Coletânea da Jurisprudência

ACÓRDÃO DO TRIBUNAL DE JUSTIÇA (Quinta Secção)

27 de novembro de 2025 *

«Reenvio prejudicial — Direito das sociedades — Diretiva 2004/25/CE — Oferta pública de aquisição obrigatória — Aquisição potestativa aos titulares de valores mobiliários — Proteção dos acionistas minoritários — Artigo 15.º, n.º 5, terceiro parágrafo — Contrapartida da oferta que se presume justa — Presunção relativa»

No processo C-567/24,

que tem por objeto um pedido de decisão prejudicial apresentado, nos termos do artigo 267.º TFUE, pelo Okrožno sodišče v Ljubljani (Tribunal Regional de Liubliana, Eslovénia), por Decisão de 6 de junho de 2024, que deu entrada no Tribunal de Justiça em 21 de agosto de 2024, no processo

YO

contra

SVEMA TRADE d.o.o.,

sendo intervenientes:

Acionistas minoritários da sociedade HRAM Holding d.d.,

O TRIBUNAL DE JUSTIÇA (Quinta Secção),

composto por: M. L. Arastey Sahún, presidente de secção, J. Passer, E. Regan, D. Gratsias (relator) e B. Smulders, juízes,

advogado-geral: M. Campos Sánchez-Bordona,

secretário: A. Calot Escobar,

vistos os autos,

considerando as observações apresentadas:

– em representação do Governo Italiano, por S. Fiorentino, na qualidade de agente, assistido por I. Fresu, procuratore dello Stato,

* Língua do processo: esloveno.

– em representação do Governo Finlandês, por A. Laine, na qualidade de agente,

– em representação da Comissão Europeia, por G. Goddin, G. Meeßen e B. Rous Demiri, na qualidade de agentes,

ouvidas as conclusões do advogado-geral na audiência de 3 de julho de 2025,

profere o presente

Acórdão

1 O pedido de decisão prejudicial tem por objeto a interpretação do artigo 15.º, n.º 5, terceiro parágrafo, da Diretiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de abril de 2004, relativa às ofertas públicas de aquisição (JO 2004, L 142, p. 12).

2 Este pedido foi apresentado no âmbito de um litígio que opõe YO à SVEMA TRADE d.o.o. (a seguir «SVEMA») a respeito da fixação da compensação financeira a pagar aos acionistas minoritários da sociedade HRAM Holding d.d. pela venda dos seus valores mobiliários, no âmbito de uma oferta pública de aquisição obrigatória.

Quadro jurídico

Direito da União

3 Os considerandos 1 a 3 e 9 da Diretiva 2004/25 enunciam:

«(1) Em conformidade com a alínea g) do n.º 2 do artigo 44.º [CE], é necessário coordenar determinadas garantias que são exigidas pelos Estados-Membros às sociedades sujeitas à legislação de um Estado-Membro e cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação de um mercado regulamentado de um Estado-Membro, a fim de proteger os interesses tanto dos sócios como de terceiros, com o objetivo de tornar essas garantias equivalentes a nível da Comunidade.

(2) É necessário proteger os interesses dos titulares de valores mobiliários das sociedades sujeitas à legislação de um Estado-Membro no caso de essas sociedades serem objeto de ofertas públicas de aquisição ou de mudanças de controlo e quando pelo menos uma parte dos seus valores mobiliários estejam admitidos à negociação num mercado regulamentado num Estado-Membro.

(3) É necessário criar um quadro que se paute pela clareza e transparência a nível comunitário para as questões jurídicas a resolver em caso de ofertas públicas de aquisição e para impedir que os planos de reestruturação de sociedades na Comunidade sejam deturpados por divergências arbitrárias nas culturas de administração e de gestão.

[…]

(9) Os Estados-Membros deverão tomar as medidas necessárias para proteger os titulares de valores mobiliários e, em especial, os detentores de participações minoritárias, após uma mudança do controlo das sociedades. Os Estados-Membros deverão assegurar essa proteção mediante a imposição ao adquirente que assumiu o controlo de uma sociedade do dever de lançar uma oferta a todos os titulares de valores mobiliários dessa sociedade, tendo em vista a aquisição da totalidade das respetivas participações a um preço equitativo que deve ser objeto de uma definição comum. Os Estados-Membros deverão poder estabelecer outros instrumentos para a proteção dos interesses dos titulares de valores mobiliários, tais como o dever de lançar uma oferta parcial quando o oferente não adquira o controlo da sociedade ou o dever de lançar uma oferta simultaneamente com a aquisição do controlo da sociedade.»

4 Nos termos do seu artigo 1.º, n.º 1, esta diretiva estabelece as medidas de coordenação das disposições legislativas, regulamentares e administrativas, dos códigos de conduta e outros normativos dos Estados-Membros, incluindo os normativos estabelecidos por organismos oficialmente habilitados a regular os mercados, relativos às ofertas públicas de aquisição de valores mobiliários de sociedades sujeitas à legislação dos Estados-Membros, quando esses valores mobiliários são, no todo ou em parte, admitidos à negociação num mercado regulamentado, na aceção da Diretiva 93/22/CEE do Conselho, de 10 de maio de 1993, relativa aos serviços de investimento no domínio dos valores mobiliários (JO 1993, L 141, p. 27), em um ou vários Estados-Membros.

5 O artigo 2.º da Diretiva 2004/25, sob a epígrafe «Definições», enuncia, no n.º 1:

«Para efeitos da presente diretiva, entende-se por:

a) “Oferta pública de aquisição” ou “oferta”: uma oferta pública (que não pela sociedade visada) feita aos titulares de valores mobiliários de uma sociedade para adquirir a totalidade ou uma parte desses valores mobiliários, independentemente de essa oferta ser obrigatória ou voluntária, na condição de ser subsequente à aquisição do controlo da sociedade visada ou ter como objetivo essa aquisição do controlo nos termos do direito nacional;

b) “Sociedade visada”: a sociedade cujos valores mobiliários são objeto de uma oferta;

c) “Oferente”: qualquer pessoa singular ou coletiva, de direito público ou privado, que lance uma oferta;

d) “Pessoas que atuam em concertação”: pessoas singulares ou coletivas que cooperam com o oferente ou com a sociedade visada com base num acordo, tácito ou expresso, oral ou escrito, tendo em vista, respetivamente, obter o controlo da sociedade visada ou impedir o êxito da oferta;

e) “Valores mobiliários”: títulos negociáveis que conferem direitos de voto numa sociedade;

[…]»

6 O artigo 3.º desta diretiva, sob a epígrafe «Princípios gerais», dispõe, no n.º 1:

«Para efeitos de aplicação da presente diretiva, os Estados-Membros asseguram que sejam respeitados os seguintes princípios:

a) Todos os titulares de valores mobiliários de uma sociedade visada de uma mesma categoria devem beneficiar de um tratamento equivalente; além disso, nos casos em que uma pessoa adquira o controlo de uma sociedade, os restantes titulares de valores mobiliários terão de ser protegidos;

[…]

d) Não devem ser criados mercados artificiais para os valores mobiliários da sociedade visada, da sociedade oferente ou de qualquer outra sociedade interessada na oferta de que resulte uma subida ou descida artificial dos preços dos valores mobiliários e que falseiem o funcionamento normal dos mercados;

e) Um oferente só deve anunciar uma oferta depois de se assegurar de que está em plenas condições de satisfazer integralmente qualquer contrapartida em numerário, caso a oferta tenha sido feita nesses termos, e depois de tomar todas as medidas razoáveis para garantir a entrega de qualquer outro tipo de contrapartida;

[…]»

7 O artigo 4.º da referida diretiva, sob a epígrafe «Autoridade de supervisão e direito aplicável», prevê, no n.º 1:

«Os Estados-Membros designam a autoridade ou autoridades competentes para a supervisão das ofertas regidas por regras por aqueles aprovadas ou introduzidas em aplicação da presente diretiva. As autoridades assim designadas devem ser autoridades públicas, associações ou organismos privados reconhecidos pela legislação nacional ou pelas autoridades públicas expressamente habilitadas para o efeito pela legislação nacional. Os Estados-Membros devem informar a Comissão [Europeia] dessa designação, devendo especificar qualquer eventual repartição de funções. Os Estados-Membros certificam-se de que essas autoridades exercem as suas funções com imparcialidade e independência em relação a todas as partes na oferta.»

8 O artigo 5.º da mesma diretiva, sob a epígrafe «Proteção dos acionistas minoritários; oferta obrigatória; preço equitativo», dispõe, nos seus n.ºs 1 a 4:

«1. Sempre que uma pessoa singular ou coletiva, na sequência de uma aquisição efetuada por si ou por pessoas que com ela atuam em concertação, venha a deter valores mobiliários de uma sociedade a que se refere o n.º 1 do artigo 1.º que, adicionados a uma eventual participação que já detenha e à participação detida pelas pessoas que com ela atuam em concertação, lhe confiram direta ou indiretamente uma determinada percentagem dos direitos de voto nessa sociedade, permitindo-lhe dispor do controlo da mesma, os Estados-Membros asseguram que essa pessoa deva lançar uma oferta a fim de proteger os acionistas minoritários dessa sociedade. Esta oferta deve ser dirigida o mais rapidamente possível a todos os titulares de valores mobiliários, para a totalidade das suas participações, a um preço equitativo definido no n.º 4.

[…]

3. A percentagem de direitos de voto que confere o controlo de uma sociedade, para efeitos do n.º 1, bem como a fórmula do respetivo cálculo, são determinados pela regulamentação do Estado-Membro em que se situa a sua sede social.

4. Por preço equitativo entende-se o preço mais elevado pago pelos mesmos valores mobiliários pelo oferente, ou pelas pessoas que com ele atuam em concertação, ao longo de um período a determinar pelos Estados-Membros, não inferior a seis e não superior a 12 meses, que preceda a oferta prevista no n.º 1. Se, depois de a oferta ser tornada pública mas antes do termo do prazo de aceitação da mesma, o oferente ou qualquer pessoa que com ele atue em concertação adquirir valores mobiliários acima do preço da oferta, o oferente deve aumentar o valor da sua oferta até um preço não inferior ao preço mais alto pago pelos valores mobiliários assim adquiridos.

Sem prejuízo dos princípios gerais enunciados no n.º 1 do artigo 3.º, os Estados-Membros podem autorizar as autoridades de supervisão a alterar o preço referido no primeiro parágrafo em circunstâncias e de acordo com critérios claramente determinados. Para o efeito, podem estabelecer uma lista de circunstâncias em que o preço mais elevado pode ser alterado, tanto no sentido da sua subida como descida, por exemplo, se o preço mais elevado tiver sido fixado mediante acordo entre o adquirente e o alienante, se os preços de mercado dos valores mobiliários em causa tiverem sido manipulados, se os preços do mercado em geral ou em especial tiverem sido afetados por acontecimentos excecionais, ou a fim de permitir a recuperação de uma empresa em situação difícil. Podem igualmente definir os critérios a utilizar em tais casos como, por exemplo, o valor médio de mercado ao longo de um determinado período, o valor de liquidação da sociedade ou outros critérios objetivos de avaliação geralmente utilizados na análise financeira.

Qualquer decisão das autoridades de supervisão no sentido de alterar o preço equitativo deve ser sempre fundamentada e tornada pública.»

9 O artigo 15.º da Diretiva 2004/25, sob a epígrafe «Aquisição potestativa», tem a seguinte redação:

«1. Os Estados-Membros asseguram que o disposto nos n.os 2 a 5 seja aplicável na sequência de uma oferta dirigida a todos os titulares de valores mobiliários da sociedade visada incidindo sobre a totalidade dos seus valores mobiliários.

2. Os Estados-Membros asseguram que o oferente possa exigir que todos os titulares dos valores mobiliários remanescentes lhe transmitam esses valores mobiliários com base num preço justo. Os Estados-Membros devem estabelecer este direito em uma das situações seguintes:

a) O oferente detenha valores mobiliários que representem pelo menos 90 % do capital com direito de voto e 90 % dos direitos de voto da sociedade visada;

ou

b) O oferente tenha adquirido ou celebrado um contrato firme para adquirir, na sequência da aceitação da oferta, valores mobiliários que representem pelo menos 90 % do capital da sociedade visada com direito de voto e 90 % dos direitos de voto abrangidos pela oferta.

No caso previsto na alínea a), os Estados-Membros podem estabelecer um limiar mais elevado, mas nunca superior a 95 % do capital com direito de voto e 95 % dos direitos de voto.

3. Os Estados-Membros asseguram a existência de regras que definam a forma de cálculo deste limiar.

Quando a sociedade visada tiver emitido várias categorias de valores mobiliários, os Estados-Membros podem estabelecer que o direito de aquisição potestativa só possa ser exercido na categoria para a qual tenha sido atingido o limiar fixado no n.º 2.

4. Se entender exercer o direito de aquisição potestativa, o oferente deve fazê-lo no prazo de três meses a contar do termo do prazo de aceitação da oferta a que se refere o artigo 7.º

5. Os Estados-Membros asseguram que seja garantido um preço justo. Este preço deve assumir a mesma forma que a contrapartida da oferta ou consistir em numerário. Os Estados-Membros podem estabelecer que deva ser proposto numerário, pelo menos como alternativa.

Na sequência de uma oferta voluntária em qualquer dos casos previstos nas alíneas a) e b) do n.º 2, a contrapartida da oferta presume-se justa se o oferente tiver adquirido, em resultado da aceitação da oferta, valores mobiliários que representem pelo menos 90 % do capital com direito de voto abrangido pela oferta.

Na sequência de uma oferta obrigatória, presume-se que a contrapartida da oferta corresponde ao preço justo.»

10 O artigo 16.º desta diretiva, sob a epígrafe «Alienação potestativa», prevê:

«1. Os Estados-Membros asseguram que o disposto nos n.os 2 e 3 seja aplicável na sequência de uma oferta dirigida a todos os titulares de valores mobiliários da sociedade visada incidindo sobre a totalidade dos seus valores mobiliários.

2. Os Estados-Membros asseguram que qualquer titular dos valores mobiliários remanescentes possa exigir que o oferente proceda à aquisição dos seus valores mobiliários com base num preço justo, nas mesmas circunstâncias previstas no n.º 2 do artigo 15.º

3. Os n.os 3 a 5 do artigo 15.º aplicam-se com as necessárias adaptações.»

Direito esloveno

11 O artigo 68.º da Zakon o prevzemih (Lei relativa às Aquisições Societárias), de 14 de julho de 2006 (Uradni list RS, n.º 79/06), na sua versão aplicável ao litígio no processo principal (a seguir «Lei das Aquisições»), prevê:

«(1) Com exceção dos acionistas minoritários de uma sociedade emitente em que o adquirente tenha adquirido pelo menos 90 % do total das ações com direito de voto nessa sociedade e essa participação tenha sido adquirida através de uma oferta pública de aquisição, obrigatória ou voluntária, aceite pelos titulares de pelo menos 90 % das ações com direito de voto na sociedade emitente à qual respeitava a oferta, são aplicáveis as normas do Código das Sociedades Comerciais relativas à exclusão dos acionistas minoritários pela sociedade, salvo previsão em contrário no segundo parágrafo do presente artigo.

(2) No caso de a assembleia geral da sociedade emitente, sob proposta do adquirente na qualidade de acionista principal, no prazo de três meses a contar do anúncio do resultado da

oferta pública de aquisição referida no parágrafo anterior, deliberar a transferência das ações dos acionistas minoritários para o acionista principal, o adquirente, como contrapartida alternativa ao montante em numerário definido nos termos do Código das Sociedades Comerciais, propõe uma contrapartida na modalidade e no montante especificado na oferta pública de aquisição.»

Litígio no processo principal e questões prejudiciais

12 YO é um acionista minoritário da HRAM Holding cujas ações estão cotadas na Bolsa da Eslovénia.

13 A SVEMA, inicialmente titular de 19,77 % das ações da HRAM Holding, tornou-se acionista maioritária desta sociedade, na sequência da aquisição, em 30 de setembro de 2021, de uma participação adicional, de 67,56 % das respetivas ações. Tendo a sua participação no capital da HRAM Holding ultrapassado, assim, o limiar de controlo previsto pela legislação eslovena, a SVEMA foi autorizada pela autoridade de supervisão dos valores mobiliários eslovena a lançar uma oferta pública de aquisição obrigatória, o que fez em 27 de outubro de 2021. Na sequência dessa oferta, a SVEMA passou a deter 90,51 % das ações da HRAM Holding.

14 Tendo a referida oferta sido bem-sucedida, na aceção do artigo 68.º da Lei das Aquisições, a assembleia geral da HRAM Holding adotou, nos três meses que se seguiram a essa aquisição, sob proposta da SVEMA, uma resolução destinada a que os acionistas minoritários da HRAM Holding vendessem as suas ações à SVEMA a troco de uma compensação financeira do mesmo montante que a fixada, para cada ação, na oferta pública de aquisição lançada pela SVEMA.

15 O Okrožno sodišče v Ljubljani (Tribunal Regional de Liubliana, Eslovénia), que é o órgão jurisdicional de reenvio, é chamado a pronunciar-se sobre uma ação intentada por YO destinado à fixação, por via judicial, da compensação financeira adequada que deve ser paga pela SVEMA aos acionistas minoritários da HRAM Holding pela alienação potestativa das suas ações.

16 Por Decisão de 27 de janeiro de 2023, foi designado um representante comum dos acionistas minoritários da HRAM Holding para efeitos do processo instaurado no órgão jurisdicional de reenvio. Este representante subscreve os argumentos apresentados por YO na sua petição.

17 O órgão jurisdicional de reenvio interroga-se sobre a interpretação do artigo 15.º, n.º 5, terceiro parágrafo, da Diretiva 2004/25, para efeitos de uma interpretação do artigo 68.º da Lei das Aquisições, que transpôs esta diretiva para a ordem jurídica eslovena. Em especial, questiona-se sobre se a presunção estabelecida no artigo 15.º, n.º 5, terceiro parágrafo, da referida diretiva deve ser considerada relativa ou absoluta. Segundo o órgão jurisdicional de reenvio, a redação desta disposição não permite, por si só, responder a esta questão, tendo em conta as divergências existentes entre as diferentes versões linguísticas da mesma.

18 Nestas circunstâncias, o Okrožno sodišče v Ljubljani (Tribunal Regional de Liubliana) decidiu suspender a instância e submeter ao Tribunal de Justiça as seguintes questões prejudiciais:

«1) Deve o artigo 15.º, n.º 5, terceiro parágrafo, da Diretiva [2004/25] ser interpretado no sentido de que a presunção prevista nesta disposição da diretiva deve ser considerada uma presunção absoluta ou uma presunção relativa?

2) No caso de a referida presunção de contrapartida justa ser considerada uma presunção relativa, esta natureza relativa é ilimitada ou circunscreve-se eventualmente a situações específicas?»

Quanto às questões prejudiciais

19 Com as suas questões, que importa examinar em conjunto, o órgão jurisdicional de reenvio pergunta, em substância, se o artigo 15.º, n.º 5, terceiro parágrafo, da Diretiva 2004/25 deve ser interpretado no sentido de que a presunção que esta disposição estabelece, segundo a qual a contrapartida de uma oferta pública de aquisição obrigatória dos valores mobiliários de uma sociedade é justa, deve ser considerada uma presunção relativa e, em caso afirmativo, em que condições se deve considerar que essa presunção foi ilidida.

20 Nos termos do artigo 15.º, n.ºs 1 e 2, da Diretiva 2004/25, os Estados-Membros devem assegurar, na sequência de uma oferta de aquisição dirigida a todos os titulares de valores mobiliários da sociedade visada incidindo sobre a totalidade dos seus valores mobiliários, que o oferente possa, em determinadas condições, exigir que todos os titulares dos valores mobiliários remanescentes lhe transmitam esses valores mobiliários com base num preço justo. A este respeito, segundo o artigo 15.º, n.º 5, terceiro parágrafo, desta diretiva, na sequência de uma oferta pública de aquisição obrigatória, na aceção do artigo 5.º, n.º 1, da referida diretiva, «presume-se que a contrapartida da oferta corresponde ao preço justo».

21 Embora do artigo 15.º, n.º 5, da Diretiva 2004/25 faça expressamente referência à existência de uma presunção, não especifica, em contrapartida, se esta é relativa ou absoluta.

22 Algumas versões linguísticas desse número, como as versões nas línguas grega, inglesa, francesa ou portuguesa, fazem referência a uma presunção sem determinar a sua natureza. Em contrapartida, outras versões linguísticas do mesmo número, nomeadamente nas línguas espanhola, alemã e italiana ou, como refere o órgão jurisdicional de reenvio, em língua eslovena, utilizam um verbo que sugere que a presunção que prevê é absoluta.

23 Segundo jurisprudência constante, a formulação utilizada numa das versões linguísticas de uma disposição do direito da União não pode servir de base única à interpretação dessa disposição ou ter caráter prioritário em relação às outras versões linguísticas. As disposições do direito da União devem, com efeito, ser interpretadas e aplicadas de maneira uniforme, à luz das versões redigidas em todas as línguas da União. Assim, em caso de disparidade entre as diferentes versões linguísticas de um diploma do direito da União, a disposição em causa deve ser interpretada em função da sistemática geral e da finalidade da regulamentação de que constitui um elemento (Acórdãos de 27 de outubro de 1977, Bouchereau, 30/77, EU:C:1977:172, n.º 14, e de 30 de abril de 2025, Celní jednatelství Zelinka, C-330/24, EU:C:2025:296, n.º 19 e jurisprudência referida).

24 Por conseguinte, para responder às questões submetidas, há que proceder à interpretação do artigo 15.º, n.º 5, terceiro parágrafo, da Diretiva 2004/25 à luz da sistemática geral e da finalidade desta diretiva.

25 No que respeita à sistemática geral da Diretiva 2004/25, importa salientar que, no caso de uma pessoa singular ou coletiva adquirir o controlo de uma sociedade visada por esta diretiva, esta prevê um procedimento em duas fases que pode conduzir à aquisição, por essa pessoa, da totalidade das ações dessa sociedade.

26 Em primeiro lugar, o artigo 5.º, n.º 1, da Diretiva 2004/25 estabelece o princípio da oferta de aquisição obrigatória dos títulos de participação de uma determinada sociedade. Assim, prevê que, sempre que uma pessoa singular ou coletiva venha a deter valores mobiliários que lhe confiram o controlo de uma sociedade visada por esta diretiva, os Estados-Membros asseguram

que essa pessoa deva lançar uma oferta a fim de proteger os acionistas minoritários dessa sociedade, devendo essa oferta abranger a totalidade das participações desses acionistas a um «preço equitativo» definido no artigo 5.º, n.º 4, da referida diretiva [v., neste sentido, Acórdãos de 20 de julho de 2017, Marco Tronchetti Provera e o., C-206/16, EU:C:2017:572, n.º 29, e de 10 de dezembro de 2020, Euromin Holdings (Cyprus), C-735/19, EU:C:2020:1014, n.º 43].

27 Em segundo lugar, no que respeita aos titulares de valores mobiliários da sociedade visada por uma oferta pública de aquisição que não aceitaram essa oferta, o artigo 15.º, n.º 2, da Diretiva 2004/25 prevê, sob certas condições, a possibilidade de o oferente obter desses titulares uma «aquisição potestativa», exigindo-lhes que lhe vendam os seus valores mobiliários. O artigo 16.º, n.º 2, desta diretiva prevê, por outro lado, o correspondente direito de cada titular dos valores mobiliários remanescentes da sociedade em causa exigir ao oferente que proceda à aquisição dos seus valores mobiliários.

28 Como já salientado no n.º 26 do presente acórdão, o artigo 5.º, n.º 1, da Diretiva 2004/25 prevê que o preço oferecido aos acionistas minoritários, no âmbito de uma oferta pública de aquisição obrigatória das suas ações, deve ser «equitativo». Por sua vez, o artigo 15.º, n.º 2, e o artigo 16.º, n.º 2, desta diretiva preveem, respetivamente, que a aquisição aos titulares dos valores mobiliários remanescentes de uma sociedade visada pela referida diretiva ou a alienação potestativa desses valores mobiliários devem ser efetuadas «com base num preço justo».

29 A este respeito, como o advogado-geral salientou, em substância, no n.º 51 das suas conclusões, não é importante que, em certas versões linguísticas da Diretiva 2004/25, o adjetivo utilizado para qualificar o «preço» referido no artigo 5.º, n.ºs 1 e 4, desta diretiva seja diferente do utilizado para qualificar o preço referido no artigo 15.º, n.ºs 2 e 5, e no artigo 16.º, n.º 2, da mesma diretiva.

30 Com efeito, noutras versões linguísticas da Diretiva 2004/25, estas disposições mencionam o mesmo adjetivo para qualificar esse «preço» e, mesmo quando não é o caso, os dois adjetivos qualificativos utilizados são sinónimos, como, por exemplo, na versão em língua francesa das referidas disposições, que emprega os adjetivos «équitable» (equitativo) e «juste» (justo).

31 Quanto à determinação do preço «justo» ou «equitativo», que é pago em contrapartida da aquisição dos títulos pertencentes aos acionistas minoritários de uma sociedade, a Diretiva 2004/25 opta, a título principal, por um método objetivo.

32 Assim, o artigo 5.º, n.º 4, primeiro parágrafo, da Diretiva 2004/25 considera, a título principal, o preço equitativo como sendo o preço mais elevado pago pelos mesmos valores mobiliários pelo oferente, ou pelas pessoas que com ele atuam em concertação, ao longo de um período a determinar pelos Estados-Membros, não inferior a seis e não superior a doze meses, que preceda a oferta prevista no artigo 5.º, n.º 1, desta diretiva [v., neste sentido, Acórdãos de 20 de julho de 2017, Marco Tronchetti Provera e o., C-206/16, EU:C:2017:572, n.º 30, e de 10 de dezembro de 2020, Euromin Holdings (Cyprus), C-735/19, EU:C:2020:1014, n.º 44].

33 Também se presume que o preço equitativo assim calculado é um preço justo na aceção do artigo 15.º, n.º 5, terceiro parágrafo, da Diretiva 2004/25, que diz respeito à aquisição potestativa aos titulares de ações, para a qual remete igualmente o artigo 16.º, n.º 3, desta diretiva, que tem por objeto a alienação potestativa de ações.

34 Todavia, o artigo 5.º, n.º 4, segundo parágrafo, da Diretiva 2004/25 prevê que, sem prejuízo dos princípios gerais enunciados no artigo 3.º, n.º 1, desta diretiva, os Estados-Membros podem autorizar as autoridades de supervisão, previstas no artigo 4.º da referida diretiva, a alterar o preço previsto no artigo 5.º, n.º 4, primeiro parágrafo, da mesma diretiva em circunstâncias e de acordo com critérios claramente determinados. Para o efeito, os Estados-Membros podem, por um lado, estabelecer uma lista de circunstâncias em que esse preço pode ser alterado, tanto no sentido da sua subida como descida, e, por outro, definir os critérios a utilizar nos casos enunciados a título de exemplo no referido segundo parágrafo [v., neste sentido, Acórdãos de 20 de julho de 2017, Marco Tronchetti Provera e o., C-206/16, EU:C:2017:572, n.º 31, e de 10 de dezembro de 2020, Euromin Holdings (Cyprus), C-735/19, EU:C:2020:1014, n.º 45].

35 A Diretiva 2004/25 reconhece, assim, que, em certas circunstâncias, um preço de aquisição dos valores mobiliários dos acionistas minoritários de uma sociedade visada por esta diretiva, proposto no âmbito de uma oferta pública de aquisição obrigatória e calculado com base no método objetivo estabelecido no seu artigo 5.º, n.º 4, primeiro parágrafo, pode não ser «equitativo» ou «justo» e necessitar de uma alteração.

36 Daqui resulta que a tomada em consideração do contexto em que se inscreve o artigo 15.º, n.º 5, da Diretiva 2004/25 milita a favor de uma interpretação desta disposição no sentido de que a presunção que estabelece pode, em determinadas circunstâncias, ser ilidida.

37 Com efeito, é possível que circunstâncias que poderiam ter justificado, em conformidade com a faculdade reconhecida aos Estados-Membros pelo artigo 5.º, n.º 4, segundo parágrafo, da referida diretiva, a alteração, pelas suas autoridades de supervisão, do preço de uma oferta pública de aquisição obrigatória, tanto no sentido da sua subida como descida, não tenham sido levadas ao conhecimento dessas autoridades com vista à realização dessa alteração, ou que só se manifestem após o encerramento dessa oferta, quando essa alteração já não é possível.

38 Além disso, se um Estado-Membro não exercer essa faculdade, não será possível alterar o preço proposto no âmbito de uma oferta pública de aquisição obrigatória, mesmo que existam circunstâncias, como as previstas pela referida disposição, que seriam suscetíveis de justificar uma alteração desse preço. Neste caso, só a ilisão da presunção estabelecida no artigo 15.º, n.º 5, terceiro parágrafo, da Diretiva 2004/25 pode assegurar que o preço da oferta, no âmbito de uma aquisição potestativa as titulares de valores mobiliários ou de alienação potestativa de valores mobiliários, seja «justo», como exigem os artigos 15.º e 16.º desta diretiva.

39 Seria, além disso, paradoxal admitir que, enquanto a Diretiva 2004/25 reconheça a possibilidade de uma alteração do preço proposto no âmbito de uma oferta pública de aquisição obrigatória, oferta que cada acionista pode, em definitivo, decidir não aceitar, quando o acionista é obrigado a vender as suas ações, no caso de uma aquisição potestativa aos titulares de valores mobiliários, ou quando o acionista maioritário é obrigado a adquirir ações, no âmbito de uma alienação potestativa, não existe nenhuma possibilidade de alterar o preço de compra ilidindo a presunção estabelecida no artigo 15.º, n.º 5, terceiro parágrafo, desta diretiva.

40 A tomada em consideração da finalidade prosseguida pela Diretiva 2004/25 milita igualmente a favor do caráter ilidível desta presunção.

41 Com efeito, como resulta dos considerandos 1 a 3 e 9 da Diretiva 2004/25, esta tem por objetivo proteger os interesses dos titulares de valores mobiliários de sociedades cujo controlo foi assumido por uma pessoa singular ou coletiva e, nesta perspetiva, visa assegurar a clareza e a transparência das regras em matéria de oferta pública de aquisição (Acórdão de 20 de julho de 2017, Marco Tronchetti Provera e o., C-206/16, EU:C:2017:572, n.º 24).

42 Além disso, entre os princípios que devem ser respeitados na aplicação da Diretiva 2004/25, enunciados no seu artigo 3.º, n.º 1, e qualificados de «princípios gerais» por esta disposição, figura o princípio segundo o qual, nos casos em que uma pessoa adquire o controlo de uma sociedade, os titulares de valores mobiliários terão de ser protegidos (v., neste sentido, Acórdão de 20 de julho de 2017, Marco Tronchetti Provera e o., C-206/16, EU:C:2017:572, n.º 26).

43 Ora, seria contrário a este objetivo de proteção dos titulares de valores mobiliários admitir que estes pudessem, no âmbito da respetiva aquisição potestativa, ser obrigados a vender os seus valores mobiliários à pessoa que adquiriu o controlo da sociedade em causa ao preço proposto numa oferta pública de aquisição obrigatória, sem possibilidade de contestar o caráter justo desse preço, e isto apesar de a Diretiva 2004/25 admitir, no seu artigo 5.º, n.º 4, segundo parágrafo, que, em determinadas circunstâncias, pode ser necessário alterar esse preço para assegurar o seu caráter justo ou equitativo.

44 No que respeita às circunstâncias em que se pode considerar ilidida a presunção estabelecida no artigo 15.º, n.º 5, terceiro parágrafo, da Diretiva 2004/25, há que ter em conta, como salientou, em substância, o advogado-geral no n.º 82 das suas conclusões, a associação que esta diretiva faz entre o preço previsto na oferta pública de aquisição obrigatória e aquele a que os valores mobiliários remanescentes, visados por uma aquisição potestativa aos titulares de valores mobiliários ou por uma alienação potestativa de valores mobiliários, devem ser adquiridos.

45 Como salientado no n.º 34 do presente acórdão, o artigo 5.º, n.º 4, segundo parágrafo, da Diretiva 2004/25 reconhece aos Estados-Membros a faculdade, sem prejuízo dos princípios enunciados no artigo 3.º, n.º 1, desta diretiva, de autorizar as autoridades de supervisão a alterarem o preço de uma oferta pública de aquisição obrigatória em circunstâncias e de acordo com critérios claramente determinados, dos quais este artigo 5.º, n.º 4, segundo parágrafo, enuncia alguns exemplos. Todavia, esta faculdade não impede que os Estados-Membros recorram, na legislação que adotam para efeitos de transposição desta última disposição, a conceitos jurídicos abstratos (v., neste sentido, Acórdão de 20 de julho de 2017, Marco Tronchetti Provera e o., C-206/16, EU:C:2017:572, n.ºs 37 a 42).

46 Quando um Estado-Membro exerceu a referida faculdade e definiu as circunstâncias em que pode ser efetuada uma alteração do preço de uma oferta pública de aquisição obrigatória, há que considerar que essas circunstâncias, se forem provadas, podem justificar a ilisão da presunção prevista no artigo 15.º, n.º 5, terceiro parágrafo, da Diretiva 2004/25, desde que não tenham sido levadas ao conhecimento da autoridade de supervisão desse Estado-Membro ou que só se manifestem após o encerramento dessa oferta, quando essa alteração já não é possível.

47 Por outro lado, no caso de o Estado-Membro em causa não ter feito uso da faculdade que lhe é reconhecida pelo artigo 5.º, n.º 4, segundo parágrafo, da Diretiva 2004/25, há que constatar que os exemplos de circunstâncias suscetíveis de justificar a alteração do preço de uma oferta pública de aquisição obrigatória, bem como os critérios a utilizar nessas circunstâncias, que esta disposição fornece, também são suscetíveis de justificar a ilisão da presunção prevista no artigo 15.º, n.º 5, terceiro parágrafo, desta diretiva.

48 Tendo em conta todas as considerações precedentes, há que responder às questões submetidas que o artigo 15.º, n.º 5, terceiro parágrafo, da Diretiva 2004/25 deve ser interpretado no sentido de que a presunção que esta disposição estabelece, segundo a qual a contrapartida de uma oferta pública de aquisição obrigatória dos valores mobiliários de uma sociedade é justa, deve ser considerada uma presunção relativa que pode ser ilidida em circunstâncias como as previstas no artigo 5.º, n.º 4, segundo parágrafo, desta diretiva ou definidas pelo Estado-Membro em causa em aplicação desta última disposição, desde que essas circunstâncias não tenham sido levadas ao conhecimento da autoridade de supervisão desse Estado-Membro, com vista à alteração prévia do preço da oferta pública de aquisição obrigatória, ou que só se manifestem após o encerramento dessa oferta, quando essa alteração já não é possível.

Quanto às despesas

49 Revestindo o processo, quanto às partes na causa principal, a natureza de incidente suscitado perante o órgão jurisdicional de reenvio, compete a este decidir quanto às despesas. As despesas efetuadas pelas outras partes para a apresentação de observações ao Tribunal de Justiça não são reembolsáveis.

Pelos fundamentos expostos, o Tribunal de Justiça (Quinta Secção) declara:

O artigo 15.º, n.º 5, terceiro parágrafo, da Diretiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de abril de 2004, relativa às ofertas públicas de aquisição,

deve ser interpretado no sentido de que:

a presunção que esta disposição estabelece, segundo a qual a contrapartida de uma oferta pública de aquisição obrigatória dos valores mobiliários de uma sociedade é justa, deve ser considerada uma presunção relativa que pode ser ilidida em circunstâncias como as previstas no artigo 5.º, n.º 4, segundo parágrafo, desta diretiva ou definidas pelo Estado-Membro em causa em aplicação desta última disposição, desde que essas circunstâncias não tenham sido levadas ao conhecimento da autoridade de supervisão desse Estado-Membro, com vista à alteração prévia do preço da oferta pública de aquisição obrigatória, ou que só se manifestem após o encerramento dessa oferta, quando essa alteração já não é possível.

Assinaturas