Zbierka súdnych rozhodnutí

ROZSUDOK SÚDNEHO DVORA (piata komora)

z 27. novembra 2025*

„Návrh na začatie prejudiciálneho konania – Právo obchodných spoločností – Smernica 2004/25/ES – Povinná ponuka na prevzatie – Povinný odpredaj cenných papierov ich majiteľmi – Ochrana menšinových akcionárov – Článok 15 ods. 5 tretí pododsek –Protihodnota v ponuke považovaná za primeranú – Vyvrátiteľná domnienka“

Vo veci C-567/24,

ktorej predmetom je návrh na začatie prejudiciálneho konania podľa článku 267 ZFEÚ, podaný rozhodnutím Okrožno sodišče v Ljubljani (Okresný súd Ľubľana, Slovinsko) zo 6. júna 2024 a doručený Súdnemu dvoru 21. augusta 2024, ktorý súvisí s konaním:

YO

proti

SVEMA TRADE d.o.o.,

za účasti:

menšinových akcionárov spoločnosti HRAM Holding d.d.,

SÚDNY DVOR (piata komora),

v zložení: predsedníčka piatej komory M. L. Arastey Sahún, sudcovia J. Passer, E. Regan, D. Gratsias (spravodajca) a B. Smulders,

generálny advokát: M. Campos Sánchez-Bordona,

tajomník: A. Calot Escobar,

so zreteľom na písomnú časť konania,

so zreteľom na pripomienky, ktoré predložili:

– talianska vláda, v zastúpení: S. Fiorentino, splnomocnený zástupca, za právnej pomoci I. Fresu, procuratore dello Stato,

– fínska vláda, v zastúpení: A. Laine, splnomocnená zástupkyňa,

* Jazyk konania: slovinčina.

– Európska komisia, v zastúpení: G. Goddin, G. Meeßen a B. Rous Demiri, splnomocnení zástupcovia,

po vypočutí návrhov generálneho advokáta na pojednávaní z 3. júla 2025,

vyhlásil tento

Rozsudok

1 Návrh na začatie prejudiciálneho konania sa týka výkladu článku 15 ods. 5 tretieho pododseku smernice Európskeho parlamentu a Rady 2004/25/ES z 21. apríla 2004 o ponukách na prevzatie (Ú. v. EÚ L 142, 2004, s. 12; Mim. vyd. 17/002, s. 20).

2 Tento návrh bol podaný v rámci sporu medzi fyzickou osobou YO a spoločnosťou SVEMA TRADE d.o.o. (ďalej len „SVEMA“) vo veci stanovenia finančnej náhrady, ktorá sa má vyplatiť menšinovým akcionárom spoločnosti HRAM Holding d.d. za predaj ich cenných papierov v rámci povinnej ponuky na prevzatie.

Právny rámec

Právo Únie

3 Odôvodnenia 1 až 3 a 9 smernice 2004/25 stanovujú:

„(1) V súlade s článkom 44 ods. 2 písm. g) zmluvy [ES] je potrebné koordinovať určité ochranné opatrenia, ktoré členské štáty vyžadujú na ochranu záujmov spoločníkov a tretích osôb od obchodných spoločností, ktoré sa spravujú právom členského štátu a ktorých cenné papiere sú prijaté na obchodovanie na regulovanom trhu v členskom štáte, s cieľom zabezpečiť rovnocennosť týchto ochranných opatrení v celom Spoločenstve.

(2) Je potrebné chrániť záujmy majiteľov cenných papierov spoločností, ktoré sa spravujú právom členského štátu, keď sú tieto spoločnosti predmetom ponuky na prevzatie alebo zmien kontroly a aspoň pre niektoré z ich cenných papierov sú prijaté na obchodovanie na regulovanom trhu v členskom štáte.

(3) Je potrebné zabezpečiť jednoznačnosť a priehľadnosť v celom Spoločenstve, pokiaľ ide o právne otázky, ktoré majú byť riešené v prípade ponuky na prevzatie, a zabrániť narušeniu modelov reštrukturalizácie spoločností v rámci Spoločenstva svojvoľnými rozdielmi v spôsobe správy a riadenia.

…

(9) Členské štáty by mali preto prijať potrebné opatrenia na ochranu majiteľov cenných papierov, najmä s menšinovým podielom po nadobudnutí kontroly nad ich spoločnosťou. Členské štáty by mali zabezpečiť takúto ochranu tak, že osobe, ktorá nadobudla kontrolu nad spoločnosťou, uložia povinnosť predložiť všetkým majiteľom cenných papierov tejto spoločnosti ponuku na odkúpenie všetkých ich podielov za primeranú cenu v súlade so všeobecnou definíciou. Členské štáty by mali mať možnosť ustanoviť ďalšie nástroje na

ochranu záujmov majiteľov cenných papierov, napr. povinnosť vykonať čiastočnú ponuku, ak navrhovateľ nenadobúda kontrolu nad spoločnosťou, alebo povinnosť oznamovať ponuku v rovnakom čase ako je nadobudnutá kontrola spoločnosti.“

4 Podľa článku 1 ods. 1 tejto smernice táto smernica stanovuje opatrenia koordinujúce zákony, iné právne predpisy a správne opatrenia, kódexy správania a iné ustanovenia členských štátov, vrátane dohôd vytvorených organizáciami oficiálne oprávnenými regulovať trhy, týkajúce sa ponúk na prevzatie cenných papierov spoločností, ktoré sa spravujú právom členských štátov, ak sú všetky alebo niektoré z týchto cenných papierov prijaté na obchodovanie na regulovanom trhu v zmysle smernice Rady č. 93/22/EHS z 10. mája 1993 o investičných službách v oblasti cenných papierov (Ú. v. ES L 141, 1993, s. 27; Mim. vyd. 06/002, s. 43) v jednom alebo vo viacerých členských štátoch.

5 V článku 2 smernice 2004/25, nazvanom „Vymedzenie pojmov“, sa v odseku 1 uvádza:

„Na účely tejto smernice:

a) ‚ponuka na prevzatie‘ alebo ‚ponuka‘ znamená povinnú alebo dobrovoľnú verejnú ponuku (inú ako ponuku samotnej cieľovej spoločnosti) na nadobudnutie všetkých alebo časti cenných papierov cieľovej spoločnosti adresovanú majiteľom cenných papierov tejto spoločnosti, z ktorej vyplýva alebo ktorej cieľom je získanie kontroly nad cieľovou spoločnosťou v súlade s vnútroštátnym právom;

b) ‚cieľová spoločnosť‘ znamená spoločnosť, ktorej cenné papiere sú predmetom ponuky;

c) ‚navrhovateľ‘ znamená akúkoľvek fyzickú alebo právnickú osobu, ktorá sa spravuje verejným alebo súkromným právom a ktorá vykonáva ponuku;

d) ‚osoby konajúce v zhode‘ znamenajú fyzické alebo právnické osoby, ktoré spolupracujú s navrhovateľom alebo s cieľovou spoločnosťou na základe výslovnej alebo konkludentnej, ústnej alebo písomnej dohody zameranej na získanie kontroly nad cieľovou spoločnosťou alebo na zmarenie úspešného výsledku ponuky;

e) ‚cenné papiere‘ znamenajú prevoditeľné cenné papiere, s ktorými sú spojené hlasovacie práva v spoločnosti;

…“

6 Článok 3 tejto smernice, nazvaný „Všeobecné zásady“, v odseku 1 stanovuje:

„Na účely vykonávania tejto smernice, členské štáty zabezpečia, aby sa dodržiavali nasledovné zásady:

a) všetkým majiteľom cenných papierov cieľovej spoločnosti tej istej triedy sa musí poskytovať rovnocenné zaobchádzanie; naviac, ak osoba nadobudne kontrolu nad spoločnosťou, musia byť chránení ostatní majitelia cenných papierov;

…

d) nesmú sa vytvárať falošné trhy s cennými papiermi cieľovej spoločnosti, spoločnosti navrhovateľa alebo akejkoľvek inej spoločnosti dotknutej ponukou takým spôsobom, aby dochádzalo k umelému zvyšovaniu alebo poklesu ceny cenných papierov a aby sa narušilo obvyklé fungovanie trhov;

e) navrhovateľ musí oznámiť ponuku iba po zabezpečení, že môže splniť akúkoľvek hotovostnú protihodnotu, ak je takáto ponúknutá, a po prijatí všetkých primeraných opatrení na zaistenie vykonania protihodnoty akéhokoľvek iného druhu;

…“

7 Článok 4 uvedenej smernice, nazvaný „Orgán dohľadu a rozhodné právo“, v odseku 1 stanovuje:

„Členské štáty určia orgán alebo orgány príslušné vykonávať dohľad nad dodržiavaním predpisov, ktoré vydajú alebo zavedú podľa tejto smernice, pri ponukách. Takto určené orgány sú orgány verejnej moci, združenia alebo súkromné subjekty uznané vnútroštátnym právom alebo orgánmi verejnej moci výslovne na tento účel oprávnenými vnútroštátnymi právnymi predpismi. Členské štáty informujú Komisiu o určených orgánoch, pričom uvedú prípadné rozdelenia funkcií. Zabezpečia, aby tieto orgány vykonávali svoje funkcie nestranne a nezávisle od všetkých strán ponuky.“

8 Článok 5 tejto smernice, nazvaný „Ochrana menšinových akcionárov, povinná ponuka a primeraná cena“, v odsekoch 1, 3 a 4 stanovuje:

„1. Ak fyzická alebo právnická osoba v dôsledku svojho nadobudnutia alebo nadobudnutia osôb konajúcich v zhode s ňou, drží cenné papiere spoločnosti podľa článku 1 ods. 1, ktoré jej pripočítané k jej akýmkoľvek existujúcim držbám takýchto cenných papierov a držbám takýchto cenných papierov osôb konajúcich v zhode s ňou priamo alebo nepriamo poskytujú stanovené percento hlasovacích práv v tejto spoločnosti, ktoré má za následok jej kontrolu tejto spoločnosti, členské štáty zabezpečia, aby sa od takejto osoby požadovalo vykonanie ponuky ako prostriedok ochrany menšinových akcionárov tejto spoločnosti. Takáto ponuka je adresovaná čo najskôr majiteľom týchto cenných papierov pre všetky ich držby za primeranú cenu v zmysle odseku 4.

…

3. Percento hlasovacích práv, ktoré poskytuje kontrolu na účely odseku 1, a metóda jeho výpočtu sa stanovia v predpisoch členského štátu, v ktorom má spoločnosť svoje sídlo.

4. Najvyššia cena zaplatená za tie isté cenné papiere navrhovateľom alebo osobami konajúcimi v zhode s ním počas určitého obdobia, ktoré určia členské štáty, a to aspoň šesť mesiacov a nie viac ako 12 pred ponukou uvedenou v odseku 1, sa považuje za primeranú cenu. Ak po zverejnení ponuky a pred uplynutím lehoty na prijatia ponuky navrhovateľ alebo iná osoba konajúca v zhode s ním nakúpi cenné papiere za cenu vyššiu ako za cenu ponuky, navrhovateľ zvýši svoju ponuku tak, aby nebola nižšia ako najvyššia cena zaplatená za takto nadobudnuté cenné papiere.

Ak sú dodržané všeobecné zásady uvedené v článku 3 ods. 1, členské štáty môžu povoliť svojim orgánom dohľadu upraviť cenu uvedenú v prvom pododseku za okolností a v súlade s kritériami, ktoré sú jasne určené. Na tento účel môžu zostaviť zoznam okolností, za ktorých môže byť upravená najvyššia cena smerom nahor alebo nadol, napríklad ak najvyššia cena bola stanovená dohodou medzi kupujúcim a predávajúcim, ak sa manipulovalo s trhovými cenami príslušných cenných papierov, ak trhové ceny všeobecne alebo určité trhové ceny boli ovplyvnené

výnimočnými udalosťami alebo s cieľom umožniť záchranu spoločnosti v ťažkostiach. Môžu tiež určiť kritériá, ktoré sa uplatnia v takýchto prípadoch, napríklad priemernú trhovú cenu počas určitého obdobia, likvidačnú hodnotu spoločnosti alebo iné objektívne kritériá hodnotenia spravidla používané pri finančných analýzach.

Každé rozhodnutie orgánu dohľadu o úprave na primeranú cenu musí byť odôvodnené a zverejnené.“

9 Článok 15 smernice 2004/25, nazvaný „Právo na odpredaj“, znie:

„1. Členské štáty zabezpečia, aby sa po vykonaní ponuky všetkým majiteľom cenných papierov cieľovej spoločnosti pre všetky ich cenné papiere uplatnili odseky 2 až 5.

2. Členské štáty zabezpečia, aby navrhovateľ bol schopný vyžadovať od všetkých majiteľov zostávajúcich cenných papierov, aby mu predali tieto cenné papiere za primeranú cenu. Členské štáty uvedú toto právo v prípade jednej z týchto situácií:

a) ak navrhovateľ drží cenné papiere predstavujúce aspoň 90 % základného imania, s ktorým sú spojené hlasovacie práva, a 90 % hlasovacích práv v cieľovej spoločnosti,

   alebo

b) ak po prijatí ponuky nadobudol alebo sa pevne zaviazal nadobudnúť cenné papiere predstavujúce aspoň 90 % základného imania cieľovej spoločnosti, s ktorým sú spojené hlasovacie práva, a 90 % hlasovacích práv obsiahnutých v ponuke.

V prípade uvedenom v písmene a) môžu členské štáty stanoviť vyššiu prahovú hodnotu, ktorá však nesmie byť vyššia ako 95 % základného imania, s ktorým sú spojené hlasovacie práva, a 95 % hlasovacích práv.

3. Členské štáty zabezpečia, aby boli účinné predpisy, ktoré umožnia vypočítať, kedy sa dosiahla prahová hodnota.

Ak cieľová spoločnosť emitovala viac ako jednu triedu cenných papierov, členské štáty môžu ustanoviť, že právo na odpredaj sa môže uplatniť iba u triedy, v ktorej sa dosiahla prahová hodnota stanovená v odseku 2.

4. Ak chce navrhovateľ uplatniť právo na odpredaj, urobí tak do troch mesiacov od uplynutia lehoty na prijatie ponuky uvedenej v článku 7.

5. Členské štáty zabezpečia, aby sa zaručila primeraná cena. Táto cena má rovnakú formu ako protihodnota v ponuke alebo v hotovosti. Členské štáty môžu ustanoviť, že hotovosť sa ponúkne aspoň ako alternatíva.

Na základe dobrovoľnej ponuky sa v obidvoch prípadoch uvedených v odseku 2 písm. a) a b), protihodnota v ponuke považuje za primeranú, ak prijatím ponuky navrhovateľ nadobudol cenné papiere predstavujúce aspoň 90 % kapitálu, s ktorým sú spojené hlasovacie práva obsiahnuté v ponuke.

V prípade povinnej ponuky sa za primeranú považuje protihodnota v ponuke.“

10 Článok 16 tejto smernice, nazvaný „Právo na odkúpenie“, stanovuje:

„1. Členské štáty zabezpečia, aby sa po ponuke vykonanej všetkým majiteľom cenných papierov cieľovej spoločnosti pre všetky ich cenné papiere uplatnili odseky 2 a 3.

2. Členské štáty zabezpečia, aby majiteľ zostávajúcich cenných papierov bol schopný vyžadovať od navrhovateľa odkúpenie jeho cenných papierov za primeranú cenu za okolností ako je ustanovené v článku 15 ods. 2.

3. Článok 15 ods. 3 [až 5] sa uplatn[ia] primerane.“

Slovinská právna úprava

11 Ustanovenie § 68 Zakon o prevzemih (zákon o prevzatí spoločností) zo 14. júla 2006 (Uradni list RS, č. 79/06), v znení uplatniteľnom na spor vo veci samej (ďalej len „zákon o prevzatí spoločností“), stanovuje:

„1. Na vytesnenie menšinových akcionárov cieľovej spoločnosti, v ktorej nadobúdateľ nadobudol aspoň 90 % z celkového počtu akcií spojených s hlasovacími právami takejto spoločnosti, pričom tento podiel nadobudol prijatím povinnej alebo dobrovoľnej ponuky na prevzatie, ktorú akceptovali majitelia aspoň 90 % akcií spojených s hlasovacími právami cieľovej spoločnosti, na ktorú sa ponuka vzťahovala, sa uplatňujú ustanovenia zákona o obchodných spoločnostiach týkajúce sa vytesnenia menšinových akcionárov spoločnosti, ak sa v odseku 2 tohto paragrafu nestanovuje inak.

2. Ak valné zhromaždenie cieľovej spoločnosti na návrh nadobúdateľa ako hlavného akcionára rozhodne do troch mesiacov od oznámenia výsledku ponuky na prevzatie podľa predchádzajúceho odseku o prevode akcií menšinových akcionárov na hlavného akcionára, nadobúdateľ ponúkne ako peňažnú náhradu, namiesto peňažnej sumy určenej podľa zákona o obchodných spoločnostiach, náhradu vo výške a forme uvedenej v ponuke na prevzatie.“

Spor vo veci samej a prejudiciálne otázky

12 YO je menšinovým akcionárom spoločnosti HRAM Holding, ktorého akcie sú kótované na slovinskej burze cenných papierov.

13 Spoločnosť SVEMA, ktorá pôvodne vlastnila 19,77 % akcií spoločnosti HRAM Holding, sa stala väčšinovým akcionárom po tom, čo 30. septembra 2021 dodatočne odkúpila 67,56 % akcií tejto spoločnosti. Vzhľadom na to, že jej podiel na majetku spoločnosti HRAM Holding tak prekročil prahovú hodnotu kontroly stanovenú slovinskou právnou úpravou, slovinský orgán pre dohľad nad trhom s cennými papiermi povolil spoločnosti SVEMA predložiť povinnú ponuku na prevzatie cenných papierov, ktorú táto spoločnosť predložila 27. októbra 2021. V nadväznosti na túto ponuku tak SVEMA vlastnila 90,51 % akcií spoločnosti HRAM Holding.

14 Keďže uvedená ponuka na prevzatie bola úspešná v zmysle § 68 zákona o prevzatí spoločností, valné zhromaždenie spoločnosti HRAM Holding prijalo do troch mesiacov po tomto prevzatí na návrh spoločnosti SVEMA rozhodnutie, že menšinoví akcionári spoločnosti HRAM Holding predajú svoje akcie v prospech spoločnosti SVEMA za peňažnú náhradu v rovnakej výške, ako bola suma stanovená pre každú akciu v ponuke na prevzatie predloženej spoločnosťou SVEMA.

15 Okrožno sodišče v Ljubljani (Okresný súd Ľubľana, Slovinsko), ktorý je vnútroštátnym súdom, ktorý podal návrh na začatie prejudiciálneho konania, prejednáva žalobu YO o určenie primeranej finančnej náhrady, ktorú má SVEMA zaplatiť menšinovým akcionárom spoločnosti HRAM Holding za povinný odpredaj ich akcií.

16 Rozhodnutím z 27. januára 2023 bol na účely konania pred vnútroštátnym súdom ustanovený spoločný zástupca menšinových akcionárov spoločnosti HRAM Holding. Tento zástupca sa stotožňuje s tvrdeniami YO uvedenými v jeho žalobe.

17 Vnútroštátny súd sa pýta na výklad článku 15 ods. 5 tretieho pododseku smernice 2004/25 na účely výkladu § 68 zákona o nadobúdaní spoločností, ktorým bola táto smernica prebratá do slovinského právneho poriadku. Predovšetkým si kladie otázku, či sa má domnienka stanovená v článku 15 ods. 5 treťom pododseku uvedenej smernice považovať za vyvrátiteľnú alebo nevyvrátiteľnú. Podľa vnútroštátneho súdu samotné znenie tohto ustanovenia neumožňuje odpovedať na túto otázku, keďže existujú rozdiely medzi jeho jednotlivými jazykovými verziami.

18 Za týchto okolností Okrožno sodišče v Ljubljani (Okresný súd Ľubľana, Slovinsko) rozhodol prerušiť konanie a položiť Súdnemu dvoru tieto prejudiciálne otázky:

„1. Má sa článok 15 ods. 5 tretí pododsek smernice [2004/25] vykladať v tom zmysle, že domnienka stanovená v tomto ustanovení sa má považovať za vyvrátiteľnú alebo nevyvrátiteľnú?

2. Ak sa má uvedená domnienka primeranej protihodnoty považovať za vyvrátiteľnú, je takýto vyvrátiteľný charakter neobmedzený alebo sa prípadne obmedzuje na konkrétne okolnosti?“

O prejudiciálnych otázkach

19 Svojimi otázkami, ktoré je potrebné preskúmať spoločne, sa vnútroštátny súd v podstate pýta, či sa má článok 15 ods. 5 tretí pododsek smernice 2004/25 vykladať v tom zmysle, že domnienku uvedenú v tomto ustanovení, podľa ktorej sa protihodnota v povinnej ponuke na prevzatie cenných papierov spoločnosti považuje za primeranú, treba považovať za vyvrátiteľnú domnienku, a v prípade kladnej odpovede, za akých okolností treba túto domnienku považovať za vyvrátenú.

20 Podľa článku 15 ods. 1 a 2 smernice 2004/25 musia členské štáty zabezpečiť, aby po vykonaní ponuky na prevzatie všetkým majiteľom cenných papierov cieľovej spoločnosti pre všetky ich cenné papiere bol navrhovateľ za určitých podmienok oprávnený vyžadovať od všetkých majiteľov zostávajúcich cenných papierov, aby mu predali tieto cenné papiere za primeranú cenu. V tejto súvislosti článok 15 ods. 5 tretí pododsek tejto smernice stanovuje, že v prípade povinnej ponuky na prevzatie v zmysle článku 5 ods. 1 uvedenej smernice „sa za primeranú považuje protihodnota v ponuke“.

21 Hoci článok 15 ods. 5 smernice 2004/25 výslovne odkazuje na existenciu domnienky, nespresňuje, či je táto domnienka vyvrátiteľná alebo nevyvrátiteľná.

22 Niektoré jazykové verzie tohto odseku, ako sú napríklad grécka, anglická, francúzska alebo portugalská jazyková verzia, odkazujú na domnienku bez toho, aby určovali jej povahu. Naproti tomu ďalšie jazykové verzie toho istého odseku, najmä španielska, nemecká a talianska jazyková verzia, alebo, ako uvádza vnútroštátny súd, aj slovinská jazyková verzia používajú sloveso, ktoré naznačuje, že v ňom stanovená domnienka je nevyvrátiteľná.

23 Podľa ustálenej judikatúry sa nemôže formulácia použitá v niektorej z jazykových verzií ustanovenia práva Únie chápať ako jediný základ na výklad tohto ustanovenia, ani jej nemôže byť daná prednosť pred ostatnými jazykovými verziami. Ustanovenia práva Únie sa totiž majú vykladať a uplatňovať jednotným spôsobom pri zohľadnení existujúcich verzií vo všetkých jazykoch Európskej únie. V prípade rozporu medzi rôznymi jazykovými verziami textu práva Únie sa má predmetné ustanovenie vykladať so zreteľom na všeobecnú systematiku a účel právneho predpisu, ktorého je súčasťou (rozsudky z 27. októbra 1977, Bouchereau, 30/77, EU:C:1977:172, bod 14, a z 30. apríla 2025, Celní jednatelství Zelinka, C-330/24, EU:C:2025:296, bod 19 a citovaná judikatúra).

24 Na účely odpovede na položené otázky je preto potrebné vykonať výklad článku 15 ods. 5 tretieho pododseku smernice 2004/25 so zreteľom na všeobecnú systematiku a účel tejto smernice.

25 Pokiaľ ide o všeobecnú systematiku smernice 2004/25, je potrebné uviesť, že pre prípad, kedy fyzická alebo právnická osoba získa kontrolu nad spoločnosťou uvedenú v tejto smernice, táto smernica stanovuje postup pozostávajúci z dvoch etáp, ktorý môže viesť k nadobudnutiu všetkých akcií tejto spoločnosti uvedenou osobou.

26 V prvom rade článok 5 ods. 1 smernice 2004/25 upravuje zásadu povinnej ponuky na prevzatie cenných papierov danej spoločnosti. Stanovuje pritom, že ak fyzická alebo právnická osoba vlastní cenné papiere, ktoré jej zabezpečujú kontrolu spoločnosti, na ktorú sa vzťahuje táto smernica, členské štáty zabezpečia, aby táto osoba bola povinná predložiť ponuku, a to s cieľom chrániť menšinových akcionárov tejto spoločnosti, pričom táto ponuka sa musí týkať všetkých podielov týchto akcionárov za „primeranú cenu“ definovanú v článku 5 ods. 4 uvedenej smernice [pozri v tomto zmysle rozsudky z 20. júla 2017, Marco Tronchetti Provera a i., C-206/16, EU:C:2017:572, bod 29, ako aj z 10. decembra 2020, Euromin Holdings (Cyprus), C-735/19, EU:C:2020:1014, bod 43].

27 V druhom rade, pokiaľ ide o majiteľov cenných papierov spoločnosti, ktorej sa týka ponuka na prevzatie, ktorí túto ponuku neprijali, článok 15 ods. 2 smernice 2004/25 stanovuje za určitých podmienok možnosť navrhovateľa dosiahnuť od týchto majiteľov „povinný odpredaj“ a vyžadovať od nich, aby mu predali svoje cenné papiere. Článok 16 ods. 2 tejto smernice okrem toho stanovuje zodpovedajúce právo všetkých majiteľov zostávajúcich cenných papierov dotknutej spoločnosti vyžadovať od navrhovateľa odkúpenie ich cenných papierov.

28 Ako už bolo uvedené v bode 26 tohto rozsudku, článok 5 ods. 1 smernice 2004/25 stanovuje, že cena ponúknutá menšinovým akcionárom v rámci povinnej ponuky na prevzatie ich akcií musí byť „primeraná“. Článok 15 ods. 2 a článok 16 ods. 2 tejto smernice stanovujú, že povinný odpredaj majiteľmi zostávajúcich cenných papierov spoločnosti, na ktorú sa vzťahuje uvedená smernica, alebo povinné odkúpenie týchto cenných papierov sa musia uskutočniť „za primeranú cenu“.

29 V tejto súvislosti, ako v podstate uviedol generálny advokát v bode 51 svojich návrhov, je irelevantné, že v niektorých jazykových verziách smernice 2004/25 je prídavné meno, ktoré je použité na kvalifikáciu „ceny“ uvedenej v článku 5 ods. 1 a 4 tejto smernice, odlišné od prídavného mena použitého na kvalifikáciu ceny uvedenej v článku 15 ods. 2 a 5 a článku 16 ods. 2 uvedenej smernice.

30 V ďalších jazykových verziách smernice 2004/25 totiž tieto ustanovenia uvádzajú rovnaké prídavné meno na účely kvalifikácie tejto „ceny“, a aj tam, keď to neplatí, sú použité dve prídavné mená – synonymá, ako je to napríklad vo francúzskej jazykovej verzii uvedených ustanovení, ktorá používa prídavné mená „équitable“ (primeraný) a „juste“ (spravodlivý).

31 Pokiaľ ide o určenie „spravodlivej“ alebo „primeranej“ ceny, ktorá sa vypláca ako protihodnota za nadobudnutie cenných papierov patriacich menšinovým akcionárom spoločnosti, smernica 2004/25 si v prvom rade zvolila objektívnu metódu.

32 Článok 5 ods. 4 prvý pododsek smernice 2004/25 tak prednostne považuje za primeranú cenu najvyššiu cenu zaplatenú za rovnaké cenné papiere navrhovateľom alebo osobami konajúcimi v súčinnosti s ním počas obdobia stanoveného členskými štátmi v trvaní najmenej šiestich mesiacov a najviac dvanástich mesiacov pred ponukou uvedenou v článku 5 ods. 1 tejto smernice [pozri v tomto zmysle rozsudky z 20. júla 2017, Marco Tronchetti Provera a i., C-206/16, EU:C:2017:572, bod 30, ako aj z 10. decembra 2020, Euromin Holdings (Cyprus), C-735/19, EU:C:2020:1014, bod 44].

33 Takto vypočítaná primeraná cena sa tiež považuje za spravodlivú cenu v zmysle článku 15 ods. 5 tretieho pododseku smernice 2004/25, ktorý sa týka povinného odpredaja akcií vlastníkmi, na ktorý odkazuje aj článok 16 ods. 3 tejto smernice, ktorý sa týka povinného odkúpenia akcií.

34 Článok 5 ods. 4 druhý pododsek smernice 2004/25 však upravuje, že ak sú dodržané zásady uvedené v článku 3 ods. 1 tejto smernice, členské štáty môžu povoliť svojim orgánom dohľadu, uvedeným v článku 4 tejto smernice, upraviť cenu stanovenú v článku 5 ods. 4 prvom pododseku tejto smernice za okolností a v súlade s kritériami, ktoré sú jasne určené. Na tieto účely môžu členské štáty jednak zostaviť zoznam okolností, za ktorých môže byť upravená táto cena smerom nahor alebo nadol, a jednak určiť kritériá, ktoré sa uplatnia v prípadoch ako príklady uvedených v druhom pododseku [pozri v tomto zmysle rozsudky z 20. júla 2017, Marco Tronchetti Provera a i., C-206/16, EU:C:2017:572, bod 31, ako aj z 10. decembra 2020, Euromin Holdings (Cyprus), C-735/19, EU:C:2020:1014, bod 45].

35 Smernica 2004/25 tak uznáva, že za určitých okolností sa nadobúdacia cena cenných papierov menšinových akcionárov spoločnosti, na ktorú sa vzťahuje táto smernica, navrhnutá v rámci povinnej ponuky na prevzatie a vypočítaná na základe objektívnej metódy stanovenej v článku 5 ods. 4 prvom pododseku tejto smernice, môže ukázať ako nie je „spravodlivá“ alebo „primeraná“ a môže si vyžadovať zmenu.

36 Z uvedeného vyplýva, že zohľadnenie kontextu, do ktorého je zasadený článok 15 ods. 5 smernice 2004/25, svedčí v prospech výkladu tohto ustanovenia v tom zmysle, že domnienka, ktorú stanovuje, môže byť za určitých okolností vyvrátená.

37 Je totiž možné, že o okolnostiach, ktoré by mohli v súlade s možnosťou priznanou členským štátom v článku 5 ods. 4 druhom pododseku uvedenej smernice odôvodniť zmenu ceny povinnej ponuky na prevzatie smerom nahor alebo nadol zo strany ich dozorných orgánov, neboli tieto orgány informované na účely uskutočnenia takejto zmeny alebo že nastanú až po uzavretí tejto ponuky, kedy takáto zmena už nie je možná.

38 Okrem toho, ak členský štát túto možnosť nevyužije, nebude možné zmeniť cenu navrhnutú v rámci povinnej ponuky na prevzatie, aj keby existovali okolnosti, ako sú okolnosti uvedené v tomto ustanovení, ktoré by mohli odôvodniť úpravu tejto ceny. V tomto prípade môže len vyvrátenie domnienky stanovenej v článku 15 ods. 5 treťom pododseku smernice 2004/25 zabezpečiť, aby bola cena ponuky v rámci povinného odpredaja cenných papierov vlastníkmi alebo povinného odkúpenia cenných papierov „primeraná“, ako to vyžadujú články 15 a 16 tejto smernice.

39 Okrem toho by bolo paradoxné pripustiť, že hoci smernica 2004/25 uznáva možnosť zmeny ceny navrhnutej v rámci povinnej ponuky na prevzatie, ktorú každý akcionár môže v konečnom dôsledku na základe svojho rozhodnutia odmietnuť, ak je akcionár povinný predať svoje akcie v rámci povinného odpredaja cenných papierov vlastníkmi alebo ak je väčšinový akcionár povinný odkúpiť akcie v rámci povinného odkúpenia, neexistuje žiadna možnosť zmeniť kúpnu cenu vyvrátením domnienky stanovenej v článku 15 ods. 5 treťom pododseku tejto smernice.

40 Aj zohľadnenie účelu sledovaného smernicou 2004/25 svedčí v prospech vyvrátiteľnosti tejto domnienky.

41 Ako vyplýva najmä z odôvodnení 1 až 3 a 9 smernice 2004/25, cieľom tejto smernice je ochrana záujmov majiteľov cenných papierov spoločností, ktorých kontrolu prevzala fyzická alebo právnická osoba, a v tejto súvislosti smeruje k zabezpečeniu jednoznačnosti a priehľadnosti pravidiel v prípade ponuky na prevzatie (rozsudok z 20. júla 2017, Marco Tronchetti Provera a i., C-206/16, EU:C:2017:572, bod 24).

42 Okrem toho medzi zásadami, ktoré musia byť dodržané pri uplatňovaní smernice 2004/25, ktoré sú uvedené v jej článku 3 ods. 1 a ktoré toto ustanovenie kvalifikuje ako „všeobecné zásady“, sa nachádza zásada, podľa ktorej, ak určitá osoba nadobudne kontrolu nad spoločnosťou, majitelia cenných papierov musia byť chránení (pozri v tomto zmysle rozsudok z 20. júla 2017, Marco Tronchetti Provera a i., C-206/16, EU:C:2017:572, bod 26).

43 Bolo by pritom v rozpore s týmto cieľom ochrany majiteľov cenných papierov, ak by sa pripustilo, že títo majitelia by mohli byť v rámci ich povinného odpredaja povinní predať svoje cenné papiere osobe, ktorá získala kontrolu nad dotknutou spoločnosťou, za cenu navrhnutú v povinnej ponuke na prevzatie bez možnosti spochybniť primeranosť tejto ceny, a to napriek tomu, že smernica 2004/25 v článku 5 ods. 4 druhom pododseku pripúšťa, že za určitých okolností môže byť potrebné upraviť takúto cenu, aby sa zabezpečila jej spravodlivá alebo primeraná povaha.

44 Pokiaľ ide o okolnosti, za ktorých možno domnienku stanovenú v článku 15 ods. 5 treťom pododseku smernice 2004/25 považovať za vyvrátenú, treba zohľadniť, ako v podstate uviedol generálny advokát v bode 82 svojich návrhov, súvislosť, ktorú táto smernica vytvára medzi cenou stanovenou v povinnej ponuke na prevzatie, a cenou, za ktorú majú byť odkúpené zostávajúce cenné papiere, na ktoré sa vzťahuje povinný odpredaj majiteľmi cenných papierov alebo povinné odkúpenie cenných papierov.

45 Ako bolo uvedené v bode 34 tohto rozsudku, článok 5 ods. 4 druhý pododsek smernice 2004/25 priznáva členským štátom možnosť, s výhradou dodržania zásad uvedených v článku 3 ods. 1 tejto smernice, povoliť svojim orgánom dohľadu upraviť cenu povinnej ponuky na prevzatie za okolností a podľa jasne určených kritérií, z ktorých niekoľko príkladov uvádza tento článok 5 ods. 4 druhý pododsek. Táto možnosť však nebráni členským štátom použiť v právnej úprave, ktorú prijmú na účely prebratia tohto posledného uvedeného ustanovenia, abstraktné právne pojmy (pozri v tomto zmysle rozsudok z 20. júla 2017, Marco Tronchetti Provera a i., C-206/16, EU:C:2017:572, body 37 až 42).

46 Ak členský štát využil uvedenú možnosť a definoval okolnosti, za ktorých možno vykonať úpravu ceny povinnej ponuky na prevzatie, treba sa domnievať, že tieto okolnosti, ak sa preukážu, môžu odôvodniť vyvrátenie domnienky stanovenej v článku 15 ods. 5 treťom pododseku smernice 2004/25, pod podmienkou, že neboli oznámené orgánu dohľadu tohto členského štátu alebo že nastanú až po uzavretí tejto ponuky, kedy takáto zmena už nie je možná.

47 Okrem toho v prípade, ak by dotknutý členský štát nevyužil možnosť, ktorú mu priznáva článok 5 ods. 4 druhý pododsek smernice 2004/25, treba konštatovať, že príklady okolností, ktoré môžu odôvodniť úpravu ceny povinnej ponuky na prevzatie, ako aj kritériá, ktoré sa majú použiť za takýchto okolností, ktoré toto ustanovenie poskytuje, môžu takisto odôvodniť vyvrátenie domnienky stanovenej v článku 15 ods. 5 treťom pododseku tejto smernice

48 Vzhľadom na všetky predchádzajúce úvahy je potrebné na položené otázky odpovedať tak, že článok 15 ods. 5 tretí pododsek smernice 2004/25 sa má vykladať v tom zmysle, že domnienku, ktorú toto ustanovenie stanovuje a podľa ktorej sa protihodnota v povinnej ponuke na prevzatie cenných papierov spoločnosti považuje za primeranú, treba považovať za vyvrátiteľnú domnienku, ktorá môže byť vyvrátená za určitých okolností, akými sú okolnosti stanovené v článku 5 odseku 4 druhom pododseku tejto smernice alebo definované dotknutým členským štátom podľa tohto posledného ustanovenia, pod podmienkou, že tieto okolnosti neboli oznámené orgánu dohľadu tohto členského štátu na účely úpravy ceny pôvodnej povinnej ponuky na prevzatie alebo že tieto okolnosti nastanú až po uzavretí tejto ponuky, kedy takáto úprava už nie je možná.

O trovách

49 Vzhľadom na to, že konanie pred Súdnym dvorom má vo vzťahu k účastníkom konania vo veci samej incidenčný charakter a bolo začaté v súvislosti s prekážkou postupu v konaní pred vnútroštátnym súdom, o trovách konania rozhodne tento vnútroštátny súd. Iné trovy konania, ktoré vznikli v súvislosti s predložením pripomienok Súdnemu dvoru a nie sú trovami uvedených účastníkov konania, nemôžu byť nahradené.

Z týchto dôvodov Súdny dvor (piata komora) rozhodol takto:

Článok 15 ods. 5 tretí pododsek smernice Európskeho parlamentu a Rady 2004/25/ES z 21. apríla 2004 o ponukách na prevzatie

sa má vykladať v tom zmysle, že:

domnienku, ktorú toto ustanovenie stanovuje a podľa ktorej sa protihodnota v povinnej ponuke na prevzatie cenných papierov spoločnosti považuje za primeranú, je potrebné považovať za vyvrátiteľnú domnienku, ktorá môže byť vyvrátená za určitých okolností,

akými sú okolnosti stanovené v článku 5 odseku 4 druhom pododseku tejto smernice alebo definované dotknutým členským štátom podľa tohto posledného ustanovenia, pod podmienkou, že tieto okolnosti neboli oznámené orgánu dohľadu tohto členského štátu na účely úpravy ceny pôvodnej povinnej ponuky na prevzatie alebo že tieto okolnosti nastanú až po uzavretí tejto ponuky, kedy takáto úprava už nie je možná.

Podpisy