Samling af Afgørelser

DOMSTOLENS DOM (Femte Afdeling)

27. november 2025*

»Præjudiciel forelæggelse – selskabsret – direktiv 2004/25/EF – obligatorisk overtagelsestilbud – indløsningsret i forhold til indehaverne af kapitalandele – beskyttelse af minoritetsinteresser – artikel 15, stk. 5, tredje afsnit – modydelsen i tilbuddet betragtes som rimelig – afkræftelig formodning«

I sag C-567/24,

angående en anmodning om præjudiciel afgørelse i henhold til artikel 267 TEUF, indgivet af Okrožno sodišče v Ljubljani (retten i første i instans i Ljubljana, Slovenien) ved afgørelse af 6. juni 2024, indgået til Domstolen den 21. august 2024, i sagen

YO

mod

SVEMA TRADE d.o.o.,

procesdeltager:

Minoritetsaktionærerne i selskabet HRAM Holding d.d.,

har

DOMSTOLEN (Femte Afdeling),

sammensat af afdelingsformanden, M.L. Arastey Sahún, og dommerne J. Passer, E. Regan, D. Gratsias (refererende dommer) og B. Smulders,

generaladvokat: M. Campos Sánchez-Bordona,

justitssekretær: A. Calot Escobar,

på grundlag af den skriftlige forhandling,

efter at der er afgivet indlæg af:

– den italienske regering ved S. Fiorentino, som befuldmægtiget, bistået af procuratore dello Stato I. Fresu,

* Processprog: slovensk.

– den finske regering ved A. Laine, som befuldmægtiget,

– Europa-Kommissionen ved G. Goddin, G. Meeßen og B. Rous Demiri, som befuldmægtigede,

og efter at generaladvokaten har fremsat forslag til afgørelse i retsmødet den 3. juli 2025,

afsagt følgende

Dom

1 Anmodningen om præjudiciel afgørelse vedrører fortolkningen af artikel 15, stk. 5, tredje afsnit, i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/25/EF af 21. april 2004 om overtagelsestilbud (EUT 2004, L 142, s. 12).

2 Anmodningen er blevet indgivet i forbindelse med en tvist mellem YO og SVEMA TRADE d.o.o. (herefter »SVEMA«) vedrørende fastsættelsen af den økonomiske modydelse, der skal betales til minoritetsaktionærerne i selskabet HRAM Holding d.d. for salget af deres kapitalandele i forbindelse med et obligatorisk overtagelsestilbud.

Retsforskrifter

EU-retten

3 Følgende fremgår af første til tredje og niende betragtning til direktiv 2004/25:

»(1) I overensstemmelse med [...] artikel 44, stk. 2, litra g), [EF] er det nødvendigt at samordne visse garantier, som kræves i medlemsstaterne af selskaber, der henhører under en medlemsstats lovgivning, og hvis kapitalandele er optaget til handel på et reguleret marked i en medlemsstat, med det formål at sikre tilsvarende garantier i hele Fællesskabet til beskyttelse af såvel selskabsdeltagernes som tredjemands interesser.

(2) Det er nødvendigt at beskytte indehaverne af kapitalandele i selskaber, der henhører under en medlemsstats lovgivning, når disse selskaber er genstand for overtagelsestilbud eller ændring af kontrollen, og når i det mindste en del af deres kapitalandele er optaget til handel på et reguleret marked i en medlemsstat.

(3) Det er nødvendigt at skabe klarhed og gennemsigtighed i hele Fællesskabet, når retlige spørgsmål skal afgøres i forbindelse med overtagelsestilbud, og at hindre, at rammerne for selskabsomstrukturering i Fællesskabet fordrejes på grund af tilfældige forskelle i administrations- og ledelseskulturerne.

[...]

(9) Medlemsstaterne bør tage de nødvendige skridt for at beskytte indehavere af kapitalandele, og specielt indehavere med minoritetsinteresser, når kontrollen med deres selskab skifter hænder. Medlemsstaterne bør sikre en sådan beskyttelse ved at forpligte en erhverver, der har overtaget kontrollen med et selskab, til at fremsætte et tilbud til samtlige indehavere af selskabets kapitalandele om at erhverve alle deres kapitalandele til en rimelig pris, der

fastlægges i overensstemmelse med en fælles definition. Medlemsstaterne bør kunne indføre nye instrumenter til beskyttelse af indehavere af kapitalandele, såsom forpligtelse til at fremsætte et delvist tilbud, såfremt tilbudsgiveren ikke erhverver kontrol med selskabet, eller pligt til at fremsætte et tilbud samtidig med, at der erhverves kontrol med selskabet.«

4 I henhold til direktivets artikel 1, stk. 1, fastlægges der i dette direktiv foranstaltninger til samordning af medlemsstaternes love, administrative bestemmelser, adfærdskodekser og andre ordninger, herunder ordninger, der er indført af de instanser, som officielt er ansvarlige for reguleringen af markederne, vedrørende tilbud om overtagelse af kapitalandele i selskaber, der henhører under en medlemsstats lovgivning, når alle eller nogle af disse kapitalandele i en eller flere medlemsstater er optaget til handel på et reguleret marked som defineret i Rådets direktiv 93/22/EØF af 10. maj 1993 om investeringsservice i forbindelse med værdipapirer (EFT 1993, L 141, s. 27).

5 Artikel 2 i direktiv 2004/25, der har overskriften »Definitioner«, bestemmer i stk. 1:

»I dette direktiv forstås ved:

a) »overtagelsestilbud« eller »tilbud«: et offentligt tilbud (fra andre end målselskabet selv) til ejere af kapitalandele i et selskab om hel eller delvis erhvervelse af disse kapitalandele, som følger efter erhvervelse af kontrol med målselskabet ifølge national lovgivning, eller har dette som formål, uanset om tilbuddet er obligatorisk eller frivilligt

b) »målselskab«: det selskab, hvis kapitalandele er genstand for et tilbud

c) »tilbudsgiver«: enhver fysisk eller offentlig- eller privatretlig juridisk person, som fremsætter et tilbud

d) »personer, der handler i forståelse med andre«: fysiske eller juridiske personer, som samarbejder med tilbudsgiveren eller målselskabet i henhold til en aftale, der kan være udtrykkelig eller stiltiende, mundtlig eller skriftlig, og som tager sigte på at opnå kontrol med målselskabet eller at lægge hindringer i vejen for tilbuddet

e) »kapitalandele«: omsættelige værdipapirer, hvortil der er knyttet stemmerettigheder i et selskab

[...]«

6 Direktivets artikel 3 med overskriften »Generelle principper« bestemmer følgende i stk. 1:

»Ved gennemførelsen af dette direktiv sikrer medlemsstaterne, at følgende principper overholdes:

a) Alle indehavere af kapitalandele i målselskabet af samme kategori skal behandles ens. Navnlig skal de øvrige indehavere af kapitalandele beskyttes, hvis en person opnår kontrol med selskabet.

[...]

d) Der må ikke skabes kunstige markeder for kapitalandelene i målselskabet, i det tilbudsgivende selskab eller i noget andet selskab, der berøres af tilbuddet, således at kursen på kapitalandelene bringes til at stige eller falde kunstigt, og således at markedernes normale funktionsmåde forstyrres.

e) Tilbudsgiveren må først give meddelelse om et tilbud efter at have sikret sig, at vedkommende fuldt ud kan opfylde ethvert krav med hensyn til modydelse i form af kontanter, og efter at have truffet alle rimelige foranstaltninger til sikring af, at enhver anden form for modydelse kan erlægges.

[...]«

7 Direktivets artikel 4 med overskriften »Tilsynsmyndighed og den lovgivning, der finder anvendelse« fastsætter i stk. 1:

»Medlemsstaterne udpeger den eller de myndigheder, der skal føre tilsyn med tilbud, for så vidt angår de regler, der fastsættes i henhold til dette direktiv. Disse myndigheder skal være enten offentlige myndigheder eller sammenslutninger eller private organer, som er anerkendt ifølge national lovgivning eller anerkendt af offentlige myndigheder, der udtrykkeligt er beføjet hertil i national lovgivning. Medlemsstaterne underretter [Europa-]Kommissionen om, hvilke myndigheder der er udpeget, og om eventuelle opgavefordelinger. Medlemsstaterne sikrer, at disse myndigheder udøver deres hverv upartisk og uafhængigt af alle tilbudsparter.«

8 Samme direktivs artikel 5 med overskriften »Beskyttelse af minoritetsinteresser, obligatorisk tilbud, rimelig pris« bestemmer i stk. 1, 3 og 4:

»1. Såfremt en fysisk eller juridisk person ved egen overtagelse eller ved overtagelse gennem personer, der handler i forståelse med den pågældende person, kommer i besiddelse af kapitalandele i et selskab som omhandlet i artikel 1, stk. 1, der sammenlagt med pågældendes eksisterende kapitalandele i selskabet og kapitalandele, som besiddes af personer, der handler i forståelse med vedkommende, direkte eller indirekte giver personen en bestemt procentdel af stemmerettighederne i dette selskab, hvorved den pågældende opnår kontrol med selskabet, sikrer medlemsstaterne, at der findes regler, som forpligter den pågældende til at fremsætte et tilbud som et middel til at beskytte minoritetsinteresserne i selskabet. Et sådant tilbud skal hurtigst muligt fremsættes til samtlige indehavere af kapitalandele og vedrøre alle deres andele, og der skal tilbydes en rimelig pris, jf. stk. 4.

[...]

3. Den procentdel af stemmerettighederne, der giver kontrol, jf. stk. 1, samt beregningsmåden herfor bestemmes efter reglerne i den medlemsstat, hvor selskabet har sit vedtægtsmæssige hjemsted.

4. Ved en rimelig pris forstås den højeste pris, der betales for de samme kapitalandele af tilbudsgiveren eller af personer, som handler i forståelse med denne, i en periode, der fastsættes af medlemsstaterne, på mindst seks og højst tolv måneder før det i stk. 1 nævnte tilbud. Hvis tilbudsgiveren eller en person, som handler i forståelse med denne, efter at tilbuddet er offentliggjort, og inden det lukkes for accept, køber kapitalandele over tilbudsprisen, skal tilbudsgiveren forhøje sit tilbud til mindst den højeste pris, der er betalt for de således erhvervede kapitalandele.

Under forudsætning af, at de generelle principper i artikel 3, stk. 1, overholdes, kan medlemsstaterne tillade, at tilsynsmyndighederne ændrer denne pris under klart definerede omstændigheder og kriterier. Medlemsstaterne kan med henblik herpå udarbejde en liste over de omstændigheder, som kan give anledning til, at den højeste pris ændres, opad eller nedad, som for eksempel hvis den højeste pris er aftalt mellem køber og sælger, hvis kursen på de pågældende kapitalandele er blevet manipuleret, hvis kurserne generelt eller i det foreliggende tilfælde er blevet påvirket af ekstraordinære begivenheder, eller med henblik på at redde et nødlidende selskab. Medlemsstaterne kan ligeledes definere de kriterier, der skal anvendes i disse tilfælde, for eksempel gennemsnitskursen over en bestemt periode, selskabets likvidationsværdi eller andre objektive kriterier, som er almindelig anvendt i finansanalyser.

Hvis tilsynsmyndighederne beslutter at ændre en rimelig pris, begrundes og offentliggøres denne beslutning.«

9 Artikel 15 i direktiv 2004/25 med overskriften »Indløsningsret for tilbudsgiver« har følgende ordlyd:

»1. Medlemsstaterne sikrer, at bestemmelserne i stk. 2-5 finder anvendelse efter fremsættelse af et tilbud til samtlige indehavere af kapitalandele i målselskabet vedrørende samtlige deres kapitalandele.

2. Medlemsstaterne sikrer, at tilbudsgiveren kan forlange, at alle indehaverne af de resterende kapitalandele skal sælge vedkommende disse kapitalandele til en rimelig pris. Medlemsstaterne sikrer, at denne rettighed finder anvendelse i følgende situationer:

a) hvis tilbudsgiveren har erhvervet kapitalandele, der udgør mindst 90% af målselskabets stemmeberettigede kapital og 90% af målselskabets stemmerettigheder,

eller

b) hvis tilbudsgiveren efter accept af tilbuddet har erhvervet eller har indgået fast aftale om at erhverve kapitalandele, der udgør mindst 90% af målselskabets stemmeberettigede kapital og 90% af de stemmerettigheder, som var omfattet af tilbuddet.

I de tilfælde, der er nævnt i litra a), kan medlemsstaterne fastsætte et højere minimum, som dog ikke må overstige 95% af den stemmeberettigede kapital og 95% af stemmerettighederne.

3. Medlemsstaterne sikrer, at der findes regler, som gør det muligt at beregne, hvornår tærsklen er nået.

Hvis målselskabet har udstedt flere klasser af kapitalandele, kan medlemsstaterne fastsætte, at retten til indløsning for tilbudsgiver kun kan udøves i den klasse, i hvilken tærsklen i stk. 2 er nået.

4. Hvis tilbudsgiveren ønsker at udøve sin ret til indløsning, skal den pågældende gøre dette inden for tre måneder, efter at den i artikel 7 omhandlede tilbudsperiode er udløbet.

5. Medlemsstaterne sikrer, at der garanteres en rimelig pris. Denne pris skal antage samme form som modydelsen i tilbuddet eller bestå af kontanter. Medlemsstaterne kan bestemme, at der i det mindste som alternativ skal tilbydes kontanter.

Efter et frivilligt tilbud i de under stk. 2, litra a) og b), nævnte tilfælde betragtes modydelsen i tilbuddet som rimelig, når tilbudsgiveren ved accept af tilbuddet har erhvervet mindst 90% af den stemmeberettigede kapital, som var omfattet af tilbuddet.

Efter et obligatorisk tilbud betragtes modydelsen i tilbuddet som rimelig.«

10 Direktivets artikel 16 med overskriften »Indløsningsret for minoritetsaktionærer« fastsætter:

»1. Medlemsstaterne sikrer, at bestemmelserne i stk. 2 og 3 finder anvendelse efter fremsættelse af et tilbud til samtlige indehavere af kapitalandele i målselskabet vedrørende samtlige deres kapitalandele.

2. Medlemsstaterne sikrer, at indehavere af de resterende kapitalandele kan kræve, at tilbudsgiveren køber disse kapitalandele til en rimelig pris på de samme vilkår som omhandlet i artikel 15, stk. 2.

3. Bestemmelserne i artikel 15, stk. 3-5, finder tilsvarende anvendelse.«

Slovensk ret

11 Artikel 68 i Zakon o prevzemih (lov om virksomhedsopkøb) af 14. juli 2006 (Uradni list RS, nr. 79/06) i den affattelse, der finder anvendelse på tvisten i hovedsagen (herefter »virksomhedsopkøbsloven«), fastsætter:

»1. Tvangsindløsning af minoritetsaktionærerne i et målselskab, hvor erhververen har erhvervet mindst 90% af det samlede antal stemmeberettigede aktier i dette selskab og har erhvervet en sådan kapitalandel ved at fremsætte et obligatorisk eller frivilligt overtagelsestilbud, som er accepteret af indehavere af mindst 90% af de stemmeberettigede aktier i det af tilbuddet omfattede målselskab, er underlagt selskabslovens bestemmelser om tvangsindløsning af minoritetsaktionærerne fra selskabet, medmindre andet er fastsat i denne artikels stk. 2.

2. Hvis målselskabets generalforsamling, inden for tre måneder efter offentliggørelsen af udfaldet af det i det foregående stykke omhandlede overtagelsestilbud og efter forslag fra erhververen i dennes egenskab af majoritetsaktionær, træffer beslutning om at overdrage minoritetsaktionærernes aktier til majoritetsaktionæren, skal erhververen i stedet for det i henhold til selskabsloven fastsatte pengebeløb tilbyde en modydelse af den type og med det beløb, som er fastsat i overtagelsestilbuddet.«

Tvisten i hovedsagen og de præjudicielle spørgsmål

12 YO er minoritetsaktionær i HRAM Holding, hvis aktier er noteret på den slovenske børs.

13 SVEMA, som oprindeligt ejede 19,77% af aktierne i HRAM Holding, blev majoritetsaktionær heri efter købet den 30. september 2021 af en yderligere andel på 67,56% af aktierne heri. Idet SVEMA's kapitalandel i HRAM Holding således oversteg den kontroltærskel, der er fastsat i slovensk lovgivning, gav den slovenske værdipapirtilsynsmyndighed SVEMA tilladelse til at fremsætte et obligatorisk overtagelsestilbud, hvilket SVEMA gjorde den 27. oktober 2021. Efter dette tilbud ejede SVEMA 90,51% af aktierne i HRAM Holding.

14 Da dette tilbud således fik et positivt udfald som omhandlet i virksomhedsopkøbslovens artikel 68, vedtog generalforsamlingen i HRAM Holding inden for tre måneder efter denne overtagelse efter forslag fra SVEMA en beslutning om, at minoritetsaktionærerne i HRAM Holding skulle sælge deres aktier til SVEMA mod en økonomisk modydelse af samme størrelse som den, der for hver aktie var fastsat i det overtagelsestilbud, som SVEMA havde fremsat.

15 Okrožno sodišče v Ljubljani (retten i første i instans i Ljubljana, Slovenien), som er den forelæggende ret, skal træffe afgørelse i en sag anlagt af YO med påstand om, at der ad rettens vej fastsættes en passende økonomisk modydelse, som SVEMA skal betale til minoritetsaktionærerne i HRAM Holding for den obligatoriske indløsning af deres aktier.

16 Ved afgørelse af 27. januar 2023 blev der udpeget en fælles repræsentant for HRAM Holdings minoritetsaktionærer med henblik på den sag, der var anlagt ved den forelæggende ret. Denne repræsentant har tilsluttet sig de argumenter, som YO har fremført i sit søgsmål.

17 Den forelæggende ret har rejst tvivl om fortolkningen af artikel 15, stk. 5, tredje afsnit, i direktiv 2004/25 med henblik på en fortolkning af virksomhedsopkøbslovens artikel 68, som gennemførte dette direktiv i slovensk ret. Den forelæggende ret ønsker navnlig oplyst, om den formodning, der er opstillet i nævnte direktivs artikel 15, stk. 5, tredje afsnit, skal anses for at være afkræftelig eller uafkræftelig. Ifølge den forelæggende ret kan dette spørgsmål ikke besvares alene på grundlag af ordlyden af denne bestemmelse, henset til forskellene mellem de forskellige sprogversioner heraf.

18 På denne baggrund har Okrožno sodišče v Ljubljani (retten i første i instans i Ljubljana) besluttet at udsætte sagen og forelægge Domstolen følgende præjudicielle spørgsmål:

»1) Skal artikel 15, stk. 5, tredje afsnit, i direktiv [2004/25] fortolkes således, at den formodning, der er indeholdt i denne bestemmelse i direktivet, skal opfattes som uafkræftelig eller som afkræftelig?

2) Hvis den ovennævnte formodning om en rimelig modydelse skal opfattes som afkræftelig, er denne afkræftelige karakter da ubegrænset, eller kan den være begrænset til specifikke omstændigheder?«

Om de præjudicielle spørgsmål

19 Med sine spørgsmål, som skal behandles samlet, ønsker den forelæggende ret nærmere bestemt oplyst, om artikel 15, stk. 5, tredje afsnit, i direktiv 2004/25 skal fortolkes således, at den formodning, som denne bestemmelse opstiller, hvorefter modydelsen for et obligatorisk overtagelsestilbud om erhvervelse af kapitalandele i et selskab er rimelig, skal anses for at være en afkræftelig formodning, og i bekræftende fald under hvilke betingelser denne formodning skal anses for at være blevet afkræftet.

20 I henhold til artikel 15, stk. 1 og 2, i direktiv 2004/25 skal medlemsstaterne efter fremsættelse af et tilbud til samtlige indehavere af kapitalandele i det pågældende selskab vedrørende samtlige deres kapitalandele sikre, at tilbudsgiveren under visse betingelser kan forlange, at alle indehaverne af de resterende kapitalandele skal sælge vedkommende disse kapitalandele til en rimelig pris. I denne henseende fastsætter direktivets artikel 15, stk. 5, tredje afsnit, at efter et obligatorisk overtagelsestilbud som omhandlet i direktivets artikel 5, stk. 1, »betragtes modydelsen i tilbuddet som rimelig«.

21 Selv om artikel 15, stk. 5, i direktiv 2004/25 udtrykkeligt henviser til eksistensen af en formodning, præciseres det derimod ikke heri, om formodningen er afkræftelig eller uafkræftelig.

22 Visse sprogversioner af dette stykke, såsom den græske, den engelske, den franske og den portugisiske, henviser til en formodning uden at præcisere karakteren heraf. Andre sprogversioner af samme stykke, bl.a. den spanske, den tyske og den italienske eller, som den forelæggende ret har anført, den slovenske, anvender derimod et verbum, der antyder, at den formodning, der er opstillet heri, er uafkræftelig.

23 Det følger af fast retspraksis, at den formulering, der er anvendt i en af sprogversionerne af en EU-retlig bestemmelse, ikke kan tjene som eneste grundlag for bestemmelsens fortolkning eller tillægges større betydning end de øvrige sprogversioner. EU-retlige bestemmelser skal nemlig fortolkes og anvendes ensartet i lyset af de versioner, der er udfærdiget på alle Den Europæiske Unions sprog. I tilfælde af uoverensstemmelse mellem de forskellige sprogversioner af en EU-retsakt skal den pågældende bestemmelse således fortolkes på baggrund af den almindelige opbygning af og formålet med den ordning, som den er en del af (dom af 27.10.1977, Bouchereau, 30/77, EU:C:1977:172, præmis 14, og af 30.4.2025, Celní jednatelství Zelinka, C-330/24, EU:C:2025:296, præmis 19 og den deri nævnte retspraksis).

24 For at besvare de forelagte spørgsmål skal der derfor foretages en fortolkning af artikel 15, stk. 5, tredje afsnit, i direktiv 2004/25 i lyset af dette direktivs generelle opbygning og formål.

25 Hvad angår den generelle opbygning af direktiv 2004/25 bemærkes, at såfremt en fysisk eller juridisk person erhverver kontrol med et selskab, der er omfattet af dette direktiv, fastsætter direktivet en procedure i to trin, der kan føre til, at denne person erhverver samtlige aktier i dette selskab.

26 For det første opstiller artikel 5, stk. 1, i direktiv 2004/25 princippet om et obligatorisk tilbud om erhvervelse af kapitalandele i et givent selskab. Bestemmelsen fastsætter således, at såfremt en fysisk eller juridisk person er i besiddelse af kapitalandele, som giver vedkommende kontrollen med et selskab omfattet af dette direktiv, skal medlemsstaterne sikre, at der findes regler, som forpligter den pågældende til at fremsætte et tilbud som et middel til at beskytte minoritetsinteresserne i selskabet, idet et sådant tilbud skal vedrøre alle disse aktionærers andele, og der skal tilbydes en »rimelig pris« som omhandlet i direktivets artikel 5, stk. 4 (jf. i denne retning dom af 20.7.2017, Marco Tronchetti Provera m.fl., C-206/16, EU:C:2017:572, præmis 29, og af 10.12.2020, Euromin Holdings (Cyprus), C-735/19, EU:C:2020:1014, præmis 43).

27 Hvad for det andet angår indehavere af kapitalandele i det selskab, der er omfattet af et overtagelsestilbud, som ikke har accepteret dette tilbud, fastsætter artikel 15, stk. 2, i direktiv 2004/25 under visse betingelser muligheden for, at tilbudsgiveren kan opnå en »indløsningsret« over for disse indehavere ved at kræve, at de sælger deres kapitalandele til denne. Direktivets artikel 16, stk. 2, fastsætter i øvrigt den tilsvarende ret for hver enkelt indehaver af de resterende kapitalandele i det pågældende selskab til at kræve, at tilbudsgiveren køber disse kapitalandele.

28 Som det allerede er anført i denne doms præmis 26, fastsætter artikel 5, stk. 1, i direktiv 2004/25, at den pris, der tilbydes minoritetsaktionærerne i forbindelse med et obligatorisk overtagelsestilbud på deres aktier, skal være »rimelig«. Direktivets artikel 15, stk. 2, og artikel 16, stk. 2, fastsætter derimod henholdsvis, at indløsningsretten i forhold til indehaverne af de resterende kapitalandele i et selskab, der er omfattet af direktivet, eller obligatorisk indløsning af disse kapitalandele skal ske »til en rimelig pris«.

29 Som generaladvokaten i det væsentlige har anført i punkt 51 i forslaget til afgørelse, er det i denne henseende uden betydning, at det adjektiv, der anvendes til at kvalificere den i dette direktivs artikel 5, stk. 1 og 4, omhandlede »pris«, i visse sprogversioner af direktiv 2004/25 er forskelligt fra det adjektiv, der anvendes til at kvalificere den pris, der er omhandlet i direktivets artikel 15, stk. 2 og 5, og artikel 16, stk. 2.

30 I andre sprogversioner af direktiv 2004/25 nævner disse bestemmelser nemlig det samme adjektiv for at betegne denne »pris«, og selv om dette ikke er tilfældet, er de to anvendte adjektiver synonymer, som f.eks. i den franske sprogversion af de nævnte bestemmelser, der anvender adjektiverne »équitable« (»rimelig«) og »juste« (»rimelig«).

31 Hvad angår fastsættelsen af den pris, som er »équitable« (»rimelig«) og »juste« (»rimelig«), og som betales som modydelse for erhvervelsen af kapitalandele, der tilhører minoritetsaktionærerne i et selskab, er der i direktiv 2004/25 principalt valgt en objektiv metode.

32 Det fremgår således principalt af artikel 5, stk. 4, første afsnit, i direktiv 2004/25, at der ved en rimelig pris forstås den højeste pris, der betales for de samme kapitalandele af tilbudsgiveren eller af personer, som handler i forståelse med denne, i en periode, der fastsættes af medlemsstaterne, på mindst seks og højst tolv måneder før det i direktivets artikel 5, stk. 1, nævnte tilbud (jf. i denne retning dom af 20.7.2017, Marco Tronchetti Provera m.fl., C-206/16, EU:C:2017:572, præmis 30, og af 10.12.2020, Euromin Holdings (Cyprus), C-735/19, EU:C:2020:1014, præmis 44).

33 Den således beregnede rimelige pris formodes også at være en rimelig pris som omhandlet i artikel 15, stk. 5, tredje afsnit, i direktiv 2004/25, der vedrører indløsningsretten i forhold til aktieindehavere, hvortil der ligeledes henvises i dette direktivs artikel 16, stk. 3, som vedrører obligatorisk indløsningsret af aktier.

34 Det bestemmes imidlertid i artikel 5, stk. 4, andet afsnit, i direktiv 2004/25, at under forudsætning af, at de generelle principper i dette direktivs artikel 3, stk. 1, overholdes, kan medlemsstaterne tillade, at de i nævnte direktivs artikel 4 omhandlede tilsynsmyndigheder ændrer den pris, der er fastsat i samme direktivs artikel 5, stk. 4, første afsnit, under klart definerede omstændigheder og kriterier. Medlemsstaterne kan med henblik herpå for det første udarbejde en liste over de omstændigheder, som kan give anledning til, at den højeste pris ændres, opad eller nedad, og for det andet definere de kriterier, der skal anvendes i de tilfælde, der er anført som eksempler i nævnte andet afsnit (jf. i denne retning dom af 20.7.2017, Marco Tronchetti Provera m.fl., C-206/16, EU:C:2017:572, præmis 31, og af 10.12.2020, Euromin Holdings (Cyprus), C-735/19, EU:C:2020:1014, præmis 45).

35 Direktiv 2004/25 anerkender således, at en pris for erhvervelse af minoritetsaktionærernes kapitalandele i et selskab, der er omfattet af dette direktiv, og som tilbydes i forbindelse med et obligatorisk overtagelsestilbud og beregnes på grundlag af den objektive metode, der er fastsat i direktivets artikel 5, stk. 4, første afsnit, under visse omstændigheder kan vise sig ikke at være »équitable« (»rimelig«) eller »juste« (»rimelig«) og kræve en ændring.

36 Det følger heraf, at en hensyntagen til den sammenhæng, hvori artikel 15, stk. 5, i direktiv 2004/25 indgår, taler for en fortolkning af denne bestemmelse, hvorefter den formodning, som den opstiller, under visse omstændigheder kan afkræftes.

37 Det er således muligt, at de pågældende myndigheder ikke er blevet gjort bekendt med omstændigheder, som i overensstemmelse med den mulighed, som medlemsstaterne er indrømmet i nævnte direktivs artikel 5, stk. 4, andet afsnit, kunne have begrundet, at deres tilsynsmyndigheder foretager en opadgående eller nedadgående ændring af prisen på et obligatorisk overtagelsestilbud med henblik på gennemførelsen af en sådan ændring, eller at de først opstår efter udløbet af tilbudsperioden, når en sådan ændring ikke længere er mulig.

38 Hvis en medlemsstat ikke gør brug af denne mulighed, er det desuden ikke muligt at ændre den pris, der tilbydes i forbindelse med et obligatorisk overtagelsestilbud, selv om der foreligger omstændigheder som dem, der er omhandlet i den nævnte bestemmelse, der kan begrunde en ændring af denne pris. I dette tilfælde er det kun afkræftelsen af den formodning, der er opstillet i artikel 15, stk. 5, tredje afsnit, i direktiv 2004/25, der kan sikre, at tilbudsprisen i forbindelse med en indløsningsret i forhold til indehavere af kapitalandele eller obligatorisk tilbagekøb af kapitalandele er »rimelig«, således som det kræves i dette direktivs artikel 15 og 16.

39 Det ville desuden være paradoksalt at anerkende, at der ikke er nogen mulighed for at ændre købsprisen ved at afkræfte den formodning, der er opstillet i dette direktivs artikel 15, stk. 5, tredje afsnit, når direktiv 2004/25 giver mulighed for en ændring af den pris, der tilbydes i forbindelse med et obligatorisk overtagelsestilbud, et tilbud, som hver aktionær i sidste ende kan beslutte ikke at acceptere, når aktionæren er forpligtet til at sælge sine aktier, i forbindelse med indløsningsretten i forhold til indehavere af kapitalandele, eller når majoritetsaktionæren er forpligtet til at indløse aktier inden for rammerne af indløsningsretten.

40 Hensyntagen til det formål, der forfølges med direktiv 2004/25, taler ligeledes for, at denne formodning kan afkræftes.

41 Som det fremgår af første til tredje og niende betragtning til direktiv 2004/25, har direktivet således til formål at beskytte interesserne for indehavere af kapitalandele i selskaber, hvormed kontrollen er blevet overtaget af en fysisk eller juridisk person, og tilsigter i denne forbindelse at skabe klarhed og gennemsigtighed i lovgivningen vedrørende overtagelsestilbud (dom af 20.7.2017, Marco Tronchetti Provera m.fl., C-206/16, EU:C:2017:572, præmis 24).

42 Blandt de principper, der skal overholdes ved anvendelsen af direktiv 2004/25, og som er opregnet i direktivets artikel 3, stk. 1, og som i denne bestemmelse kvalificeres som »generelle principper«, er desuden princippet om, at indehavere af kapitalandele skal beskyttes, når en person opnår kontrol med et selskab (jf. i denne retning dom af 20.7.2017, Marco Tronchetti Provera m.fl., C-206/16, EU:C:2017:572, præmis 26).

43 Det ville imidlertid være i strid med dette formål om beskyttelse af indehavere af kapitalandele at anerkende, at disse inden for rammerne af indløsningsretten kan være forpligtet til at sælge deres kapitalandele til den person, der har erhvervet kontrollen med det pågældende selskab, til den pris, der er tilbudt i et obligatorisk overtagelsestilbud, uden mulighed for at anfægte rimeligheden af denne pris, og dette selv om direktiv 2004/25 i artikel 5, stk. 4, andet afsnit, anerkender, at det under visse omstændigheder kan være nødvendigt at ændre en sådan pris for at sikre dens rimelige karakter.

44 Hvad angår de omstændigheder, hvorunder den formodning, der er opstillet i artikel 15, stk. 5, tredje afsnit, i direktiv 2004/25, kan anses for at være afkræftet, skal der, således som generaladvokaten i det væsentlige har anført i punkt 82 i forslaget til afgørelse, tages hensyn til den sammenhæng, som dette direktiv etablerer mellem den pris, der er fastsat i det obligatoriske

overtagelsestilbud, og den, til hvilken de resterende kapitalandele, der er omfattet af en indløsningsret i forhold til indehaverne af kapitalandele eller af en obligatorisk indløsning af kapitalandele, skal erhverves.

45 Som anført i denne doms præmis 34 giver artikel 5, stk. 4, andet afsnit, i direktiv 2004/25 medlemsstaterne mulighed for, under forudsætning af, at de generelle principper i artikel 3, stk. 1, overholdes, at tillade deres tilsynsmyndigheder at ændre prisen på et obligatorisk overtagelsestilbud under klart definerede omstændigheder og kriterier, som denne artikel 5, stk. 4, andet afsnit, opregner nogle eksempler på. Denne mulighed er imidlertid ikke til hinder for, at medlemsstaterne i de retsforskrifter, som de vedtager til gennemførelse af sidstnævnte bestemmelse, anvender abstrakte juridiske begreber (jf. i denne retning dom af 20.7.2017, Marco Tronchetti Provera m.fl., C-206/16, EU:C:2017:572, præmis 37-42).

46 Når en medlemsstat har gjort brug af denne mulighed og har defineret de omstændigheder, hvorunder en ændring af prisen i et obligatorisk overtagelsestilbud kan foretages, skal det fastslås, at disse omstændigheder, hvis de godtgøres, kan begrunde en afkræftelse af formodningen i artikel 15, stk. 5, tredje afsnit, i direktiv 2004/25, forudsat at de ikke er blevet bragt til denne medlemsstats tilsynsmyndigheds kendskab, eller at de først opstår efter udløbet af tilbudsperioden, når en sådan ændring ikke længere er mulig.

47 I det tilfælde, hvor den pågældende medlemsstat ikke har gjort brug af den mulighed, som den er tillagt ved artikel 5, stk. 4, andet afsnit, i direktiv 2004/25, skal det i øvrigt fastslås, at de eksempler på omstændigheder, der kan begrunde en ændring af prisen på et obligatorisk overtagelsestilbud, og de kriterier, der skal anvendes under sådanne omstændigheder, som denne bestemmelse giver, ligeledes kan begrunde afkræftelsen af den formodning, der er opstillet i dette direktivs artikel 15, stk. 5, tredje afsnit.

48 Henset til samtlige ovenstående betragtninger skal de forelagte spørgsmål besvares med, at artikel 15, stk. 5, tredje afsnit, i direktiv 2004/25 skal fortolkes således, at den formodning, som denne bestemmelse opstiller, hvorefter modydelsen for et obligatorisk overtagelsestilbud om erhvervelse af kapitalandele i et selskab er rimelig, skal anses for at være en afkræftelig formodning, der kan afkræftes under omstændigheder som dem, der er fastsat i dette direktivs artikel 5, stk. 4, andet afsnit, eller er defineret af den pågældende medlemsstat i henhold til sidstnævnte bestemmelse, forudsat at denne medlemsstats tilsynsmyndighed ikke er blevet gjort bekendt med disse omstændigheder med henblik på en ændring af prisen i det forudgående obligatoriske overtagelsestilbud, eller at de først opstår efter udløbet af tilbudsperioden, når en sådan ændring ikke længere er mulig.

Sagsomkostninger

49 Da sagens behandling i forhold til hovedsagens parter udgør et led i den sag, der verserer for den forelæggende ret, tilkommer det denne at træffe afgørelse om sagsomkostningerne. Bortset fra nævnte parters udgifter kan de udgifter, som er afholdt i forbindelse med afgivelse af indlæg for Domstolen, ikke erstattes.

På grundlag af disse præmisser kender Domstolen (Femte Afdeling) for ret:

Artikel 15, stk. 5, tredje afsnit, i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/25/EF af 21. april 2004 om overtagelsestilbud

skal fortolkes således, at

den formodning, som denne bestemmelse opstiller, hvorefter modydelsen for et obligatorisk overtagelsestilbud om erhvervelse af kapitalandele i et selskab er rimelig, skal anses for at være en afkræftelig formodning, der kan afkræftes under omstændigheder som dem, der er fastsat i dette direktivs artikel 5, stk. 4, andet afsnit, eller er defineret af den pågældende medlemsstat i henhold til sidstnævnte bestemmelse, forudsat at denne medlemsstats tilsynsmyndighed ikke er blevet gjort bekendt med disse omstændigheder med henblik på en ændring af prisen i det forudgående obligatoriske overtagelsestilbud, eller at de først opstår efter udløbet af tilbudsperioden, når en sådan ændring ikke længere er mulig.

Underskrifter