Zbiór Orzeczeń

WYROK TRYBUNAŁU (piąta izba)

z dnia 27 listopada 2025 r.*

Odesłanie prejudycjalne – Prawo spółek – Dyrektywa 2004/25/WE – Obowiązkowa publiczna oferta przejęcia – Przymusowa sprzedaż przez posiadaczy papierów wartościowych – Ochrona akcjonariuszy mniejszościowych – Artykuł 15 ust. 5 akapit trzeci – Świadczenie zaproponowane w ofercie uważane za uczciwe – Domniemanie wzruszalne

W sprawie C-567/24

mającej za przedmiot wniosek o wydanie, na podstawie art. 267 TFUE, orzeczenia w trybie prejudycjalnym, złożony przez Okrožno sodišče v Ljubljani (sąd rejonowy w Lublanie, Słowenia) postanowieniem z dnia 6 czerwca 2024 r., które wpłynęło do Trybunału w dniu 21 sierpnia 2024 r., w postępowaniu:

YO

przeciwko

SVEMA TRADE d.o.o.,

przy udziale:

akcjonariuszy mniejszościowych spółki HRAM Holding d.d.,

TRYBUNAŁ (piąta izba),

w składzie: M.L. Arastey Sahún, prezeska izby, J. Passer, E. Regan, D. Gratsias (sprawozdawca) i B. Smulders, sędziowie,

rzecznik generalny: M. Campos Sánchez-Bordona,

sekretarz: A. Calot Escobar,

uwzględniając pisemny etap postępowania,

rozważywszy uwagi, które przedstawili:

– w imieniu rządu włoskiego – S. Fiorentino, w charakterze pełnomocnika, którego wspierał I. Fresu, procuratore dello Stato,

* Język postępowania: słoweński.

– w imieniu rządu fińskiego – A. Laine, w charakterze pełnomocnika,

– w imieniu Komisji Europejskiej – G. Goddin, G. Meeßen oraz B. Rous Demiri, w charakterze pełnomocników,

po zapoznaniu się z opinią rzecznika generalnego na posiedzeniu w dniu 3 lipca 2025 r.,

wydaje następujący

Wyrok

1 Wniosek o wydanie orzeczenia w trybie prejudycjalnym dotyczy wykładni art. 15 ust. 5 akapit trzeci dyrektywy 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia (Dz.U. 2004, L 142, s. 12).

2 Wniosek ten został złożony w ramach sporu pomiędzy YO a SVEMA TRADE d.o.o. (zwaną dalej „SVEMA”) w przedmiocie ustalenia rekompensaty finansowej wypłacanej akcjonariuszom mniejszościowym spółki HRAM Holding d.d. z tytułu sprzedaży ich papierów wartościowych w ramach obowiązkowej oferty przejęcia.

Ramy prawne

Prawo Unii

3 Motywy 1–3 i 9 dyrektywy 2004/25 mają następujące brzmienie:

„(1) Zgodnie z art. 44 ust. 2 lit. g) [WE] niezbędne jest skoordynowanie niektórych środków zabezpieczających wymaganych dla ochrony interesów wspólników i osób trzecich, przez państwa członkowskie, od spółek podlegających ustawodawstwu państwa członkowskiego, których papiery wartościowe są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym w państwie członkowskim, w celu osiągnięcia równoważnego charakteru takich środków zabezpieczających w całej Wspólnocie.

(2) Niezbędne jest zabezpieczenie interesów posiadaczy papierów wartościowych spółek podlegających prawu państwa członkowskiego, gdy spółki te są przedmiotem oferty przejęcia lub zmian kontroli i przynajmniej część ich papierów wartościowych jest dopuszczona do obrotu na rynku regulowanym w państwie członkowskim.

(3) Niezbędne jest stworzenie we Wspólnocie jasnej i przejrzystej sytuacji w odniesieniu do zagadnień prawnych, które należy rozstrzygnąć w przypadku ofert przejęcia oraz zapobieżenie zniekształcaniu form restrukturyzacji spółek we Wspólnocie przez arbitralne różnice w kulturze kierowania i zarządzania.

[…]

(9) Państwa członkowskie powinny podjąć niezbędne kroki dla ochrony posiadaczy papierów wartościowych, w szczególności tych z pakietem mniejszościowym, w razie przejęcia kontroli nad ich spółkami. Państwa członkowskie powinny zapewnić taką ochronę poprzez zobowiązanie osoby, która przejęła kontrolę nad spółką, do złożenia oferty wszystkim posiadaczom papierów wartościowych spółki na wszystkie ich papiery po godziwej cenie, zgodnie ze wspólną definicją. Państwa członkowskie powinny zachować dowolność ustanowienia dalszych instrumentów dla ochrony interesów posiadaczy papierów wartościowych, takich jak zobowiązanie do złożenia częściowej oferty, tam gdzie oferent nie przejmuje kontroli nad spółką, lub zobowiązanie do ogłoszenia oferty w momencie, gdy przejmowana jest kontrola nad spółką".

4 Zgodnie z art. 1 ust. 1 tej dyrektywy przewiduje ona środki koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych, kodeksów praktyk i innych przepisów państw członkowskich, łącznie z przepisami ustanowionymi przez organizacje oficjalnie upoważnione do regulowania rynków, odnoszące się do ofert przejęcia dotyczących papierów wartościowych spółek podlegających prawom państw członkowskich w sytuacji, gdy wszystkie lub niektóre z tych papierów wartościowych są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym w rozumieniu dyrektywy Rady 93/22/EWG z dnia 10 maja 1993 r. w sprawie usług inwestycyjnych w zakresie papierów wartościowych (Dz.U. 1993, L 141, s. 27) w co najmniej jednym państwie członkowskim.

5 Artykuł 2 dyrektywy 2004/25, zatytułowany „Definicje", stanowi w ust. 1:

„Do celów niniejszej dyrektywy:

a) »oferta przejęcia« lub »oferta« oznacza ofertę publiczną (inną niż dokonywana przez samą spółkę będącą przedmiotem oferty) złożoną posiadaczom papierów wartościowych spółki w celu nabycia wszystkich lub niektórych z tych papierów wartościowych, czy to z mocy prawa czy dobrowolnie, która następuje po lub ma na celu przejęcie kontroli nad spółką będącą przedmiotem oferty zgodnie z prawem krajowym;

b) »spółka będąca przedmiotem oferty« oznacza spółkę, której papiery wartościowe są przedmiotem oferty;

c) »oferent« oznacza każdą osobę fizyczną lub prawną prawa publicznego lub prywatnego, składającą ofertę;

d) »osoby działające w porozumieniu« oznaczają osoby fizyczne lub prawne współpracujące z oferentem lub spółką będącą przedmiotem oferty na zasadzie porozumienia, wyraźnego lub cichego, ustnego lub pisemnego, którego celem jest przejęcie kontroli nad spółką będącą przedmiotem oferty lub zakłócenie pomyślnego wyniku oferty;

e) »papiery wartościowe« oznaczają zbywalne papiery wartościowe dające prawo głosu w spółce;

[…]".

6 Artykuł 3 tej dyrektywy, zatytułowany „Zasady ogólne”, stanowi w ust. 1:

„Do celów wykonania niniejszej dyrektywy państwa członkowskie zapewniają, że spełnione są następujące zasady:

a) wszyscy posiadacze tego samego rodzaju papierów wartościowych spółki będącej przedmiotem oferty muszą być traktowani jednakowo; co więcej, jeżeli osoba przejmie kontrolę nad spółką, inni posiadacze papierów wartościowych muszą być chronieni;

[…]

d) nie mogą być tworzone fałszywe rynki papierów wartościowych spółki będącej przedmiotem oferty oferenta ani żadnej innej spółki, której oferta dotyczy, w taki sposób, że wzrost lub spadek ceny papierów wartościowych staje się sztuczny i przez to normalne funkcjonowanie rynku papierów wartościowych ulega zniekształceniu;

e) oferent musi ogłosić ofertę dopiero po upewnieniu się, że może w całości wypełnić wszelkie świadczenia pieniężne, jeżeli taka forma jest oferowana, i po podjęciu wszelkich właściwych środków w celu zabezpieczenia wypełnienia świadczenia w inny sposób;

[…]”.

7 Artykuł 4 wskazanej dyrektywy, zatytułowany „Organ nadzoru i prawo właściwe”, stanowi w ust. 1:

„Państwa członkowskie wyznaczają organ lub organy właściwe do nadzoru nad ofertami przejęcia celem stosowania przepisów, jakie ustanawiają lub wprowadzają na mocy niniejszej dyrektywy. Organy te są organami publicznymi, stowarzyszeniami lub podmiotami prawa prywatnego uznanymi przez prawo krajowe lub organy publiczne wyraźnie upoważnione do tego celu przez prawo krajowe. Państwa członkowskie powiadamiają Komisję [Europejską] o tych ustanowieniach, określając wszelkie podziały funkcji między tymi organami, które mogą być dokonane. Zapewniają one, aby organy te wykonywały swoje funkcje bezstronnie i w sposób niezależny od jakiejkolwiek strony oferty”.

8 Artykuł 5 tej dyrektywy, zatytułowany „Ochrona akcjonariuszy mniejszościowych, obowiązkowa oferta i uczciwa cena”, stanowi w ust. 1, 3 i 4:

„1. W sytuacji, gdy osoba fizyczna lub prawna, w wyniku nabycia przez nią lub przez osoby działające z nią w porozumieniu, posiada papiery wartościowe spółki w rozumieniu art. 1 ust. 1, które dodane do posiadanych przez nią papierów wartościowych i do papierów wartościowych posiadanych przez osoby działające z nią w porozumieniu, dają jej bezpośrednio lub pośrednio określony udział w ogólnej liczbie głosów w tej spółce, dający jej kontrolę nad tą spółką, państwa członkowskie zapewniają, że od takiej osoby wymaga się złożenia oferty jako środka ochrony mniejszościowych akcjonariuszy tej spółki. Taka oferta jest kierowana w najwcześniejszym możliwym terminie do wszystkich posiadaczy tych papierów wartościowych i obejmuje wszystkie posiadane przez nich papiery wartościowe po godziwej cenie, jak to określono w ust. 4.

[…]

3. Udział w ogólnej liczbie głosów, jaki daje kontrolę dla celów ust. 1, i sposób jego obliczania zostaną ustalone przez przepisy państwa członkowskiego, w którym spółka ma swoją siedzibę statutową.

4. Najwyższa cena zapłacona przez oferenta za te same papiery wartościowe, lub przez osoby działające z nim w porozumieniu, w okresie, jaki ma być ustalony przez państwa członkowskie, lecz nie krótszym niż sześć i nie dłuższym niż 12 miesięcy przed rozpoczęciem oferty, o której mowa w ust. 1, jest uważana za godziwą cenę. Jeżeli po podaniu oferty do publicznej wiadomości i przed zamknięciem oferty oferent lub jakakolwiek osoba działająca z nim w porozumieniu zakupuje papiery wartościowe po cenie wyższej niż cena ofertowa, oferent zwiększa cenę w swojej ofercie tak, aby nie była ona niższa niż najwyższa cena zapłacona za tak nabyte papiery wartościowe.

Pod warunkiem że są przestrzegane zasady ogólne ustanowione w art. 3 ust. 1, państwa członkowskie mogą upoważnić swoje organy nadzoru do dostosowania ceny wskazanej w pierwszym akapicie w okolicznościach i zgodnie z kryteriami, które są jasno ustalone. W tym celu mogą one sporządzić wykaz okoliczności, w których najwyższa cena może być dostosowana w górę albo w dół, na przykład gdy najwyższa cena została ustalona w umowie między podmiotem kupującym i sprzedającym, gdy cena rynkowa tych papierów wartościowych była manipulowana, gdy ceny rynkowe ogólnie lub niektóre ceny rynkowe w szczególności zostały dotknięte przez wyjątkowe zdarzenia, lub w celu umożliwienia ratowania spółki znajdującej się w trudnej sytuacji. Mogą one również ustalać kryteria, jakie mają być stosowane w takich przypadkach, na przykład średnią wartość rynkową w określonym okresie, wartość likwidacyjną przedsiębiorstwa lub inne obiektywne kryteria wyceny powszechnie używane w analizie finansowej.

Wszelkie decyzje organu nadzoru o dostosowaniu godziwej ceny są uzasadnione i podane do publicznej wiadomości”.

9 Artykuł 15 dyrektywy 2004/25, zatytułowany „Prawo przymusowej sprzedaży”, ma następujące brzmienie:

„1. Państwa członkowskie zapewniają, że w następstwie oferty złożonej wszystkim posiadaczom papierów wartościowych spółki będącej przedmiotem oferty i obejmującej wszystkie posiadane przez nich papiery wartościowe mają zastosowanie ust. 2–5.

2. Państwa członkowskie zapewniają, aby oferent mógł żądać sprzedania mu pozostałych papierów wartościowych od wszystkich ich posiadaczy po uczciwej cenie. Państwa członkowskie wprowadzają to prawo w jednej z następujących sytuacji:

a) gdy oferent posiada papiery wartościowe reprezentujące nie mniej niż 90 % kapitału dającego prawo głosu i 90 % ogólnej liczby głosów w spółce będącej przedmiotem oferty

albo

b) gdy oferent, po zaakceptowaniu oferty, nabył lub ostatecznie zobowiązał się do nabycia papierów wartościowych reprezentujących nie mniej niż 90 % kapitału dającego prawo głosu w spółce będącej przedmiotem oferty i 90 % liczby głosów, które były przedmiotem oferty.

W przypadku określonym w lit. a) państwa członkowskie mogą ustanowić wyższy próg, który nie może jednak być wyższy niż 95 % kapitału akcyjnego dającego prawo głosu i 95 % liczby głosów.

3. Państwa członkowskie zapewniają obowiązywanie przepisów pozwalających wyliczyć, kiedy taki próg zostanie osiągnięty.

Jeśli spółka będącej przedmiotem oferty wyemitowała więcej niż jeden rodzaj papierów wartościowych, państwa członkowskie mogą postanowić, że prawo do przymusowej sprzedaży może być wykonywane jedynie w stosunku do tego rodzaju, co do którego został osiągnięty próg ustanowiony w ust. 2.

4. Jeżeli oferent chce wykonać prawo do przymusowej sprzedaży, zobowiązany jest dokonać tego w ciągu trzech miesięcy od upływu terminu odpowiadania na ofertę, określonego w art. 7.

5. Państwa członkowskie zapewniają, że zagwarantowana jest godziwa cena. Cena ta przyjmuje taką samą formę, jak świadczenie zaproponowane w ofercie, albo formę pieniężną. Państwa członkowskie mogą postanowić, że forma pieniężna jest oferowana co najmniej jako alternatywa.

W następstwie dobrowolnej oferty, w obu przypadkach określonych w ust. 2 lit. a) i b), proponowane w ofercie świadczenie jest uważane za uczciwe, jeżeli w wyniku oferty oferent nabył papiery wartościowe reprezentujące nie mniej niż 90 % kapitału akcyjnego dającego prawo głosu, który był przedmiotem oferty.

W następstwie obowiązkowej oferty wykupu świadczenie zaproponowane w ofercie jest uważane za godziwe”.

10 Artykuł 16 tej dyrektywy, zatytułowany „Prawo przymusowego wykupu”, przewiduje:

„1. Państwa członkowskie zapewniają, że w następstwie oferty złożonej wszystkim posiadaczom papierów wartościowych spółki będącej przedmiotem oferty na całość posiadanych przez nich papierów wartościowych zastosowanie mają ust. 2 i 3.

2. Państwa członkowskie zapewniają, że posiadacz pozostałych papierów wartościowych może żądać od oferenta wykupu swoich papierów wartościowych po godziwej cenie w tych samych okolicznościach, jakie przewidziano w art. 15 ust. 2.

3. Przepisy art. 15 ust. 3 i 5 stosuje się odpowiednio”.

Prawo słoweńskie

11 Artykuł 68 Zakon o prevzemih (ustawy o przejmowaniu spółek) z dnia 14 lipca 2006 r. (*Uradni list RS*, nr 79/06), w brzmieniu mającym zastosowanie do sporu w postępowaniu głównym (zwanej dalej „ustawą o przejmowaniu spółek”), przewiduje:

„1. W celu wykluczenia akcjonariuszy mniejszościowych spółki będącej przedmiotem oferty, w której nabywca nabył co najmniej 90 % ogółu akcji z prawem głosu tej spółki oraz nabył taki udział poprzez przyjęcie obowiązkowej lub dobrowolnej oferty przejęcia przyjętej przez posiadaczy co najmniej 90 % akcji z prawem głosu spółki, której dotyczyła oferta, stosuje się przepisy prawa spółek handlowych dotyczące wykluczenia akcjonariuszy mniejszościowych ze spółki, chyba że ust. 2 niniejszego artykułu stanowi inaczej.

2. Jeżeli walne zgromadzenie spółki będącej przedmiotem oferty, na wniosek nabywcy jako głównego akcjonariusza, w terminie trzech miesięcy od ogłoszenia wyniku oferty przejęcia zgodnie z przepisami poprzedniego ustępu, podejmie decyzję o przeniesieniu akcji akcjonariuszy mniejszościowych na głównego akcjonariusza, nabywca, w zamian za kwotę pieniężną ustaloną zgodnie z prawem spółek handlowych, proponuje świadczenie w rodzaju i wysokości określonej w ofercie przejęcia".

Postępowanie główne i pytania prejudycjalne

12 YO jest akcjonariuszem mniejszościowym spółki HRAM Holding, której akcje są notowane na słoweńskiej giełdzie papierów wartościowych.

13 SVEMA, będąca początkowo właścicielem 19,77 % akcji HRAM Holding, stała się jej akcjonariuszem większościowym w następstwie odkupienia w dniu 30 września 2021 r. dodatkowego udziału w wysokości 67,56 % akcji tej spółki. Ponieważ jej udział w kapitale HRAM Holding przekroczył w ten sposób próg kontroli przewidziany w słoweńskich przepisach, słoweński organ nadzoru papierów wartościowych zezwolił SVEMA na ogłoszenie obowiązkowej oferty przejęcia, co uczyniła w dniu 27 października 2021 r. W następstwie tej oferty SVEMA posiadała 90,51 % akcji HRAM Holding.

14 Ponieważ rzeczona oferta została przyjęta w rozumieniu art. 68 ustawy o przejmowaniu spółek, walne zgromadzenie HRAM Holding przyjęło w ciągu trzech miesięcy po tym nabyciu, na wniosek SVEMA, uchwałę zmierzającą do tego, aby akcjonariusze mniejszościowi HRAM Holding sprzedali swoje akcje spółce SVEMA w zamian za rekompensatę finansową w tej samej wysokości co określone dla każdej akcji w złożonej przez SVEMA ofercie przejęcia.

15 Do Okrožno sodišče v Ljubljani (sądu rejonowego w Lublanie, Słowenia), będącego sądem odsyłającym, wniesiono skargę YO o ustalenie na drodze sądowej odpowiedniej rekompensaty finansowej, jaką SVEMA powinna wypłacić akcjonariuszom mniejszościowym HRAM Holding z tytułu przymusowego wykupu ich akcji.

16 Decyzją z dnia 27 stycznia 2023 r. wyznaczono wspólnego przedstawiciela akcjonariuszy mniejszościowych HRAM Holding do celów postępowania przed sądem odsyłającym. Przedstawiciel ten zgadza się z argumentami przedstawionymi przez YO w skardze.

17 Sąd odsyłający zastanawia się nad wykładnią art. 15 ust. 5 akapit trzeci dyrektywy 2004/25 dla celów wykładni art. 68 ustawy o przejmowaniu spółek, który transponował tę dyrektywę do słoweńskiego porządku prawnego. W szczególności powstaje pytanie, czy domniemanie ustanowione w art. 15 ust. 5 akapit trzeci wspomnianej dyrektywy należy uznać za wzruszalne czy niewzruszalne. Zdaniem sądu odsyłającego samo brzmienie tego przepisu nie pozwala na udzielenie odpowiedzi na to pytanie ze względu na rozbieżności istniejące między jego różnymi wersjami językowymi.

18 W tych okolicznościach Okrožno sodišče v Ljubljani (sąd rejonowy w Lublanie) postanowił zawiesić postępowanie i zwrócić się do Trybunału z następującymi pytaniami prejudycjalnymi:

„1) Czy art. 15 ust. 5 akapit trzeci dyrektywy [2004/25] należy interpretować w ten sposób, że domniemanie zawarte w tym przepisie dyrektywy należy uznać za niewzruszalne czy wzruszalne?

2) Jeżeli powyższe domniemanie godziwego świadczenia należy uznać za wzruszalne, czy ten wzruszalny charakter jest nieograniczony, czy też ewentualnie ograniczony do szczególnych okoliczności?”.

W przedmiocie pytań prejudycjalnych

19 Poprzez swoje pytania, które należy rozpatrzyć łącznie, sąd odsyłający dąży w istocie do ustalenia, czy art. 15 ust. 5 akapit trzeci dyrektywy 2004/25 należy interpretować w ten sposób, że ustanowione w tym przepisie domniemanie, zgodnie z którym świadczenie z tytułu obowiązkowej oferty przejęcia papierów wartościowych spółki jest uczciwe, należy uznać za domniemanie wzruszalne, a jeśli tak, to w jakich okolicznościach domniemanie to należy uznać za obalone.

20 Zgodnie z art. 15 ust. 1 i 2 dyrektywy 2004/25 w następstwie oferty przejęcia złożonej wszystkim posiadaczom papierów wartościowych spółki będącej przedmiotem oferty i obejmującej wszystkie posiadane przez nich papiery wartościowe państwa członkowskie zapewniają, aby oferent mógł, pod pewnymi warunkami, żądać sprzedania mu pozostałych papierów wartościowych od wszystkich ich posiadaczy po uczciwej cenie. W tym względzie art. 15 ust. 5 akapit trzeci tej dyrektywy przewiduje, że w następstwie obowiązkowej oferty przejęcia w rozumieniu art. 5 ust. 1 tej dyrektywy „świadczenie zaproponowane w ofercie jest uważane za godziwe”.

21 O ile art. 15 ust. 5 dyrektywy 2004/25 wyraźnie wskazuje na istnienie domniemania, o tyle nie precyzuje on, czy domniemanie to jest wzruszalne czy niewzruszalne.

22 Niektóre wersje językowe tego ustępu, takie jak wersje w językach greckim, angielskim, francuskim lub portugalskim, odnoszą się do domniemania bez określania jego charakteru. Natomiast inne wersje językowe tego samego ustępu, w szczególności wersje w językach hiszpańskim, niemieckim i włoskim lub, jak wskazuje sąd odsyłający, w języku słoweńskim, używają czasownika, który sugeruje, że przewidziane w nim domniemanie jest niewzruszalne.

23 Zgodnie z utrwalonym orzecznictwem sformułowania użytego w jednej z wersji językowych przepisu prawa Unii nie można traktować jako jedynej podstawy jego wykładni lub przyznawać mu w tym zakresie pierwszeństwa względem innych wersji językowych. Przepisy prawa Unii należy bowiem interpretować i stosować w sposób jednolity w świetle wersji sporządzonych we wszystkich językach Unii Europejskiej. W przypadku wystąpienia rozbieżności między różnymi wersjami językowymi tekstu aktu prawnego Unii dany przepis należy interpretować z uwzględnieniem ogólnej systematyki i celu uregulowania, którego stanowi część (wyroki: z dnia 27 października 1977 r., Bouchereau, 30/77, EU:C:1977:172, pkt 14; a także z dnia 30 kwietnia 2025 r., Celní jednatelství Zelinka, C-330/24, EU:C:2025:296, pkt 19 i przytoczone tam orzecznictwo).

24 W związku z tym, aby odpowiedzieć na zadane pytania, należy dokonać wykładni art. 15 ust. 5 akapit trzeci dyrektywy 2004/25 w świetle ogólnej systematyki i celu tej dyrektywy.

25 Co się tyczy ogólnej systematyki dyrektywy 2004/25, należy zauważyć, że w przypadku gdy osoba fizyczna lub prawna przejmuje kontrolę nad spółką, o której mowa w tej dyrektywie, przewiduje ona dwuetapową procedurę mogącą prowadzić do nabycia przez tę osobę wszystkich akcji tej spółki.

26 Po pierwsze, art. 5 ust. 1 dyrektywy 2004/25 ustanawia zasadę obowiązkowej oferty przejęcia papierów wartościowych danej spółki. Przewiduje on zatem, że w przypadku gdy osoba fizyczna lub prawna posiada papiery wartościowe dające jej kontrolę nad spółką, o której mowa w tej dyrektywie, państwa członkowskie zapewniają, aby osoba ta była zobowiązana do złożenia oferty w celu ochrony akcjonariuszy mniejszościowych tej spółki, przy czym oferta ta powinna dotyczyć wszystkich papierów wartościowych tych akcjonariuszy po „uczciwej cenie" określonej w art. 5 ust. 4 tej dyrektywy [zob. podobnie wyroki: z dnia 20 lipca 2017 r., Marco Tronchetti Provera i in., C-206/16, EU:C:2017:572, pkt 29; a także z dnia 10 grudnia 2020 r., Euromin Holdings (Cyprus), C-735/19, EU:C:2020:1014, pkt 43].

27 W drugiej kolejności, co się tyczy posiadaczy papierów wartościowych spółki, której dotyczy oferta przejęcia, którzy nie przyjęli tej oferty, art. 15 ust. 2 dyrektywy 2004/25 przewiduje, pod pewnymi warunkami, możliwość doprowadzenia przez oferenta do „przymusowej sprzedaży" ze strony tych posiadaczy poprzez wymaganie od nich, aby sprzedali mu swoje papiery wartościowe. Artykuł 16 ust. 2 tej dyrektywy przewiduje ponadto odpowiednie prawo każdego posiadacza pozostałych papierów wartościowych danej spółki do żądania od oferenta wykupu jego papierów wartościowych.

28 Jak wskazano już w pkt 26 niniejszego wyroku, art. 5 ust. 1 dyrektywy 2004/25 przewiduje, że cena zaproponowana akcjonariuszom mniejszościowym w ramach obowiązkowej oferty przejęcia ich akcji powinna być „uczciwa". Z kolei art. 15 ust. 2 i art. 16 ust. 2 tej dyrektywy przewidują, odpowiednio, że sprzedaż przez posiadaczy pozostałych papierów wartościowych spółki, o której mowa w tej dyrektywie, lub przymusowy wykup tych papierów wartościowych muszą być dokonane „po uczciwej cenie".

29 W tym względzie, jak zauważył w istocie rzecznik generalny w pkt 51 opinii, nie ma znaczenia, że w niektórych wersjach językowych dyrektywy 2004/25 przymiotnik użyty do zakwalifikowania „ceny", o której mowa w art. 5 ust. 1 i 4 tej dyrektywy, różni się od przymiotnika użytego do zakwalifikowania ceny, o której mowa w art. 15 ust. 2 i 5 oraz w art. 16 ust. 2 tej dyrektywy.

30 W innych wersjach językowych dyrektywy 2004/25 przepisy te używają bowiem tego samego przymiotnika w celu zakwalifikowania tej „ceny", a nawet jeśli tak nie jest, dwa użyte przymiotniki kwalifikujące są synonimami, jak na przykład we francuskiej wersji językowej tych przepisów, która posługuje się przymiotnikami „équitable" i „juste".

31 Jeśli chodzi o określenie „uczciwej" lub „godziwej" ceny, która jest uiszczana w zamian za nabycie papierów wartościowych należących do akcjonariuszy mniejszościowych danej spółki, dyrektywa 2004/25 wybiera przede wszystkim metodę obiektywną.

32 W związku z tym art. 5 ust. 4 akapit pierwszy dyrektywy 2004/25 uznaje za uczciwą cenę, zasadniczo, najwyższą cenę zapłaconą za te same papiery wartościowe przez oferenta lub przez osoby działające z nim w porozumieniu, w okresie ustalonym przez państwa członkowskie, lecz nie krótszym niż sześć i nie dłuższym niż 12 miesięcy poprzedzających złożenie oferty, o której mowa w art. 5 ust. 1 owej dyrektywy [zob. podobnie wyroki: z dnia 20 lipca 2017 r., Marco Tronchetti Provera i in., C-206/16, EU:C:2017:572, pkt 30; a także z dnia 10 grudnia 2020 r., Euromin Holdings (Cyprus), C-735/19, EU:C:2020:1014, pkt 44].

33 Tak obliczona uczciwa cena jest również uważana za cenę uczciwą w rozumieniu art. 15 ust. 5 akapit trzeci dyrektywy 2004/25, który dotyczy przymusowej sprzedaży przez posiadaczy akcji, do którego odsyła również art. 16 ust. 3 tej dyrektywy, dotyczący przymusowego wykupu akcji.

34 Jednakże art. 5 ust. 4 akapit drugi dyrektywy 2004/25 przewiduje, iż pod warunkiem że przestrzegane są zasady ustanowione w art. 3 ust. 1 tej dyrektywy, państwa członkowskie mogą upoważnić swoje organy nadzoru wskazane w art. 4 wspomnianej dyrektywy do dostosowania ceny przewidzianej w art. 5 ust. 4 akapit pierwszy tej dyrektywy w jasno określonych okolicznościach i na podstawie jasno określonych kryteriów. W tym celu państwa członkowskie mogą, po pierwsze, sporządzić wykaz okoliczności, w których cena ta może być dostosowana w górę albo w dół, oraz po drugie, ustalić kryteria mające zastosowanie w przypadkach wskazanych tytułem przykładu w akapicie drugim [zob. podobnie wyroki: z dnia 20 lipca 2017 r., Marco Tronchetti Provera i in., C-206/16, EU:C:2017:572, pkt 31; a także z dnia 10 grudnia 2020 r., Euromin Holdings (Cyprus), C-735/19, EU:C:2020:1014, pkt 45].

35 Dyrektywa 2004/25 uznaje zatem, że w pewnych okolicznościach może się okazać, że cena nabycia papierów wartościowych akcjonariuszy mniejszościowych spółki, o której mowa w tej dyrektywie, zaproponowana w ramach obowiązkowej oferty przejęcia i obliczona na podstawie obiektywnej metody ustanowionej w art. 5 ust. 4 akapit pierwszy nie będzie „uczciwa” lub „godziwa” i będzie wymagać dostosowania.

36 Wynika z tego, że uwzględnienie kontekstu, w jaki wpisuje się art. 15 ust. 5 dyrektywy 2004/25, przemawia za wykładnią tego przepisu w ten sposób, że ustanowione w nim domniemanie może w pewnych okolicznościach zostać obalone.

37 Możliwe jest bowiem, że okoliczności, które mogłyby uzasadnić, zgodnie z uprawnieniem przyznanym państwom członkowskim w art. 5 ust. 4 akapit drugi wspomnianej dyrektywy, dostosowanie przez ich organy nadzoru ceny obowiązkowej oferty przejęcia w górę lub w dół, nie zostały podane do wiadomości tych organów w celu dokonania takiego dostosowania lub ujawnią się dopiero po sfinalizowaniu tej oferty, jeżeli takie dostosowanie nie jest już możliwe.

38 Ponadto, jeżeli państwo członkowskie nie skorzysta z tej możliwości, nie będzie możliwe dostosowanie ceny zaproponowanej w ramach obowiązkowej oferty przejęcia, nawet gdyby istniały okoliczności takie jak te przewidziane w tym przepisie, które mogłyby uzasadniać dostosowanie tej ceny. W tym przypadku jedynie obalenie domniemania ustanowionego w art. 15 ust. 5 akapit trzeci dyrektywy 2004/25 jest w stanie zapewnić, by cena oferty w ramach przymusowej sprzedaży przez posiadaczy papierów wartościowych lub przymusowego wykupu papierów wartościowych była „uczciwa”, jak wymagają tego art. 15 i 16 tej dyrektywy.

39 Paradoksalne byłoby ponadto przyznanie, że o ile dyrektywa 2004/25 uznaje możliwość dostosowania ceny zaproponowanej w ramach obowiązkowej oferty przejęcia, której każdy z akcjonariuszy może ostatecznie nie przyjąć, w sytuacji gdy akcjonariusz jest zobowiązany do sprzedaży swoich akcji w przypadku przymusowej sprzedaży przez posiadaczy papierów wartościowych lub gdy akcjonariusz większościowy jest zobowiązany wykupić akcje w ramach przymusowego wykupu, o tyle nie istnieje żadna możliwość dostosowania ceny nabycia poprzez obalenie domniemania ustanowionego w art. 15 ust. 5 akapit trzeci tej dyrektywy.

40 Za wzruszalnym charakterem tego domniemania przemawia również uwzględnienie celu dyrektywy 2004/25.

41 Jak wynika z motywów 1–3 i 9 dyrektywy 2004/25, celem tego aktu jest zabezpieczenie interesów posiadaczy papierów wartościowych spółek, w których kontrolę przejęła osoba fizyczna lub prawna, a także, w tym kontekście, zapewnienie jasności i przejrzystości przepisów w zakresie oferty przejęcia (wyrok z dnia 20 lipca 2017 r., Marco Tronchetti Provera i in., C-206/16, EU:C:2017:572, pkt 24).

42 Ponadto wśród zasad, których należy przestrzegać przy stosowaniu dyrektywy 2004/25, określonych w jej art. 3 ust. 1 i zakwalifikowanych w tym przepisie jako „zasady ogólne", znajduje się zasada, zgodnie z którą, w przypadku gdy dana osoba przejmuje kontrolę nad spółką, posiadacze papierów wartościowych powinni być chronieni (zob. podobnie wyrok z dnia 20 lipca 2017 r., Marco Tronchetti Provera i in., C-206/16, EU:C:2017:572, pkt 26).

43 Tymczasem sprzeczne z tym celem ochrony posiadaczy papierów wartościowych byłoby przyznanie, że mogą oni być, w ramach przymusowej sprzedaży, zobowiązani do sprzedaży swoich papierów wartościowych osobie, która przejęła kontrolę nad daną spółką po cenie zaproponowanej w obowiązkowej ofercie przejęcia, bez możliwości zakwestionowania uczciwego charakteru tej ceny, podczas gdy dyrektywa 2004/25 przyznaje w art. 5 ust. 4 akapit drugi, że w pewnych okolicznościach może być konieczne dostosowanie takiej ceny w celu zapewnienia jej uczciwego lub godziwego charakteru.

44 Co się tyczy okoliczności, w których domniemanie ustanowione w art. 15 ust. 5 akapit trzeci dyrektywy 2004/25 można uznać za obalone, należy wziąć pod uwagę, jak zauważył w istocie rzecznik generalny w pkt 82 opinii, związek, jaki dyrektywa ta wprowadza między ceną przewidzianą w obowiązkowej ofercie przejęcia a ceną, po której powinny zostać wykupione pozostałe papiery wartościowe, objęte przymusową sprzedażą ze strony posiadaczy lub przymusowym wykupem.

45 Jak wskazano w pkt 34 niniejszego wyroku, art. 5 ust. 4 akapit drugi dyrektywy 2004/25 przyznaje państwom członkowskim uprawnienie, z zastrzeżeniem poszanowania zasad określonych w art. 3 ust. 1 tej dyrektywy, do upoważnienia ich organów nadzoru do dostosowania ceny obowiązkowej oferty przejęcia w jasno określonych okolicznościach i na podstawie jasno określonych kryteriów, których przykłady wymienia wskazany art. 5 ust. 4 akapit drugi. Jednakże uprawnienie to nie stoi na przeszkodzie temu, by państwa członkowskie odwoływały się w regulacjach, które przyjmują w celu transpozycji tego ostatniego przepisu, do abstrakcyjnych pojęć prawnych (zob. podobnie wyrok z dnia 20 lipca 2017 r., Marco Tronchetti Provera i in., C-206/16, EU:C:2017:572, pkt 37–42).

46 Jeżeli państwo członkowskie skorzystało z tego uprawnienia i określiło okoliczności, w jakich może nastąpić dostosowanie ceny obowiązkowej oferty przejęcia, należy uznać, że okoliczności te, jeśli zostaną wykazane, mogą uzasadniać obalenie domniemania przewidzianego w art. 15 ust. 5 akapit trzeci dyrektywy 2004/25, pod warunkiem że nie zostały one podane do wiadomości organu nadzoru tego państwa członkowskiego lub zaistniały dopiero po zamknięciu tej oferty, jeżeli takie dostosowanie nie jest już możliwe.

47 Ponadto w przypadku gdy dane państwo członkowskie nie skorzystało z uprawnienia przyznanego mu w art. 5 ust. 4 akapit drugi dyrektywy 2004/25, należy stwierdzić, że przykłady okoliczności mogących uzasadniać dostosowanie ceny obowiązkowej oferty przejęcia oraz kryteria, jakie należy zastosować w takich okolicznościach, przedstawione w tym przepisie, mogą również uzasadniać obalenie domniemania przewidzianego w art. 15 ust. 5 akapit trzeci tej dyrektywy.

48 W świetle całości powyższych rozważań odpowiedź na zadane pytania powinna brzmieć następująco: art. 15 ust. 5 akapit trzeci dyrektywy 2004/25 należy interpretować w ten sposób, że ustanowione w tym przepisie domniemanie, zgodnie z którym świadczenie z tytułu obowiązkowej oferty przejęcia papierów wartościowych spółki jest uczciwe, należy uznać za domniemanie wzruszalne, które może zostać obalone w okolicznościach takich jak przewidziane w art. 5 ust. 4 akapit drugi tej dyrektywy lub określone przez zainteresowane państwo członkowskie na podstawie tego ostatniego przepisu, pod warunkiem że okoliczności te nie zostały podane do wiadomości organu nadzoru tego państwa członkowskiego w celu dostosowania ceny wcześniejszej obowiązkowej oferty przejęcia lub zaistniały dopiero po zamknięciu tej oferty, gdy takie dostosowanie nie jest już możliwe.

W przedmiocie kosztów

49 Dla stron w postępowaniu głównym niniejsze postępowanie ma charakter incydentalny, dotyczy bowiem kwestii podniesionej przed sądem odsyłającym, do niego zatem należy rozstrzygnięcie o kosztach. Koszty poniesione w związku z przedstawieniem uwag Trybunałowi, inne niż koszty stron w postępowaniu głównym, nie podlegają zwrotowi.

Z powyższych względów Trybunał (piąta izba) orzeka, co następuje:

Artykuł 15 ust. 5 akapit trzeci dyrektywy 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia

należy interpretować w ten sposób, że

ustanowione w tym przepisie domniemanie, zgodnie z którym świadczenie z tytułu obowiązkowej oferty przejęcia papierów wartościowych spółki jest uczciwe, należy uznać za domniemanie wzruszalne, które może zostać obalone w okolicznościach takich jak przewidziane w art. 5. ust. 4 akapit drugi tej dyrektywy lub określone przez zainteresowane państwo członkowskie na podstawie tego ostatniego przepisu, pod warunkiem że okoliczności te nie zostały podane do wiadomości organu nadzoru tego państwa członkowskiego w celu dostosowania ceny wcześniejszej obowiązkowej oferty przejęcia lub zaistniały dopiero po zamknięciu tej oferty, gdy takie dostosowanie nie jest już możliwe.

Podpisy