Rättsfallssamlingen

DOMSTOLENS DOM (femte avdelningen)

den 27 november 2025 *

”Begäran om förhandsavgörande – Bolagsrätt – Direktiv 2004/25/EG – Obligatoriskt uppköpserbjudande – Rätten till inlösen i förhållande till värdepappersinnehavarna – Skydd för minoritetsaktieägare – Artikel 15.5 tredje stycket – Vederlaget i erbjudandet anses vara rimligt – Motbevisbar presumtion”

I mål C-567/24,

angående en begäran om förhandsavgörande enligt artikel 267 FEUF, framställd av Okrožno sodišče v Ljubljani (Regionala domstolen i Ljubljana, Slovenien) genom beslut av den 6 juni 2024, som inkom till domstolen den 21 augusti 2024, i målet

YO

mot

SVEMA TRADE d.o.o.,

ytterligare deltagare i rättegången:

Minoritetsaktieägare i bolaget HRAM Holding d.d.,

meddelar

DOMSTOLEN (femte avdelningen)

sammansatt av avdelningsordföranden M.L. Arastey Sahún, samt domarna J. Passer, E. Regan, D. Gratsias (referent) och B. Smulders,

generaladvokat: M. Campos Sánchez-Bordona,

justitiesekreterare: A. Calot Escobar,

efter det skriftliga förfarandet,

med beaktande av de yttranden som avgetts av:

– Italiens regering, genom S. Fiorentino, i egenskap av ombud, biträdd av I. Fresu, procuratore dello Stato,

* Rättegångsspråk: slovenska.

– Finlands regering, genom A. Laine, i egenskap av ombud,

– Europeiska kommissionen, genom G. Goddin, G. Meeßen och B. Rous Demiri, samtliga i egenskap av ombud,

och efter att den 3 juli 2025 ha hört generaladvokatens förslag till avgörande,

följande

Dom

1 Begäran om förhandsavgörande avser tolkningen av artikel 15.5 tredje stycket i Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbjudanden (EUT L 142, 2004, s. 12).

2 Begäran har framställts i ett mål mellan YO och SVEMA TRADE d.o.o (nedan kallat Svema). Målet rör fastställandet av den ekonomiska ersättning som ska betalas till minoritetsaktieägarna i bolaget HRAM Holding d.d. för försäljningen av deras värdepapper inom ramen för ett obligatoriskt uppköpserbjudande.

Tillämpliga bestämmelser

Unionsrätt

3 I skälen 1–3 och 9 i direktiv 2004/25 anges följande:

”(1) I enlighet med artikel 44.2 g [EG] är det nödvändigt, för att skydda både bolagsmännen och tredje man, att samordna vissa skyddsåtgärder som krävs i medlemsstaterna av bolag som lyder under en medlemsstats lagstiftning och vars värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad i en medlemsstat, i syfte att göra sådana skyddsåtgärder likvärdiga i hela gemenskapen.

(2) Det är nödvändigt att skydda värdepappersinnehavarnas intressen i bolag som lyder under en medlemsstats lagstiftning, när dessa bolag är föremål för uppköpserbjudanden eller förändringar av kontrollen över dem och åtminstone vissa av värdepapperen i bolagen är upptagna till handel på en reglerad marknad i en medlemsstat.

(3) Det är nödvändigt att i hela gemenskapen skapa klarhet och öppenhet om de rättsliga frågor som måste lösas när det gäller uppköpserbjudanden och att förhindra en snedvridning av företagsomstruktureringarna i gemenskapen på grund av godtyckliga skillnader i fråga om myndighets- och företagsledningskulturer.

…

(9) Medlemsstaterna bör vidta nödvändiga åtgärder för att skydda värdepappersinnehavarna, särskilt dem med minoritetsinnehav, när kontrollen över bolaget har förvärvats. Medlemsstaterna bör säkerställa ett sådant skydd genom att ålägga den person som har förvärvat kontroll över bolaget att lämna ett erbjudande till alla innehavare av värdepapper i

det bolaget avseende deras hela innehav till ett pris som är skäligt i enlighet med en gemensam definition. Medlemsstaterna bör få skapa nya instrument för att skydda värdepappersinnehavarnas intressen, t.ex. en skyldighet att lämna ett partiellt erbjudande om budgivaren inte förvärvar kontroll över bolaget eller en skyldighet att lämna ett erbjudande samtidigt med att kontrollen över bolaget förvärvas.”

4 Enligt artikel 1.1 i direktivet finns det däri föreskrifter om åtgärder som ska samordna medlemsstaternas lagar och andra författningar samt uppförandekoder och andra arrangemang, inklusive arrangemang som fastställs av organisationer som officiellt bemyndigats att reglera marknaderna, som avser uppköpserbjudanden av värdepapper i bolag som lyder under lagstiftning i medlemsstaterna, om alla dessa värdepapper eller några av dem är upptagna till handel på en reglerad marknad i den mening som avses i rådets direktiv 93/22/EEG av den 10 maj 1993 om investeringstjänster inom värdepappersområdet (EGT L 141, 1993, s. 27; svensk specialutgåva, område 6, volym 4, s. 83) i en eller flera medlemsstater.

5 Artikel 2 i direktiv 2004/25 har rubriken ”Definitioner”. I punkt 1 i den artikeln föreskrivs följande:

”I detta direktiv avses med:

a) *uppköpserbjudande* eller *erbjudande*: ett offentligt erbjudande (från någon annan än målbolaget självt) till innehavare av värdepapper i ett bolag om att förvärva alla eller en del av dessa värdepapper, obligatoriskt eller frivilligt, som följer på eller syftar till förvärv av kontrollen över målbolaget i enlighet med landets lagstiftning;

b) *målbolag*: det bolag vars värdepapper är föremål för ett erbjudande;

c) *budgivare*: varje fysisk eller juridisk person enligt offentligrättslig eller privaträttslig lagstiftning som lämnar ett erbjudande;

d) *personer som handlar i samförstånd*: fysiska eller juridiska personer som samarbetar med budgivaren eller målbolaget på grundval av ett uttryckligt, eller underförstått, muntligt eller skriftligt avtal som syftar antingen till att uppnå kontroll över målbolaget, eller till att försvåra ett framgångsrikt genomförande av erbjudandet.

e) *värdepapper*: överlåtbara värdepapper som medför rösträtt i ett bolag;

…”

6 I artikel 3 i direktivet, med rubriken ”Allmänna principer”, föreskrivs följande i punkt 1:

”För genomförandet av detta direktiv skall medlemsstaterna säkerställa att följande principer följs:

a) Alla innehavare av värdepapper av samma slag i ett målbolag skall behandlas lika, och om en person förvärvar kontrollen över ett bolag skall övriga värdepappersinnehavare skyddas.

…

d) Marknaderna för värdepapperen i målbolaget, bolaget som lämnar erbjudande eller något annat bolag som berörs av erbjudandet får inte otillbörligen påverkas, så att kursen på värdepapperen stiger eller faller på ett konstlat sätt och marknadernas normala funktionssätt snedvrids.

e) En budgivare får tillkännage ett erbjudande först efter att ha säkerställt att kontant vederlag, om sådant erbjuds, till fullo kan erläggas och först efter att ha vidtagit alla rimliga åtgärder för att säkerställa erläggandet av varje annat slag av vederlag.

…”

7 Artikel 4 i direktivet har rubriken ”Tillsynsmyndighet och tillämplig lag”. I punkt 1 i den artikeln föreskrivs följande:

”Medlemsstaterna skall utse en eller flera myndigheter som, beträffande de regler som medlemsstaterna i enlighet med detta direktiv utfärdar eller inför, skall vara behöriga att utöva tillsyn över erbjudanden. De utsedda myndigheterna skall vara antingen offentliga myndigheter eller sammanslutningar eller privata organ som godkänts i nationell lagstiftning eller av offentliga myndigheter som enligt nationell lagstiftning uttryckligen har bemyndigats till detta. Medlemsstaterna skall underrätta [Europeiska] kommissionen om vilka tillsynsmyndigheter som har utsetts och ange eventuella ansvarsfördelningar. Medlemsstaterna skall säkerställa att dessa myndigheter utför sina uppgifter på ett opartiskt sätt och oberoende av alla budintressenter.”

8 Artikel 5 i direktivet har rubriken ”Skydd av minoritetsaktieägare, budplikt och skäligt pris”. I punkterna 1, 3 och 4 i den artikeln föreskrivs följande:

”1. Om en fysisk eller juridisk person till följd av eget förvärv eller förvärv genom personer som handlar i samförstånd med den personen innehar värdepapper i ett bolag som avses i artikel 1.1 och dessa värdepapper, tillsammans med befintligt innehav av dessa värdepapper och innehav hos personer som handlar i samförstånd med den personen, direkt eller indirekt ger den personen en bestämd andel av röstetalet i bolaget varigenom den personen får kontroll över bolaget, skall medlemsstaterna säkerställa att den personen är förpliktigad att lämna ett erbjudande för att skydda minoritetsaktieägarna i bolaget. Detta erbjudande skall så snart som möjligt riktas till alla innehavare av dessa värdepapper och omfatta hela deras innehav till ett skäligt pris enligt definitionen i punkt 4.

…

3. Den andel av röstetalet som ger kontroll över bolaget vid tillämpningen av punkt 1 samt sättet att beräkna denna andel skall bestämmas i enlighet med reglerna i den medlemsstat där bolaget har sitt säte.

4. Skäligt pris skall anses vara det högsta pris som budgivaren eller personer som handlar i samförstånd med denne betalat för samma värdepapper under en period, som skall fastställas av medlemsstaterna, på minst sex och högst tolv månader närmast före det erbjudande som avses i punkt 1. Om budgivaren, eller en person som handlar i samförstånd med denne, efter erbjudandets offentliggörande och före acceptfristens utgång förvärvar värdepapper till ett pris som är högre än priset för erbjudandet, skall budgivaren höja sitt erbjudande till minst det högsta pris som betalts för de så förvärvade värdepapperen.

Förutsatt att de allmänna principerna i artikel 3.1 följs, får medlemsstaterna ge tillsynsmyndigheterna tillstånd att ändra det pris som avses i första stycket under vissa bestämda omständigheter och i enlighet med tydligt fastställda kriterier. Medlemsstaterna får därför upprätta en förteckning över omständigheter då det högsta priset får ändras, antingen uppåt eller nedåt, till exempel om det högsta priset fastställts genom en överenskommelse mellan en köpare och en säljare, om de berörda värdepapperens marknadspris otillbörligen har påverkats, om marknadspriserna i allmänhet eller i vissa särskilda marknadspriser har påverkats av extraordinära händelser eller för att göra det möjligt att undsätta ett företag i svårigheter. De kan också fastställa vilka kriterier som skall användas i dessa fall, till exempel det genomsnittliga marknadsvärdet under en viss period, bolagets likvidationsvärde eller andra objektiva värderingskriterier som är allmänt förekommande i finansiell analys.

Alla beslut från tillsynsmyndigheternas sida som innebär att det skäliga priset ändras skall motiveras och offentliggöras.”

9 I artikel 15, som har rubriken ”Rätt till inlösen”, i direktiv 2004/25 föreskrivs följande:

”1. Medlemsstaterna skall säkerställa att bestämmelserna i punkterna 2–5 tillämpas efter det att ett erbjudande tillställts alla innehavare av värdepapper i målbolaget och erbjudandet omfattar samtliga deras värdepapper.

2. Medlemsstaterna skall säkerställa att en budgivare kan kräva att samtliga innehavare av de alltjämt utestående värdepapperen säljer sina värdepapper till honom till ett rimligt pris. Medlemsstaterna skall införa denna rättighet i en av följande situationer:

a) När budgivaren innehar värdepapper motsvarande minst 90 % av det kapital som medför rösträtt och 90 % av rösterna i målbolaget.

eller

b) När budgivaren efter godtagande av erbjudandet har förvärvat, eller förbundit sig att förvärva, värdepapper motsvarande minst 90 % av det kapital som medför rösträtt i målbolaget och 90 % av de röster som erbjudandet omfattade.

I det fall som avses i led a får medlemsstaterna fastställa ett högre tröskelvärde som dock inte får överstiga 95 % av det kapital som medför rösträtt och 95 % av rösterna.

3. Medlemsstaterna skall säkerställa att det finns regler som gör det möjligt att beräkna när detta tröskelvärde har uppnåtts.

I det fall målbolaget har utställt flera slag av värdepapper får medlemsstaterna föreskriva att rätten till inlösen endast får tillämpas för det slags värdepapper som nått upp till den tröskel som föreskrivs i punkt 2.

4. Om budgivaren vill utnyttja rätten till inlösen, skall han göra det inom en period av tre månader efter utgången av den acceptfrist som föreskrivs i artikel 7.

5. Medlemsstaterna skall säkerställa att ett rimligt pris garanteras. Vederlaget skall betalas i samma form som vederlaget som anges i erbjudandet eller kontant. Medlemsstaterna får föreskriva att kontantbetalning skall erbjudas åtminstone som ett alternativ.

I anslutning till ett frivilligt erbjudande, i båda de fall som anges i punkt 2 a och 2 b, skall vederlaget i erbjudandet anses rimligt om budgivaren, genom att erbjudandet godtagits, har förvärvat värdepapper motsvarande minst 90 % av det kapital som medför rösträtt och som erbjudandet omfattade.

När det är fråga om ett erbjudande som lämnas till följd av budplikt skall vederlaget i erbjudandet anses vara rimligt.”

10 I artikel 16, som har rubriken ”Lösningsskyldighet”, i direktivet föreskrivs följande:

”1. Medlemsstaterna skall säkerställa att bestämmelserna i punkterna 2 och 3 tillämpas efter det att ett erbjudande tillställts alla innehavare av värdepapper i målbolaget och erbjudandet omfattar samtliga deras värdepapper.

2. Medlemsstaterna skall säkerställa att innehavarna av de alltjämt utestående värdepapperen kan kräva att budgivaren förvärvar deras värdepapper till ett rimligt pris under samma omständigheter som anges i artikel 15.2.

3. Bestämmelserna i artikel 15.3–15.5 skall gälla i tillämpliga delar.”

Slovensk rätt

11 I artikel 68 i Zakon o prevzemih (lagen om förvärv) av den 14 juli 2006 (*Uradni list RS*, nr 79/06), i den lydelse som är tillämplig i det nationella målet (nedan kallad förvärvslagen), föreskrivs följande:

”1. När det gäller tvångsinlösen av minoritetsaktieägares aktier i ett målbolag i vilket förvärvaren har förvärvat minst 90 procent av det totala antalet aktier som medför rösträtt i det bolaget och har förvärvat denna andel genom ett obligatoriskt eller frivilligt uppköpserbjudande, som har godtagits av dem som innehar minst 90 procent av aktierna som medför rösträtt i det målbolag som erbjudandet avsåg, ska bestämmelserna i lagen om handelsbolag tillämpas på tvångsinlösen av minoritetsaktieägarnas aktier i bolaget, om inte annat föreskrivs i punkt 2 i denna artikel.

2. Om målbolagets bolagsstämma, på förslag av förvärvaren i egenskap av huvudaktieägare, inom tre månader från tillkännagivandet av resultatet av det uppköpserbjudande som avses i föregående punkt, överväger att besluta att minoritetsaktieägarnas aktier ska överlåtas till huvudaktieägaren, ska förvärvaren, som vederlag i stället för det kontantbelopp som har fastställs enligt lagen om handelsbolag, erbjuda ett vederlag av den typ och storlek som har angetts i uppköpserbjudandet.”

Målet vid den nationella domstolen och tolkningsfrågorna

12 YO är minoritetsaktieägare i HRAM Holding, vars aktier är noterade på den slovenska börsen.

13 Svema som ursprungligen ägde 19,77 procent av aktierna i HRAM Holding, blev majoritetsaktieägare i det bolaget efter att den 30 september 2021 ha förvärvat ytterligare 67,56 procent av aktierna i det bolaget. Eftersom Svemas aktieinnehav i HRAM Holding därmed överskred det tröskelvärde som föreskrivs i slovensk lagstiftning, fick Svema tillstånd av den

slovenska tillsynsmyndigheten för värdepapper att lämna ett uppköpserbjudande till följd av budplikt, vilket Svema gjorde den 27 oktober 2021. Till följd av det erbjudandet ägde Svema 90,51 procent av aktierna i HRAM Holding.

14 Eftersom nämnda erbjudande således var framgångsrikt, i den mening som avses i artikel 68 i förvärvslagen, antog HRAM Holdings bolagsstämma inom tre månader efter förvärvet, på förslag av Svema, ett beslut om att minoritetsaktieägarna i HRAM Holding skulle överlåta sina aktier till Svema mot en ekonomisk ersättning som motsvarade det belopp som fastställts för varje aktie i det uppköpserbjudande som Svema lämnat.

15 YO har väckt talan vid Okrožno sodišče v Ljubljani (Regionala domstolen i Ljubljana, Slovenien), som är den hänskjutande domstolen, och yrkat att den domstolen ska fastställa den lämpliga ekonomiska ersättning som Svema ska betala till minoritetsaktieägarna i HRAM Holding för inlösen av deras aktier.

16 Genom beslut av den 27 januari 2023 utsågs en gemensam företrädare för minoritetsaktieägarna i HRAM Holding vad gäller det förfarande som inletts vid den hänskjutande domstolen. Företrädaren har anslutit sig till de argument som YO har anfört i sin talan.

17 Den hänskjutande domstolen vill få klarhet i hur artikel 15.5 tredje stycket i direktiv 2004/25 ska tolkas, vid tolkningen av artikel 68 i förvärvslagen, genom vilken detta direktiv införlivades med den slovenska rättsordningen. Den hänskjutande domstolen vill särskilt få klarhet i huruvida den presumtion som uppställs i artikel 15.5 tredje stycket i direktivet ska anses vara en presumtion som kan eller som inte kan motbevisas. Enligt den hänskjutande domstolen är det inte möjligt att enbart utifrån ordalydelsen i den bestämmelsen besvara denna fråga, med hänsyn till de skillnader som finns mellan de olika språkversionerna av bestämmelsen.

18 Mot denna bakgrund beslutade Okrožno sodišče v Ljubljani (Regionala domstolen i Ljubljana) att vilandeförklara målet och ställa följande frågor till EU-domstolen:

”1) Ska artikel 15.5 tredje stycket i direktiv [2004/25] tolkas så, att den presumtion som föreskrivs i den direktivbestämmelsen ska anses vara absolut eller motbevisbar?

2) Om denna presumtion om ett rimligt vederlag ska anses kunna motbevisas, är denna motbevisbarhet obegränsad eller eventuellt begränsad till särskilda omständigheter?”

Prövning av tolkningsfrågorna

19 Den hänskjutande domstolen har ställt sina frågor, vilka ska prövas tillsammans, för att få klarhet i huruvida artikel 15.5 tredje stycket i direktiv 2004/25 ska tolkas så, att den presumtion som uppställs i den bestämmelsen, enligt vilken vederlaget i ett obligatoriskt uppköpserbjudande av värdepapper i ett bolag är rimligt, ska anses vara en presumtion som kan motbevisas och, om så är fallet, under vilka omständigheter denna presumtion ska anses ha motbevisats.

20 Enligt artikel 15.1 och 15.2 i direktiv 2004/25 ska medlemsstaterna säkerställa att en budgivare – efter det att ett uppköpserbjudande tillställts alla innehavare av värdepapper i det berörda bolaget och erbjudandet omfattar samtliga deras värdepapper – under vissa omständigheter, kan kräva att samtliga innehavare av de alltjämt utestående värdepappren säljer sina värdepapper till denne till

ett rimligt pris. I artikel 15.5 tredje stycket i direktivet föreskrivs att när det är fråga om ett uppköpserbjudande som lämnas till följd av budplikt, i den mening som avses i artikel 5.1 i direktivet, ”skall vederlaget i erbjudandet anses vara rimligt”.

21 Även om det i artikel 15.5 i direktiv 2004/25 uttryckligen hänvisas till en presumtion, preciseras det däremot inte huruvida presumtionen kan eller inte kan motbevisas.

22 Vissa språkversioner av den punkten, såsom den grekiska, den engelska, den franska och den portugisiska, hänvisar till en presumtion utan att fastställa dess art. I andra språkversioner av samma punkt, bland annat den spanska, den tyska och den italienska eller, såsom den hänskjutande domstolen har påpekat, den slovenska, används däremot ett verb som antyder att den presumtion som föreskrivs däri inte kan motbevisas.

23 Det följer av fast rättspraxis att den formulering som använts i en av språkversionerna av en unionsbestämmelse inte ensam kan ligga till grund för tolkningen av denna bestämmelse eller ges företräde framför övriga språkversioner. Unionsbestämmelserna ska nämligen tolkas och tillämpas på ett enhetligt sätt mot bakgrund av de olika versionerna på samtliga unionsspråk. I händelse av bristande överensstämmelse mellan språkversionerna av en unionsrättslig text, ska således den aktuella bestämmelsen tolkas med hänsyn till systematiken i och ändamålet med de föreskrifter i vilka den ingår (dom av den 27 oktober 1977, Bouchereau, 30/77, EU:C:1977:172, punkt 14, och dom av den 30 april 2025, Celní jednatelství Zelinka, C-330/24, EU:C:2025:296, punkt 19 och där angiven rättspraxis).

24 För att besvara de frågor som ställts ska således artikel 15.5 tredje stycket i direktiv 2004/25 tolkas mot bakgrund av systematiken i och ändamålet med direktivet.

25 Vad gäller systematiken i direktiv 2004/25 ska det påpekas att för det fall en fysisk eller juridisk person förvärvar kontroll över ett bolag som omfattas av detta direktiv, föreskrivs i direktivet ett förfarande i två steg som kan leda till att denna person förvärvar samtliga aktier i bolaget.

26 För det första fastställs i artikel 5.1 i direktiv 2004/25 principen om ett obligatoriskt erbjudande att köpa upp aktierna i ett visst bolag. I den artikeln föreskrivs således att om en fysisk eller juridisk person innehar värdepapper som ger den personen kontroll över ett bolag som omfattas av detta direktiv, ska medlemsstaterna säkerställa att den personen är förpliktigad att lämna ett erbjudande för att skydda minoritetsaktieägarna i bolaget, varvid erbjudandet ska omfatta dessa aktieägares hela innehav till ett ”skäligt pris” enligt definitionen i artikel 5.4 i direktivet (se, för ett liknande resonemang, dom av den 20 juli 2017, Marco Tronchetti Provera m.fl., C-206/16, EU:C:2017:572, punkt 29, och dom av den 10 december 2020, Euromin Holdings (Cyprus), C-735/19, EU:C:2020:1014, punkt 43).

27 Vad för det andra gäller innehavare av värdepapper i det bolag som är föremål för ett uppköpserbjudande och som inte har accepterat detta erbjudande, föreskrivs i artikel 15.2 i direktiv 2004/25 en möjlighet för budgivaren att, på vissa villkor, erhålla en ”rätt till inlösen” från dessa innehavare genom att kräva att de säljer sina värdepapper till denne. I artikel 16.2 i direktivet föreskrivs dessutom en motsvarande rätt för varje innehavare av de alltjämt utestående värdepapperen i det berörda bolaget att kräva att budgivaren förvärvar deras värdepapper.

28 Såsom redan har påpekats i punkt 26 ovan föreskrivs i artikel 5.1 i direktiv 2004/25 att det pris som minoritetsaktieägarna erbjuds i samband med ett obligatoriskt uppköpserbjudande av deras aktier ska vara ”skäligt”. I artikel 15.2 respektive artikel 16.2 i direktivet föreskrivs att inlösen i

förhållande till innehavarna de alltjämt utestående värdepapperen i ett bolag som omfattas av direktivet och förvärv av dessa värdepapper på grund av lösningsskyldigheten ska ske ”till ett rimligt pris”.

29 Såsom generaladvokaten har påpekat i punkt 51 i sitt förslag till avgörande saknar det betydelse att det adjektiv som används för att definiera det pris som avses i artikel 5.1 och 5.4 i direktiv 2004/25 i vissa språkversioner av direktivet skiljer sig från det adjektiv som används för att definiera det pris som avses i artikel 15.2, 15.5 och artikel 16.2 i direktivet.

30 I andra språkversioner av direktiv 2004/25 används nämligen i dessa bestämmelser samma adjektiv för att definiera detta ”pris”. Även i de fall då det inte är så, är de två adjektiv som används i detta avseende synonymer, såsom till exempel i den franska språkversionen av nämnda bestämmelser, i vilken adjektiven ”*équitable*” och ”*juste*” används.

31 När det gäller fastställandet av det ”rimliga” eller ”skäliga” pris, som betalas som vederlag för förvärv av värdepapper som tillhör minoritetsaktieägare i ett bolag, föreskrivs i direktiv 2004/25 i första hand en objektiv metod.

32 Enligt artikel 5.4 första stycket i direktiv 2004/25 ska ett skäligt pris i första hand anses vara det högsta pris som budgivaren eller personer som handlar i samförstånd med denne betalat för samma värdepapper under en period, som ska fastställas av medlemsstaterna, på minst sex och högst tolv månader närmast före det erbjudande som avses i artikel 5.1 i direktivet (se, för ett liknande resonemang, dom av den 20 juli 2017, Marco Tronchetti Provera m.fl., C-206/16, EU:C:2017:572, punkt 30, och dom av den 10 december 2020, Euromin Holdings (Cyprus), C-735/19, EU:C:2020:1014, punkt 44).

33 Det skäliga pris som beräknats på detta sätt presumeras också vara ett rimligt pris i den mening som avses i artikel 15.5 tredje stycket i direktiv 2004/25, som avser rätten till inlösen i förhållande till aktieinnehavarna, till vilken det även hänvisas i artikel 16.3 i direktivet, som avser skyldigheten att lösa in aktier.

34 I artikel 5.4 andra stycket i direktiv 2004/25 föreskrivs emellertid att medlemsstaterna, förutsatt att principerna i artikel 3.1 i direktivet följs, får ge tillsynsmyndigheterna i artikel 4 i direktivet tillstånd att ändra det pris som avses i artikel 5.4 första stycket i samma direktiv under vissa bestämda omständigheter och i enlighet med tydligt fastställda kriterier. Medlemsstaterna får därför dels upprätta en förteckning över omständigheter då detta pris får ändras, antingen uppåt eller nedåt, dels fastställa vilka kriterier som ska användas i de fall som anges som exempel i det andra stycket (se, för ett liknande resonemang, dom av den 20 juli 2017, Marco Tronchetti Provera m.fl., C-206/16, EU:C:2017:572, punkt 31, och dom av den 10 december 2020, Euromin Holdings (Cyprus), C-735/19, EU:C:2020:1014, punkt 45).

35 I direktiv 2004/25 medges således att ett pris för förvärv av värdepapper som innehas av minoritetsaktieägare i ett bolag som omfattas av detta direktiv och som erbjuds inom ramen för ett obligatoriskt uppköpserbjudande, samt beräknas på grundval av den objektiva metod som fastställs i artikel 5.4 första stycket i direktivet, under vissa omständigheter kan visa sig inte vara ”skäligt” eller ”rimligt” och behöva ändras.

36 Härav följer att beaktandet av det sammanhang i vilket artikel 15.5 i direktiv 2004/25 ingår talar för att denna bestämmelse ska tolkas så, att den presumtion som uppställs däri under vissa omständigheter kan motbevisas.

37 Det är nämligen möjligt att omständigheter som hade kunnat motivera att tillsynsmyndigheterna i medlemsstaterna, i enlighet med den möjlighet som medlemsstaterna ges i artikel 5.4 andra stycket i direktivet, ändrade priset i ett obligatoriskt uppköpserbjudande – antingen uppåt eller nedåt – inte har bringats till tillsynsmyndigheternas kännedom i syfte att genomföra en sådan ändring, eller att de framkommit först efter det att erbjudandet avslutats, när en sådan ändring inte längre är möjlig.

38 Om en medlemsstat inte utnyttjar denna möjlighet är det dessutom inte möjligt att ändra det pris som erbjuds inom ramen för ett obligatoriskt uppköpserbjudande, även om det föreligger omständigheter, såsom de som avses i nämnda bestämmelse, som kan motivera en ändring av priset. I det fallet är det endast om presumtionen i artikel 15.5 tredje stycket i direktiv 2004/25 kullkastas som det kan säkerställas att priset i erbjudandet, i samband med rätten till inlösen i förhållande till värdepappersinnehavarna eller skyldigheten att lösa in värdepapper, är ”rimligt”, såsom krävs enligt artiklarna 15 och 16 i direktivet.

39 Eftersom direktiv 2004/25 tillåter en ändring av det pris som erbjuds inom ramen för ett obligatoriskt uppköpserbjudande, vilket varje aktieägare i slutändan kan besluta att inte acceptera, skulle det dessutom vara paradoxalt att godta att det inte finns någon möjlighet att ändra inlösenpriset genom att kullkasta presumtionen i artikel 15.5 tredje stycket i direktivet i de fall då en aktieägaren är skyldig att sälja sina aktier i samband med rätten till inlösen i förhållande till värdepappersinnehavarna eller när majoritetsaktieägaren är skyldig att lösa in aktier inom ramen för lösningsskyldigheten.

40 Även beaktandet av syftet med direktiv 2004/25 talar för att denna presumtion kan motbevisas.

41 Såsom framgår av skälen 1–3 och 9 i direktiv 2004/25 har direktivet nämligen till syfte att skydda intressena för innehavare av värdepapper i bolag där kontrollen över bolaget har förvärvats av en fysisk eller juridisk person. Mot denna bakgrund syftar direktivet till att säkerställa klarheten och öppenheten hos reglerna om uppköpserbjudanden (dom av den 20 juli 2017, Marco Tronchetti Provera m.fl., C-206/16, EU:C:2017:572, punkt 24).

42 Bland de principer som ska iakttas vid tillämpningen av direktiv 2004/25, vilka anges i artikel 3.1 i direktivet och som i denna bestämmelse definieras som ”allmänna principer”, återfinns principen att när en person förvärvar kontrollen över ett bolag ska övriga värdepappersinnehavare skyddas (se, för ett liknande resonemang, dom av den 20 juli 2017, Marco Tronchetti Provera m.fl., C-206/16, EU:C:2017:572, punkt 26).

43 Det skulle strida mot syftet att skydda värdepappersinnehavarna att godta att dessa, inom ramen för rätten till inlösen, kan vara skyldiga att sälja sina värdepapper till den person som har förvärvat kontrollen över det berörda bolaget till det pris som erbjuds i ett obligatoriskt uppköpserbjudande, utan möjlighet att bestrida att det priset är rimligt, trots att det i artikel 5.4 andra stycket i direktiv 2004/25 föreskrivs att det under vissa omständigheter kan vara nödvändigt att ändra ett sådant pris för att säkerställa att det är rimligt eller skäligt.

44 Vad gäller de omständigheter under vilka presumtionen i artikel 15.5 tredje stycket i direktiv 2004/25 kan anses ha kullkastats, ska det, såsom generaladvokaten har påpekat i punkt 82 i sitt förslag till avgörande, beaktas att det i detta direktiv görs en koppling mellan det pris som anges i det obligatoriska uppköpserbjudandet och det pris till vilket de utestående värdepapperen, som omfattas av rätten till inlösen i förhållande till värdepappersinnehavarna eller skyldigheten att lösa in värdepapper, ska förvärvas.

45 Såsom har påpekats i punkt 34 ovan ger artikel 5.4 andra stycket i direktiv 2004/25 medlemsstaterna möjlighet att, förutsatt att principerna i artikel 3.1 i direktivet följs, ge tillsynsmyndigheterna tillstånd att ändra priset i ett obligatoriskt uppköpserbjudande under vissa bestämda omständigheter och i enlighet med tydligt fastställda kriterier, varav några exempel anges i artikel 5.4 andra stycket i direktivet. Denna möjlighet hindrar emellertid inte medlemsstaterna från att i den lagstiftning som de antar för att införliva den sistnämnda bestämmelsen använda abstrakta juridiska begrepp (se, för ett liknande resonemang, dom av den 20 juli 2017, Marco Tronchetti Provera m.fl., C-206/16, EU:C:2017:572, punkterna 37–42).

46 När en medlemsstat har utnyttjat denna möjlighet och definierat de omständigheter under vilka en ändring av priset i ett obligatoriskt uppköpserbjudande får ske, ska det anses att dessa omständigheter, om de är fastställda, kan motivera att presumtionen i artikel 15.5 tredje stycket i direktiv 2004/25 kullkastas, under förutsättning att tillsynsmyndigheten i den medlemsstaten inte har fått kännedom om dem eller att de framkommer först efter det att erbjudandet avslutats, när en sådan ändring inte längre är möjlig.

47 För det fall den berörda medlemsstaten inte har använt sig av den möjlighet som den har enligt artikel 5.4 andra stycket i direktiv 2004/25, konstaterar domstolen dessutom att de exempel på omständigheter som kan motivera en ändring av priset i ett obligatoriskt uppköpserbjudande samt de kriterier som ska tillämpas under sådana omständigheter, vilka anges i denna bestämmelse, även kan motivera att presumtionen i artikel 15.5 tredje stycket i direktivet kullkastas.

48 Mot denna bakgrund ska de ställda frågorna besvaras enligt följande. Artikel 15.5 tredje stycket i direktiv 2004/25 ska tolkas så, att den presumtion som uppställs i den bestämmelsen, enligt vilken vederlaget i ett obligatoriskt uppköpserbjudande av värdepapper i ett bolag är rimligt, ska anses vara en presumtion som kan motbevisas. Denna presumtion kan kullkastas under sådana omständigheter som dem som föreskrivs i artikel 5.4 andra stycket i direktivet eller som fastställs av den berörda medlemsstaten med tillämpning av den bestämmelsen, under förutsättning att tillsynsmyndigheten i den medlemsstaten inte har informerats om dessa omständigheter, i syfte att på förhand ändra priset i det obligatoriska uppköpserbjudandet, eller att dessa omständigheter framkommer först efter det att erbjudandet avslutats, när en sådan ändring inte längre är möjlig.

Rättegångskostnader

49 Eftersom förfarandet i förhållande till parterna i det nationella målet utgör ett led i beredningen av samma mål, ankommer det på den hänskjutande domstolen att besluta om rättegångskostnaderna. De kostnader för att avge yttrande till domstolen som andra än nämnda parter har haft är inte ersättningsgilla.

Mot denna bakgrund beslutar domstolen (femte avdelningen) följande:

Artikel 15.5 tredje stycket i Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbjudanden

ska tolkas så,

att den presumtion som uppställs i den bestämmelsen, enligt vilken vederlaget i ett obligatoriskt uppköpserbjudande av värdepapper i ett bolag är rimligt, ska anses vara en

presumtion som kan motbevisas. Denna presumtion kan kullkastas under sådana omständigheter som dem som föreskrivs i artikel 5.4 andra stycket i direktivet eller som fastställs av den berörda medlemsstaten med tillämpning av den bestämmelsen, under förutsättning att tillsynsmyndigheten i den medlemsstaten inte har informerats om dessa omständigheter, i syfte att på förhand ändra priset i det obligatoriska uppköpserbjudandet, eller att dessa omständigheter framkommer först efter det att erbjudandet avslutats, när en sådan ändring inte längre är möjlig.

Underskrifter