoogste prijs die is betaald voor de aldus verworven effecten.

Op voorwaarde dat de algemene beginselen van artikel 3, lid 1, worden nageleefd, mogen de lidstaten de toezichthoudende autoriteiten ertoe machtigen om onder welomlijnde omstandigheden en op grond van duidelijk omschreven criteria de in de eerste alinea bedoelde prijs te wijzigen. Daartoe kunnen zij een lijst opstellen van de omstandigheden waaronder de hoogste prijs zowel opwaarts als neerwaarts kan worden bijgesteld, zoals bijvoorbeeld wanneer de hoogste prijs bij overeenkomst tussen de koper en een verkoper werd vastgesteld, wanneer de marktprijzen van de effecten in kwestie zijn gemanipuleerd, wanneer de marktprijzen in het algemeen of bepaalde marktprijzen in het bijzonder door uitzonderlijke gebeurtenissen zijn beïnvloed of om de redding van een onderneming in moeilijkheden mogelijk te maken. Zij kunnen tevens de in dergelijke gevallen te hanteren criteria vaststellen, zoals bijvoorbeeld de gemiddelde marktwaarde over een bepaalde periode, de liquidatiewaarde van de vennootschap of andere objectieve waarderingscriteria die gewoonlijk bij de financiële analyse worden toegepast.

Elk besluit van de toezichthoudende autoriteit tot wijziging van de billijke prijs moet met redenen worden omkleed en openbaar worden gemaakt.”

9 Artikel 15 („Uitstotingsrecht”) van richtlijn 2004/25 luidt als volgt:

„1. De lidstaten dragen er zorg voor dat na een bod dat tot alle houders van effecten van de doelvennootschap was gericht en op al hun effecten betrekking had, de bepalingen in de leden 2 tot en met 5 van toepassing zijn.

2. De lidstaten dragen er zorg voor dat een bieder van alle houders van de resterende effecten kan verlangen hem deze effecten tegen een billijke prijs te verkopen. De lidstaten voeren dit recht in een van de volgende situaties in:

a) wanneer de bieder een hoeveelheid effecten bezit die ten minste 90 % van het kapitaal met stemrechten en 90 % van de stemrechten van de doelvennootschap vertegenwoordigen,

of

b) wanneer hij na aanvaarding van het bod effecten die ten minste 90 % van het kapitaal van de doelvennootschap waaraan stemrechten zijn verbonden en 90 % van de stemrechten die deel uitmaken van het bod heeft verworven of contractueel heeft toegezegd deze te verwerven.

In het hierboven onder a) beschreven geval kunnen de lidstaten een hogere drempel vaststellen, die echter niet hoger mag zijn dan 95 % van het kapitaal waaraan stemrechten zijn verbonden en 95 % van de stemrechten.

3. De lidstaten dragen er zorg voor dat er voorschriften gelden om te berekenen wanneer de drempel is bereikt.

Wanneer de doelvennootschap meer dan één categorie effecten heeft uitgegeven, kunnen de lidstaten bepalen dat het uitstotingsrecht alleen kan worden uitgeoefend in de categorie waarin de in lid 2 vastgestelde drempel is bereikt.

4. Wanneer de bieder het uitstotingsrecht wenst uit te oefenen moet hij dit doen binnen een termijn van drie maanden na het einde van de in artikel 7 bedoelde periode voor aanvaarding van het in artikel 7 bedoelde bod.

5. De lidstaten zorgen ervoor dat een billijke prijs gewaarborgd is. Deze prijs dient dezelfde vorm te krijgen als de tegenprestatie die bij het bod wordt voorgesteld of dient te bestaan uit geld. De lidstaten kunnen bepalen dat, tenminste als alternatief, geld wordt geboden.

Na een vrijwillig bod wordt in beide gevallen waarnaar in lid 2, onder a) en b), wordt verwezen, de bij het bod geboden tegenprestatie geacht billijk te zijn wanneer de bieder als gevolg van de aanvaarding van het bod effecten heeft verworven die ten minste 90 % vertegenwoordigen van het door het bod bestreken kapitaal waaraan stemrechten zijn verbonden.

Na het uitbrengen van een verplicht bod wordt aangenomen dat de bij het bod geboden tegenprestatie billijk is."

10 Artikel 16 („Verkooprecht") van die richtlijn bepaalt:

„1. De lidstaten dragen er zorg voor dat na een bod dat tot alle houders van effecten van de doelvennootschap was gericht en op al hun effecten betrekking had, de leden 2 en 3 van toepassing zijn.

2. De lidstaten dragen er zorg voor dat een houder van resterende effecten van de bieder kan verlangen dat deze zijn effecten koopt voor een billijke prijs onder dezelfde omstandigheden zoals bedoeld in artikel 15, lid 2.

3. De bepalingen van artikel 15, leden 3 tot en met 5, zijn mutatis mutandis van toepassing."

Sloveens recht

11 Artikel 68 van de Zakon o prevzemih (wet inzake overnamen) van 14 juli 2006 (Uradni list RS, nr. 79/06), in de versie die van toepassing is op het hoofdgeding (hierna: „overnamewet"), bepaalt:

„(1) Ten aanzien van de uitstoting van de minderheidsaandeelhouders van een doelvennootschap waarbij de koper ten minste 90 % van alle aandelen waaraan stemrechten zijn verbonden, heeft verworven door het doen van een verplicht of vrijwillig openbaar overnamebod dat is aanvaard door de houders van ten minste 90 % van de onder het bod vallende aandelen van de doelvennootschap waaraan stemrechten zijn verbonden, zijn de bepalingen van de wet op de handelsvennootschappen betreffende de uitstoting van de minderheidsaandeelhouders van de vennootschap van toepassing, tenzij in lid 2 van dit artikel anders is bepaald.

(2) Indien de algemene vergadering van de doelvennootschap, op voorstel van de koper als meerderheidsaandeelhouder, binnen drie maanden na de bekendmaking van de uitkomst van het

in het vorige lid bedoelde openbaar overnamebod besluit dat de aandelen van de minderheidsaandeelhouders worden overgedragen aan de meerderheidsaandeelhouder, biedt de koper, als tegenprestatie, in plaats van het overeenkomstig de wet op de handelsvennootschappen bepaalde bedrag in contanten, een tegenprestatie van het type en het bedrag als bepaald in het openbaar overnamebod."

Hoofdgeding en prejudiciële vragen

12 YO is minderheidsaandeelhouder in HRAM Holding, een vennootschap waarvan de aandelen zijn genoteerd aan de Sloveense beurs.

13 SVEMA, die aanvankelijk 19,77 % van de aandelen van HRAM Holding bezat, is de meerderheidsaandeelhouder van die vennootschap geworden na de aankoop op 30 september 2021 van een aanvullende deelneming ten belope van 67,56 % van de aandelen in HRAM Holding. Aangezien haar deelneming in het kapitaal van HRAM Holding aldus de in de Sloveense regeling vastgestelde controledrempel overschreed, heeft de Sloveense toezichthoudende autoriteit voor effecten toestemming verleend aan SVEMA om een verplicht openbaar overnamebod uit te brengen, hetgeen zij op 27 oktober 2021 heeft gedaan. Na dit bod bezat SVEMA 90,51 % van de aandelen van HRAM Holding.

14 Aangezien dat bod dus was geslaagd in de zin van artikel 68 van de overnamewet, heeft de algemene vergadering van HRAM Holding binnen drie maanden na die verwerving op voorstel van SVEMA besloten dat de minderheidsaandeelhouders hun aandelen aan SVEMA moesten verkopen, tegen een financiële vergoeding ter hoogte van hetzelfde bedrag als de vergoeding die in het door SVEMA uitgeschreven overnamebod voor elk aandeel was vastgesteld.

15 YO heeft bij de Okrožno sodišče v Ljubljani (rechter in eerste aanleg Ljubljana, Slovenië), de verwijzende rechter, een beroep ingesteld tot vaststelling, langs gerechtelijke weg, van de passende financiële vergoeding die SVEMA aan de minderheidsaandeelhouders van HRAM Holding moet betalen voor de verkoop van hun aandelen.

16 Bij besluit van 27 januari 2023 werd ter fine van de procedure bij de verwijzende rechter een gezamenlijke vertegenwoordiger van de minderheidsaandeelhouders van HRAM Holding aangesteld. Deze vertegenwoordiger sluit zich aan bij de door YO in zijn verzoekschrift aangevoerde argumenten.

17 De verwijzende rechter vraagt zich af hoe artikel 15, lid 5, derde alinea, van richtlijn 2004/25 moet worden uitgelegd voor de uitlegging van artikel 68 van de overnamewet – waarbij deze richtlijn in Sloveens recht is omgezet –, en dan met name of het vermoeden van artikel 15, lid 5, derde alinea, van die richtlijn als weerlegbaar dan wel als onweerlegbaar moet worden beschouwd. Volgens de verwijzende rechter kan deze vraag niet louter op basis van de bewoordingen van deze bepaling worden beantwoord, aangezien tussen de verschillende taalversies van die bepaling discrepanties bestaan.

18 In die omstandigheden heeft de Okrožno sodišče v Ljubljani de behandeling van de zaak geschorst en het Hof verzocht om een prejudiciële beslissing over de volgende vragen:

„1) Moet artikel 15, lid 5, derde alinea, van richtlijn [2004/25] aldus worden uitgelegd dat het vermoeden in die bepaling van de richtlijn als onweerlegbaar dan wel als weerlegbaar moet worden beschouwd?

2) Indien dit vermoeden van een billijke tegenprestatie als weerlegbaar moet worden beschouwd, is die weerlegbaarheid dan onbeperkt of eventueel beperkt tot bijzondere omstandigheden?"

Beantwoording van de prejudiciële vragen

19 Met zijn vragen, die gezamenlijk moeten worden onderzocht, wenst de verwijzende rechter in essentie te vernemen of artikel 15, lid 5, derde alinea, van richtlijn 2004/25 aldus moet worden uitgelegd dat het bij deze bepaling vastgestelde vermoeden dat de tegenprestatie van een verplicht openbaar overnamebod van effecten van een vennootschap billijk is, als een weerlegbaar vermoeden moet worden aangemerkt, en zo ja, in welke gevallen moet worden geoordeeld dat dit vermoeden als weerlegd moet worden beschouwd.

20 Krachtens artikel 15, leden 1 en 2, van richtlijn 2004/25 dragen de lidstaten er zorg voor dat een bieder, na het uitbrengen van een bod dat tot alle houders van effecten van de betrokken vennootschap was gericht en op al hun effecten betrekking had, onder bepaalde voorwaarden van alle houders van de resterende effecten kan verlangen dat zij deze effecten aan hem verkopen tegen een billijke prijs. In dit verband bepaalt artikel 15, lid 5, derde alinea, van deze richtlijn dat na het uitbrengen van een verplicht openbaar overnamebod in de zin van artikel 5, lid 1, van die richtlijn „wordt aangenomen dat de bij het bod geboden tegenprestatie billijk is".

21 Hoewel artikel 15, lid 5, van richtlijn 2004/25 uitdrukkelijk verwijst naar het bestaan van een vermoeden, specificeert het niet of dit vermoeden weerlegbaar of onweerlegbaar is.

22 Sommige taalversies van dit lid, zoals de Griekse, de Engelse, de Franse of de Portugese versie, verwijzen naar een vermoeden zonder de aard ervan te bepalen. Andere taalversies van hetzelfde lid, met name de Spaanse, de Duitse en de Italiaanse of, zoals de verwijzende rechter aangeeft, de Sloveense versie, hanteren daarentegen een werkwoord dat suggereert dat het daarin neergelegde vermoeden onweerlegbaar is.

23 Volgens vaste rechtspraak kan de in een van de taalversies van een Unierechtelijke bepaling gebruikte formulering niet als enige grondslag voor de uitlegging van die bepaling dienen of voorrang hebben boven de andere taalversies. Bepalingen van het Unierecht moeten immers uniform worden uitgelegd en toegepast in het licht van de tekst in alle talen van de Europese Unie. Wanneer er verschillen zijn tussen de verschillende taalversies van een Unierechtelijke tekst, moet bij de uitlegging van de betreffende bepaling dus worden gelet op de algemene opzet en de doelstelling van de regeling waarvan zij een onderdeel vormt (arresten van 27 oktober 1977, Bouchereau, 30/77, EU:C:1977:172, punt 14, en 30 april 2025, Celní jednatelství Zelinka, C-330/24, EU:C:2025:296, punt 19 en aldaar aangehaalde rechtspraak).

24 Voor de beantwoording van de gestelde vragen moet artikel 15, lid 5, derde alinea, van richtlijn 2004/25 derhalve worden uitgelegd in het licht van de algemene opzet en de doelstelling van deze richtlijn.

25 Wat de algemene opzet van richtlijn 2004/25 betreft, moet worden opgemerkt dat deze richtlijn, voor het geval waarin een natuurlijke of rechtspersoon de zeggenschap verkrijgt over een in deze richtlijn bedoelde vennootschap, voorziet in een procedure in twee fasen die ertoe kan leiden dat deze persoon alle aandelen van die vennootschap verwerft.

26 In de eerste plaats is in artikel 5, lid 1, van richtlijn 2004/25 het beginsel neergelegd dat verplicht een overnamebod moet worden uitgebracht op de participatiebewijzen van een bepaalde vennootschap. In die bepaling staat namelijk dat wanneer een natuurlijke of rechtspersoon effecten bezit die hem de zeggenschap geven over een onder deze richtlijn vallende vennootschap, de lidstaten er zorg voor dragen dat die natuurlijke of rechtspersoon verplicht is een bod uit te brengen ter bescherming van de minderheidsaandeelhouders van die vennootschap en dat dit bod wordt gedaan voor alle effecten van die aandeelhouders tegen de in artikel 5, lid 4, van die richtlijn bepaalde „billijke prijs” [zie in die zin arresten van 20 juli 2017, Marco Tronchetti Provera e.a., C-206/16, EU:C:2017:572, punt 29, en 10 december 2020, Euromin Holdings (Cyprus), C-735/19, EU:C:2020:1014, punt 43].

27 In de tweede plaats bepaalt artikel 15, lid 2, van richtlijn 2004/25, met betrekking tot de houders van effecten van de vennootschap waarop een openbaar overnamebod is gedaan en die dit bod niet hebben aanvaard, dat de bieder onder bepaalde voorwaarden de mogelijkheid heeft om deze houders „uit te stoten”, door van hen te verlangen dat zij hun effecten aan hem verkopen. Artikel 16, lid 2, van deze richtlijn bepaalt daarenboven dat iedere houder van de resterende effecten van de betrokken vennootschap het recht heeft om van de bieder te verlangen dat hij die effecten koopt.

28 Zoals reeds is opgemerkt in punt 26 van het onderhavige arrest, bepaalt artikel 5, lid 1, van richtlijn 2004/25 dat de prijs die aan de minderheidsaandeelhouders wordt aangeboden in het kader van een verplicht openbaar overnamebod op hun aandelen, „billijk” moet zijn. Artikel 15, lid 2, en artikel 16, lid 2, van deze richtlijn bepalen respectievelijk dat de uitstoting van de houders van de resterende effecten van een onder deze richtlijn vallende vennootschap of de verplichte verkoop van deze effecten „tegen een billijke prijs” moet geschieden.

29 Zoals de advocaat-generaal in punt 51 van zijn conclusie in essentie heeft opgemerkt, is het in dit verband niet van belang dat in bepaalde taalversies van richtlijn 2004/25 het bijvoeglijk naamwoord dat wordt gebruikt om de in artikel 5, leden 1 en 4, van deze richtlijn bedoelde „prijs” te kwalificeren, verschilt van het bijvoeglijk naamwoord dat wordt gebruikt om de in artikel 15, leden 2 en 5, en artikel 16, lid 2, van die richtlijn bedoelde prijs te kwalificeren.

30 In andere taalversies van richtlijn 2004/25 vermelden deze bepalingen namelijk hetzelfde bijvoeglijk naamwoord om deze „prijs” te kwalificeren en zelfs wanneer dit niet het geval is, zijn de twee gebruikte kwalificerende bijvoeglijke naamwoorden synoniemen, zoals bijvoorbeeld in de Franse taalversie van die bepalingen, waarin de bijvoeglijke naamwoorden „équitable” (billijk) en „juste” (billijk) worden gebruikt.

31 Voor de vaststelling van de „billijke” prijs die wordt betaald als tegenprestatie voor de verwerving van de effecten die toebehoren aan de minderheidsaandeelhouders van een vennootschap, kiest richtlijn 2004/25 primair voor een objectieve methode.

32 Zo bepaalt artikel 5, lid 4, eerste alinea, van richtlijn 2004/25 dat, primair, de hoogste prijs die tijdens een door de lidstaten te bepalen periode van niet minder dan zes en niet meer dan twaalf maanden vóór het bod als bedoeld in artikel 5, lid 1, van die richtlijn door de bieder of door in

onderling overleg met hem handelende personen voor dezelfde effecten is betaald, als de billijke prijs geldt [zie in die zin arresten van 20 juli 2017, Marco Tronchetti Provera e.a., C-206/16, EU:C:2017:572, punt 30, en 10 december 2020, Euromin Holdings (Cyprus), C-735/19, EU:C:2020:1014, punt 44].

33 De aldus berekende billijke prijs wordt ook geacht een billijke prijs te zijn in de zin van artikel 15, lid 5, derde alinea, van richtlijn 2004/25, dat betrekking heeft op de uitstoting van de aandeelhouders, waarnaar ook wordt verwezen in artikel 16, lid 3, van deze richtlijn, dat betrekking heeft op het verkooprecht van aandelen.

34 Artikel 5, lid 4, tweede alinea, van richtlijn 2004/25 bepaalt evenwel dat de lidstaten, op voorwaarde dat de beginselen van artikel 3, lid 1, van die richtlijn worden nageleefd, de in artikel 4 van die richtlijn bedoelde toezichthoudende autoriteiten ertoe mogen machtigen om onder welomlijnde omstandigheden en op grond van duidelijk omschreven criteria de in artikel 5, lid 4, eerste alinea, van deze richtlijn bedoelde prijs te wijzigen. Daartoe kunnen de lidstaten een lijst opstellen van de omstandigheden waaronder die prijs zowel opwaarts als neerwaarts kan worden bijgesteld en kunnen zij de te hanteren criteria vaststellen voor de in de tweede alinea genoemde voorbeelden [zie in die zin arresten van 20 juli 2017, Marco Tronchetti Provera e.a., C-206/16, EU:C:2017:572, punt 31, en 10 december 2020, Euromin Holdings (Cyprus), C-735/19, EU:C:2020:1014, punt 45].

35 Richtlijn 2004/25 erkent daarmee dat een prijs voor de verwerving van de effecten van minderheidsaandeelhouders van een onder deze richtlijn vallende vennootschap, die wordt geboden in het kader van een verplicht openbaar overnamebod en wordt berekend op basis van de objectieve methode van artikel 5, lid 4, eerste alinea, van deze richtlijn, in bepaalde omstandigheden mogelijk niet „billijk” is en daarom een wijziging kan vereisen.

36 Hieruit volgt dat wanneer de context van artikel 15, lid 5, van richtlijn 2004/25 in beschouwing wordt genomen, dit pleit voor een uitlegging van deze bepaling in die zin dat het daarin neergelegde vermoeden in bepaalde omstandigheden kan worden weerlegd.

37 Het is namelijk mogelijk dat omstandigheden die – overeenkomstig de door artikel 5, lid 4, tweede alinea, van die richtlijn aan de lidstaten geboden mogelijkheid – hadden kunnen rechtvaardigen dat hun toezichthoudende autoriteiten de prijs van een verplicht openbaar overnamebod opwaarts of neerwaarts hadden bijgesteld, niet ter kennis zijn gebracht van deze autoriteiten met het doel om een dergelijke wijziging te laten toepassen, of dat zij pas na de sluiting van dat bod aan het licht komen, wanneer een dergelijke wijziging niet meer mogelijk is.

38 Indien een lidstaat geen gebruik maakt van deze mogelijkheid, is het bovendien niet mogelijk om de in het kader van een verplicht openbaar overnamebod voorgestelde prijs te wijzigen, ook al bestaan er omstandigheden, zoals die welke in die bepaling worden bedoeld, die een bijstelling van die prijs kunnen rechtvaardigen. In dat geval kan alleen door de weerlegging van het vermoeden van artikel 15, lid 5, derde alinea, van richtlijn 2004/25 worden verzekerd dat de prijs die wordt geboden in het kader van een uitstoting van de houders van effecten of van de uitoefening van het verkooprecht „billijk” is, zoals vereist in de artikelen 15 en 16 van deze richtlijn.

39 Bovendien zou het paradoxaal zijn te erkennen dat het volgens richtlijn 2004/25 wel mogelijk is om de prijs te wijzigen die wordt geboden in het kader van een verplicht openbaar overnamebod, dat elke aandeelhouder uiteindelijk kan besluiten af te slaan, maar dat er, wanneer de

aandeelhouder verplicht is om zijn aandelen te verkopen in het geval van een uitstoting van houders van effecten of wanneer de meerderheidsaandeelhouder verplicht is om de aandelen te kopen in het kader van een verplichte verkoop, geen enkele mogelijkheid bestaat om de aankoopprijs te wijzigen door het vermoeden van artikel 15, lid 5, derde alinea, van die richtlijn om te keren.

40 Ook het door richtlijn 2004/25 nagestreefde doel pleit ervoor dat dit vermoeden weerlegbaar is.

41 Richtlijn 2004/25 heeft blijkens de overwegingen 1 tot en met 3 en 9 ervan namelijk tot doel de belangen te beschermen van de houders van effecten van vennootschappen waarover een natuurlijke of rechtspersoon de zeggenschap heeft verkregen, en strekt er in dit verband toe de duidelijkheid en de transparantie van de regels inzake het openbaar overnamebod te waarborgen (arrest van 20 juli 2017, Marco Tronchetti Provera e.a., C-206/16, EU:C:2017:572, punt 24).

42 Bovendien is een van de beginselen die bij de toepassing van richtlijn 2004/25 in acht moeten worden genomen en in artikel 3, lid 1, ervan als „algemene beginselen” worden aangemerkt, het beginsel dat, wanneer een persoon de zeggenschap over een vennootschap verkrijgt, de houders van effecten dienen te worden beschermd (zie in die zin arrest van 20 juli 2017, Marco Tronchetti Provera e.a., C-206/16, EU:C:2017:572, punt 26).

43 Het zou in strijd zijn met deze doelstelling van bescherming van de houders van effecten indien werd aanvaard dat zij in het kader van hun uitstoting zouden kunnen worden verplicht om hun effecten te verkopen aan de persoon die de zeggenschap over de betrokken vennootschap heeft verkregen tegen de in een verplicht openbaar overnamebod geboden prijs, zonder mogelijkheid om de billijkheid van die prijs te betwisten, terwijl in artikel 5, lid 4, tweede alinea, van richtlijn 2004/25 wordt erkend dat het in bepaalde omstandigheden noodzakelijk kan zijn om een dergelijke prijs bij te stellen om de billijkheid ervan te waarborgen.

44 Met betrekking tot de omstandigheden waarin het in artikel 15, lid 5, derde alinea, van richtlijn 2004/25 neergelegde vermoeden kan worden geacht te zijn weerlegd, moet, zoals de advocaat-generaal in punt 82 van zijn conclusie in essentie heeft opgemerkt, rekening worden gehouden met het verband dat deze richtlijn legt tussen de prijs van het verplicht openbaar overnamebod en de prijs waarvoor de resterende effecten die het voorwerp zijn van een uitstoting van houders van effecten of van een verkooprecht, moeten worden gekocht.

45 Zoals in punt 34 van het onderhavige arrest is opgemerkt, kent artikel 5, lid 4, tweede alinea, van richtlijn 2004/25 de lidstaten de mogelijkheid toe om, op voorwaarde dat de algemene beginselen van artikel 3, lid 1, van deze richtlijn worden nageleefd, de toezichthoudende autoriteiten te machtigen om de prijs van een verplicht openbaar overnamebod te wijzigen onder welomlijnde omstandigheden en op grond van duidelijk omschreven criteria, waarvan artikel 5, lid 4, tweede alinea, enkele voorbeelden noemt. Deze mogelijkheid belet de lidstaten evenwel niet om in de regeling die zij vaststellen ter omzetting van laatstgenoemde bepaling gebruik te maken van abstracte juridische begrippen (zie in die zin arrest van 20 juli 2017, Marco Tronchetti Provera e.a., C-206/16, EU:C:2017:572, punten 37-42).

46 Wanneer een lidstaat van deze mogelijkheid gebruik heeft gemaakt en de omstandigheden heeft omschreven waarin de prijs van een verplicht openbaar overnamebod kan worden gewijzigd, moeten deze omstandigheden, indien zij vaststaan, worden geacht te kunnen rechtvaardigen dat het vermoeden van artikel 15, lid 5, derde alinea, van richtlijn 2004/25 wordt weerlegd, op

voorwaarde dat zij niet ter kennis van de toezichthoudende autoriteit van die lidstaat zijn gebracht of dat zij pas na de sluiting van dat bod aan het licht komen, wanneer een dergelijke wijziging niet meer mogelijk is.

47 Daarenboven moet worden vastgesteld dat, indien de betrokken lidstaat geen gebruik heeft gemaakt van de hem door artikel 5, lid 4, tweede alinea, van richtlijn 2004/25 geboden mogelijkheid, de voorbeelden van omstandigheden die kunnen rechtvaardigen dat de prijs van een verplicht openbaar overnamebod wordt gewijzigd en de in dergelijke omstandigheden toe te passen criteria, zoals te vinden in die bepaling, eveneens kunnen rechtvaardigen dat het vermoeden van artikel 15, lid 5, derde alinea, van deze richtlijn wordt weerlegd.

48 Gelet op een en ander dient op de gestelde vragen te worden geantwoord dat artikel 15, lid 5, derde alinea, van richtlijn 2004/25 aldus moet worden uitgelegd dat het vermoeden dat met deze bepaling is ingevoerd – namelijk dat de tegenprestatie van een verplicht openbaar overnamebod op de effecten van een vennootschap billijk is – moet worden aangemerkt als een weerlegbaar vermoeden dat kan worden weerlegd in omstandigheden zoals die welke zijn bedoeld in artikel 5, lid 4, tweede alinea, van deze richtlijn of die door de betrokken lidstaat ter uitvoering van deze laatste bepaling zijn omschreven, op voorwaarde dat die omstandigheden niet ter kennis van de toezichthoudende autoriteit van die lidstaat zijn gebracht met het doel om de prijs van het verplicht openbaar overnamebod vooraf te laten wijzigen, of dat zij pas na de sluiting van dat bod aan het licht komen, wanneer een dergelijke wijziging niet meer mogelijk is.

Kosten

49 Ten aanzien van de partijen in het hoofdgeding is de procedure als een aldaar gerezen incident te beschouwen, zodat de verwijzende rechter over de kosten heeft te beslissen. De door anderen wegens indiening van hun opmerkingen bij het Hof gemaakte kosten komen niet voor vergoeding in aanmerking.

Het Hof (Vijfde kamer) verklaart voor recht:

Artikel 15, lid 5, derde alinea, van richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod

moet aldus worden uitgelegd dat

het vermoeden dat met deze bepaling is ingevoerd – namelijk dat de tegenprestatie van een verplicht openbaar overnamebod op de effecten van een vennootschap billijk is – moet worden aangemerkt als een weerlegbaar vermoeden dat kan worden weerlegd in omstandigheden zoals die welke zijn bedoeld in artikel 5, lid 4, tweede alinea, van deze richtlijn of die door de betrokken lidstaat ter uitvoering van deze laatste bepaling zijn omschreven, op voorwaarde dat die omstandigheden niet ter kennis van de toezichthoudende autoriteit van die lidstaat zijn gebracht met het doel om de prijs van het verplicht openbaar overnamebod vooraf te laten wijzigen, of dat zij pas na de sluiting van dat bod aan het licht komen, wanneer een dergelijke wijziging niet meer mogelijk is.

ondertekeningen