UNIONIN TUOMIOISTUIMEN TUOMIO (viides jaosto)

27 päivänä marraskuuta 2025 *

Ennakkoratkaisupyyntö – Yhtiöoikeus – Direktiivi 2004/25/EY – Pakollinen julkinen ostotarjous – Arvopapereiden lunastusoikeus – Vähemmistöosakkaiden suoja – 15 artiklan 5 kohdan kolmas alakohta – Tarjoukseen sisältyvää vastiketta pidetään käypänä – Kumottavissa oleva olettama

Asiassa C-567/24,

jossa on kyse SEUT 267 artiklaan perustuvasta ennakkoratkaisupyynnöstä, jonka Okrožno sodišče v Ljubljani (Ljubljanan alueellinen tuomioistuin, Slovenia) on esittänyt 6.6.2024 tekemällään päätöksellä, joka on saapunut unionin tuomioistuimeen 21.8.2024, saadakseen ennakkoratkaisun asiassa

YO

vastaan

SVEMA TRADE d.o.o.,

jossa asian käsittelyyn osallistuvat

HRAM Holding d.d. -yhtiön vähemmistöosakkaat,

UNIONIN TUOMIOISTUIN (viides jaosto),

toimien kokoonpanossa: jaoston puheenjohtaja M. L. Arastey Sahún sekä tuomarit J. Passer, E. Regan, D. Gratsias (esittelevä tuomari) ja B. Smulders,

julkisasiamies: M. Campos Sánchez-Bordona,

kirjaaja: A. Calot Escobar,

ottaen huomioon kirjallisessa käsittelyssä esitetyn,

ottaen huomioon huomautukset, jotka sille ovat esittäneet

– Italian hallitus, asiamiehenään S. Fiorentino, avustajanaan I. Fresu, procuratore dello Stato,

– Suomen hallitus, asiamiehenään A. Laine,

* Oikeudenkäyntikieli: sloveeni.

– Euroopan komissio, asiamiehinään G. Goddin, G. Meeßen ja B. Rous Demiri,

kuultuaan julkisasiamiehen 3.7.2025 pidetyssä istunnossa esittämän ratkaisuehdotuksen,

on antanut seuraavan

tuomion

1 Ennakkoratkaisupyyntö koskee julkisista ostotarjouksista 21.4.2004 annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2004/25/EY (EUVL 2004, L 142, s. 12) 15 artiklan 5 kohdan kolmannen alakohdan tulkintaa.

2 Tämä pyyntö on esitetty asiassa, jossa asianosaisina ovat yhtäältä YO ja toisaalta SVEMA TRADE d.o.o. (jäljempänä SVEMA) ja joka koskee HRAM Holding d.d. -yhtiön vähemmistöosakkaille heidän arvopapereidensa myynnistä pakollisen julkisen ostotarjouksen yhteydessä maksettavan taloudellisen korvauksen vahvistamista.

Asiaa koskevat oikeussäännöt

Unionin oikeus

3 Direktiivin 2004/25 johdanto-osan ensimmäisestä kolmanteen ja yhdeksännessä perustelukappaleessa todetaan seuraavaa:

”1) [EY] 44 artiklan 2 kohdan g alakohdan mukaisesti on tarpeen sovittaa yhteen ja saattaa yhdenmukaisiksi kaikkialla yhteisössä tiettyjä osakkaiden ja kolmansien osapuolten etujen suojaamiseen tarkoitettuja takeita, joita jäsenvaltiot vaativat sellaisilta jonkin jäsenvaltion lainsäädännön piiriin kuuluvilta yhtiöiltä, joiden arvopaperit on otettu kaupankäynnin kohteeksi jonkin jäsenvaltion säännellyillä markkinoilla.

2) On tarpeen suojata jonkin jäsenvaltion lainsäädännön piiriin kuuluvien yhtiöiden arvopapereiden haltijoiden etuja silloin, kun näistä yhtiöistä on tehty ostotarjouksia tai kun määräysvalta niissä on siirtymässä ja kun ainakin osa niiden arvopapereista on jossain jäsenvaltiossa otettu kaupankäynnin kohteeksi säännellyillä markkinoilla.

3) On tarpeen varmistaa yhteisön tasolla selkeys ja avoimuus ostotarjouksia koskevien oikeudellisten kysymysten ratkaisemisessa ja sen estämiseksi, että johtamis- ja hallintokulttuurien väliset satunnaiset erot aiheuttaisivat vääristymiä yritysten uudelleenjärjestelyä koskevissa toimintatavoissa.

– –-

9) Jäsenvaltioiden olisi toteutettava tarvittavat toimenpiteet arvopapereiden haltijoiden ja erityisesti vähemmistöosakkaiden suojaamiseksi sen jälkeen kun määräysvalta yhtiössä on vaihtunut. Jäsenvaltioiden olisi varmistettava tällainen suoja velvoittamalla määräysvallan hankkija tekemään kaikille kyseisen yhtiön arvopapereiden haltijoille koko heidän omistusosuuttaan koskeva tarjous, joka perustuu yhteisen määritelmän mukaiseen käypään hintaan. Jäsenvaltioiden olisi voitava säätää arvopapereiden haltijoiden etujen suojaamiseen

tarkoitetuista muista keinoista, kuten velvollisuudesta tehdä osatarjous, jos tarjouksen tekijä ei saa määräysvaltaa yhtiössä, tai velvollisuudesta tehdä tarjous samanaikaisesti kun tarjouksen tekijä saa yhtiössä määräysvallan.”

4 Kyseisessä direktiivissä säädetään sen 1 artiklan 1 kohdan mukaan toimenpiteistä, joilla sovitetaan yhteen jäsenvaltioiden lakeja, asetuksia, hallinnollisia määräyksiä, menettelyohjeita tai muita järjestelyjä, mukaan luettuina sellaisten organisaatioiden, joilla on virallinen toimivalta säännellä markkinoita, vahvistamia järjestelyjä, jotka koskevat jäsenvaltioiden lainsäädännön piiriin kuuluvan yhtiön arvopapereihin kohdistuvia ostotarjouksia, jos kaikki tai osa tällaisista arvopapereista on otettu kaupankäynnin kohteeksi sijoituspalveluista arvopaperimarkkinoilla 10.5.1993 annetussa neuvoston direktiivissä 93/22/ETY (EYVL 1993, L 141, s. 27) tarkoitetuilla säännellyillä markkinoilla yhdessä tai useammassa jäsenvaltiossa.

5 Direktiivin 2004/25 2 artiklan, jonka otsikko on ”Määritelmät”, 1 kohdassa säädetään seuraavaa:

”Tässä direktiivissä tarkoitetaan:

a) ’julkisella ostotarjouksella’ tai ’tarjouksella’ yhtiön arvopapereiden haltijoille tehtyä (muuta kuin kohdeyhtiön itsensä tekemää) julkista tarjousta hankkia kaikki tai osa tällaisista arvopapereista, riippumatta siitä, onko tarjous pakollinen vai vapaaehtoinen, mikäli tarjous on tehty kohdeyhtiön määräysvallan hankkimisen jälkeen tai sen tarkoituksena on määräysvallan hankkiminen kohdeyhtiössä kansallisen lainsäädännön mukaisesti;

b) ’kohdeyhtiöllä’ yhtiötä, jonka arvopaperit ovat tarjouksen kohteena;

c) ’tarjouksen tekijällä’ tarjouksen tekevää luonnollista henkilöä tai julkis- tai yksityisoikeudellista oikeushenkilöä;

d) ’yhdessä toimivilla henkilöillä’ luonnollisia henkilöitä tai oikeushenkilöitä, jotka ovat yhteistyössä tarjouksen tekijän tai kohdeyhtiön kanssa sellaisen joko nimenomaisen tai hiljaisen, suullisen tai kirjallisen sopimuksen perusteella, jonka tarkoituksena on joko hankkia määräysvalta kohdeyhtiössä tai estää tarjouksen toteutuminen;

e) ’arvopapereilla’ siirtokelpoisia arvopapereita, joihin liittyy äänioikeus yhtiössä;

– –”

6 Kyseisen direktiivin 3 artiklan, jonka otsikkona on ”Yleiset periaatteet”, 1 kohdassa säädetään seuraavaa:

”Tämän direktiivin täytäntöönpanemiseksi jäsenvaltioiden on varmistettava, että seuraavia periaatteita noudatetaan:

a) kaikkia kohdeyhtiön samanlajisten arvopapereiden haltijoita on kohdeltava tasapuolisesti; lisäksi on muita arvopapereiden haltijoita suojattava, kun henkilö hankkii määräysvallan yhtiössä;

– –

d) kohdeyhtiön, tarjouksen tekijäyhtiön tai muun tarjouksen vaikutuspiirissä olevan yhtiön arvopapereiden markkinoille ei saa aiheuttaa vääristymiä siten, että arvopaperikurssi nousee tai laskee keinotekoisesti ja markkinoiden tavanomainen toiminta häiriintyy;

e) tarjouksen tekijä saa julkistaa tarjouksen vasta varmistuttuaan siitä, että se voi suorittaa täysimääräisesti kaikki mahdollisesti tarjottavat rahavastikkeet, ja toteutettuaan kaikki kohtuudella vaadittavat toimenpiteet varmistaakseen kaikkien muuntyyppisten vastikkeiden suorittamisen;

– –”

7 Mainitun direktiivin 4 artiklan, jonka otsikko on ”Valvontaviranomainen ja sovellettava lainsäädäntö”, 1 kohdassa säädetään seuraavaa:

”Jäsenvaltioiden on nimettävä yksi tai useampi viranomainen, jolla on toimivalta valvoa tarjouksia siltä osin kuin niihin sovelletaan viranomaisen tämän direktiivin perusteella antamia tai käyttöön ottamia sääntöjä. Näin nimettyjen viranomaisten on oltava joko julkisia viranomaisia tai kansallisen lainsäädännön tai nimenomaisesti tätä varten kansallisessa lainsäädännössä valtuutettujen viranomaisten tunnustamia yhteisöjä tai yksityisiä elimiä. Jäsenvaltioiden on ilmoitettava [Euroopan] komissiolle nimeämisistä ja mahdollisesta tehtävänjaosta. Jäsenvaltioiden on varmistettava, että valvontaviranomaiset hoitavat tehtävänsä puolueettomasti ja kaikista tarjouksen osapuolista riippumatta.”

8 Saman direktiivin 5 artiklan, jonka otsikko on ”Vähemmistöosakkaiden suoja, pakollinen tarjous ja käypä hinta”, 1, 3 ja 4 kohdassa säädetään seuraavaa:

”1. Jos luonnollinen henkilö tai oikeushenkilö yksin tai tällaisen henkilön kanssa yhdessä toimivat henkilöt ovat hankkineet 1 artiklan 1 kohdassa tarkoitetun yhtiön arvopapereita, jotka yhdessä tällaisen henkilön aikaisempien omistusten ja hänen kanssaan yhdessä toimivien henkilöiden omistusten kanssa antavat henkilölle kyseisen yhtiön äänivallasta suoraan tai välillisesti prosentuaalisen ääniosuuden, joka antaa henkilölle määräysvallan yhtiössä, jäsenvaltioiden on varmistettava, että kyseisellä henkilöllä on velvollisuus tehdä tarjous, jonka avulla suojataan yhtiön vähemmistöosakkaita. Tarjous on osoitettava mahdollisimman pian kaikille asianomaisten arvopapereiden haltijoille, ja siinä on tarjouduttava ostamaan kaikki heidän arvopaperinsa 4 kohdassa määriteltyyn käypään hintaan.

– –

3. Edellä 1 kohdassa tarkoitettu määräysvallan tuottava prosentuaalinen ääniosuus ja sen laskutapa määritellään sen jäsenvaltion sääntöjen mukaisesti, jossa kohdeyhtiöllä on sääntömääräinen kotipaikka.

4. Käypänä hintana pidetään korkeinta hintaa, jonka tarjouksen tekijä tai yhdessä hänen kanssaan toimivat henkilöt ovat maksaneet samoista arvopapereista 1 kohdassa tarkoitettua tarjousta edeltävänä aikana, jonka jäsenvaltiot määrittelevät ja joka on vähintään kuusi ja enintään kaksitoista kuukautta. Jos tarjouksen tekijä tai yhdessä hänen kanssaan toimiva henkilö hankkii arvopapereita sen jälkeen kun tarjous on julkistettu ja ennen tarjouksen hyväksymisajan päättymistä tarjottua hintaa korkeammalla hinnalla, tarjouksen tekijän on korotettava tarjoustaan siten, että se vastaa vähintään näin hankituista arvopapereista maksettua korkeinta hintaa.

Edellyttäen, että 3 artiklan 1 kohdassa säädettyjä yleisiä periaatteita noudatetaan, jäsenvaltiot voivat antaa valvontaviranomaisilleen luvan muuttaa ensimmäisessä alakohdassa säädettyä hintaa selkeästi määriteltyjen olosuhteiden vallitessa ja selkeästi määriteltyjen perusteiden mukaisesti. Tätä varten ne voivat laatia luettelon olosuhteista, joissa korkeinta hintaa voidaan joko korottaa tai alentaa, esimerkiksi jos korkeimmasta hinnasta on sovittu ostajan ja myyjän välisellä sopimuksella tai asianomaisten arvopapereiden markkinahintoja on manipuloitu tai jos poikkeukselliset tapahtumat ovat vaikuttaneet yleisiin tai tiettyihin markkinahintoihin, tai taloudellisissa vaikeuksissa olevan yrityksen pelastamiseksi. Jäsenvaltiot voivat myös määrittää tällaisissa tapauksissa sovellettavat perusteet, joita voivat olla esimerkiksi markkinoiden keskihinta tietyltä ajalta tai yhtiön arvo sen purkautuessa tai muut rahoitusanalyysien laadinnassa yleisesti käytetyt objektiiviset perusteet.

Käyvän hinnan muuttamista koskeva valvontaviranomaisten päätös on perusteltava ja julkaistava.”

9 Direktiivin 2004/25 15 artiklassa, jonka otsikko on ”Lunastusoikeus”, säädetään seuraavaa:

”1. Jäsenvaltioiden on varmistettava, että 2–5 kohdan säännöksiä sovelletaan sen jälkeen kun kaikille kohdeyhtiön arvopapereiden haltijoille on osoitettu heidän koko omistustaan koskeva tarjous.

2. Jäsenvaltioiden on varmistettava, että tarjouksen tekijä voi vaatia kaikkia jäljellä olevien arvopapereiden haltijoita myymään arvopaperinsa käypään hintaan. Jäsenvaltioiden on otettava käyttöön tämä oikeus jossain seuraavista tapauksista:

a) tarjouksen tekijän hallussa on arvopapereita, jotka vastaavat vähintään 90 prosenttia kohdeyhtiön äänioikeutetusta pääomasta ja 90 prosenttia äänimäärästä; tai

b) tarjouksen tekijä on tarjouksen hyväksymisen jälkeen saanut tai sitovasti sopinut hankkivansa arvopapereita, jotka vastaavat vähintään 90 prosenttia kohdeyhtiön äänioikeutetusta pääomasta ja 90 prosenttia tarjoukseen sisältyvästä äänimäärästä.

Edellä a alakohdassa tarkoitetussa tapauksessa jäsenvaltiot voivat vahvistaa korkeamman rajan, joka ei kuitenkaan saa olla yli 95 prosenttia äänioikeutetusta pääomasta eikä yli 95 prosenttia äänimäärästä.

3. Jäsenvaltioiden on varmistettava, että voimassa olevien sääntöjen perusteella on mahdollista laskea, milloin osuus ylittää asetetun rajan.

Kun kohdeyhtiö on laskenut liikkeeseen useita arvopaperilajeja, jäsenvaltiot voivat säätää, että lunastusoikeutta voi käyttää vain sen arvopaperilajin osalta, jossa 2 kohdassa säädetty raja on saavutettu.

4. Jos tarjouksen tekijä haluaa käyttää lunastusoikeutta, hänen on tehtävä se kolmen kuukauden kuluessa 7 artiklassa tarkoitetun tarjouksen hyväksymisajan päättymisestä.

5. Jäsenvaltioiden on varmistettava, että käypä hinta taataan. Tämän hinnan maksutavan on oltava sama kuin tarjoukseen sisältyvä vastike, tai sen on muodostuttava rahasta. Jäsenvaltiot voivat säätää, että rahavastiketta on tarjottava ainakin vaihtoehtona.

Vapaaehtoisen ostotarjouksen jälkeen – – kummassakin 2 kohdan ensimmäisen alakohdan a ja b alakohdassa tarkoitetussa tapauksessa tarjoukseen sisältyvän vastikkeen oletetaan olevan käypä hinta, jos tarjouksen tekijä on tarjouksen hyväksymisen perusteella saanut arvopapereista haltuunsa osuuden, joka vastaa vähintään 90 prosenttia tarjouksen kohteena olleesta äänioikeutetusta pääomasta.

Pakollisen ostotarjouksen jälkeen käypänä hintana pidetään tarjoukseen sisältyvää vastiketta."

10 Kyseisen direktiivin 16 artiklassa, jonka otsikko on "Lunastusvelvollisuus", säädetään seuraavaa:

"1. Jäsenvaltioiden on varmistettava, että 2 ja 3 kohdan säännöksiä sovelletaan sen jälkeen, kun kaikille kohdeyhtiön arvopapereiden haltijoille on osoitettu heidän koko omistustaan koskeva tarjous.

2. Jäsenvaltioiden on varmistettava, että jäljellä olevien arvopapereiden haltijat voivat vaatia, että tarjouksen tekijä lunastaa heidän arvopaperinsa käypään hintaan 15 artiklan 2 kohdassa säädetyin edellytyksin.

3. Edellä 15 artiklan 3–5 kohdan säännöksiä sovelletaan tarvittavin muutoksin."

Slovenian oikeus

11 Yritysostoista 14.7.2006 annetun lain (Zakon o prevzemih; Uradni list RS, nro 79/06), sellaisena kuin sitä sovelletaan pääasiassa (jäljempänä yritysostolaki), 68 §:ssä säädetään seuraavaa:

"1. Vähemmistöosakkeenomistajien lunastamiseen ulos sellaisesta kohdeyhtiöstä, jossa ostaja on hankkinut vähintään 90 prosenttia kaikista äänioikeuden antavista osakkeista joko pakollisella tai vapaaehtoisella julkisella ostotarjouksella, jonka on hyväksynyt sellainen osakkeenomistajien joukko, joka edustaa vähintään 90:tä prosenttia tarjouksen kohteena olleen kohdeyhtiön äänioikeuden antavista osakkeista, sovelletaan kaupallisista yhtiöistä annetun lain säännöksiä yhtiön vähemmistöosakkeenomistajien uloslunastamisesta, ellei tämän pykälän 2 momentista muuta johdu.

2. Jos kohdeyhtiön yhtiökokous suurimpana osakkeenomistajana toimivan ostajan ehdotuksesta kolmen kuukauden kuluessa edellisessä momentissa tarkoitetun julkisen ostotarjouksen tuloksen julkistamisesta päättää vähemmistöosakkeenomistajien osakkeiden luovutuksesta suurimmalle osakkeenomistajalle, ostajan on tarjottava vastikkeena kaupallisista yhtiöistä annetun lain mukaisesti määritetyn rahamäärän sijaan vastike, joka vastaa laadultaan ja määrältään julkisessa ostotarjouksessa ilmoitettua."

Pääasia ja ennakkoratkaisukysymykset

12 YO on vähemmistöosakas HRAM Holdingissa, jonka osakkeet on listattu Slovenian pörssissä.

13 SVEMAsta, joka omisti alun perin 19,77 prosenttia HRAM Holdingin osakkeista, tuli sen enemmistöosakas sen jälkeen, kun se oli ostanut 30.9.2021 lisäosakkuuden, jonka suuruus oli 67,56 prosenttia HRAM Holdingin osakkeista. Koska SVEMAn omistusosuus HRAM Holdingissa ylitti siten Slovenian säännöstössä säädetyn määräysvallan kynnysarvon, Slovenian

arvopaperimarkkinoita valvova viranomainen antoi SVEMAlle luvan tehdä pakollinen julkinen ostotarjous, jonka se teki 27.10.2021. Tämän tarjouksen tuloksena SVEMA omisti 90,51 prosenttia HRAM Holdingin osakkeista.

14 Koska mainittu tarjous oli tuloksellinen yritysostolain 68 §:ssä tarkoitetulla tavalla, HRAM Holdingin yhtiökokous teki tätä yritysostoa seuranneiden kolmen kuukauden aikana SVEMAn ehdotuksesta päätöksen, jonka mukaan HRAM Holdingin vähemmistöosakkaat myyvät osakkeensa SVEMAlle taloudellista korvausta vastaan, joka oli samansuuruinen kuin SVEMAn tekemässä julkisessa ostotarjouksessa ilmoitettu osakekohtainen hinta.

15 Okrožno sodišče v Ljubljanissa (Ljubljanan alueellinen tuomioistuin, Slovenia), joka on ennakkoratkaisua pyytänyt tuomioistuin, on vireillä YO:n kanne, jossa vaaditaan vahvistamaan tuomioistuimen ratkaisulla asianmukainen taloudellinen korvaus, joka SVEMAn on maksettava HRAM Holdingin vähemmistöosakkaille heidän osakkeidensa pakollisesta lunastamisesta.

16 HRAM Holdingin vähemmistöosakkaille nimettiin 27.1.2023 tehdyllä päätöksellä yhteinen edustaja ennakkoratkaisua pyytäneessä tuomioistuimessa vireille pantua oikeudenkäyntiä varten. Tämä edustaja yhtyy YO:n kanteessaan esittämiin väitteisiin.

17 Ennakkoratkaisua pyytänyt tuomioistuin pohtii direktiivin 2004/25 15 artiklan 5 kohdan kolmannen alakohdan tulkintaa yritysostolain, jolla kyseinen direktiivi on saatettu osaksi Slovenian oikeusjärjestystä, 68 §:n tulkitsemiseksi. Se pohtii erityisesti sitä, onko mainitun direktiivin 15 artiklan 5 kohdan kolmannessa alakohdassa vahvistettua olettamaa pidettävä kumottavissa olevana vai kumoamattomana. Ennakkoratkaisua pyytäneen tuomioistuimen mukaan tähän kysymykseen ei voida vastata pelkästään kyseisen säännöksen sanamuodon perusteella, kun otetaan huomioon sen eri kieliversioiden väliset erot.

18 Tässä tilanteessa Okrožno sodišče v Ljubljani päätti lykätä asian käsittelyä ja esittää unionin tuomioistuimelle seuraavat ennakkoratkaisukysymykset:

”1) Onko direktiivin [2004/25] 15 artiklan 5 kohdan kolmatta alakohtaa tulkittava siten, että kyseisessä alakohdassa tarkoitettua olettamaa on pidettävä ehdottomana, vai onko sitä pidettävä suhteellisena?

2) Jos kyseistä käypää hintaa koskevaa olettamaa on pidettävä suhteellisena, onko tämä suhteellisuus rajoittamatonta vai rajoittuuko se mahdollisesti tiettyihin olosuhteisiin?”

Ennakkoratkaisukysymysten tarkastelu

19 Kysymyksillään, joita on tarkasteltava yhdessä, ennakkoratkaisua pyytänyt tuomioistuin tiedustelee lähinnä, onko direktiivin 2004/25 15 artiklan 5 kohdan kolmatta alakohtaa tulkittava siten, että tässä säännöksessä vahvistettua olettamaa, jonka mukaan pakolliseen julkiseen ostotarjoukseen sisältyvä vastike yhtiön arvopapereiden hankkimiseksi on käypä hinta, on pidettävä kumottavissa olevana olettamana, ja jos näin on, millä edellytyksillä tämän olettaman on katsottava kumoutuneen.

20 Direktiivin 2004/25 15 artiklan 1 ja 2 kohdan mukaisesti sen jälkeen, kun kaikille kohdeyhtiön arvopapereiden haltijoille on osoitettu heidän koko omistustaan koskeva ostotarjous, jäsenvaltioiden on varmistettava, että tarjouksen tekijä voi tietyin edellytyksin vaatia kaikkia jäljellä olevien arvopapereiden haltijoita myymään arvopaperinsa käypään hintaan. Tältä osin

kyseisen direktiivin 15 artiklan 5 kohdan kolmannessa alakohdassa säädetään, että mainitun direktiivin 5 artiklan 1 kohdassa tarkoitetun pakollisen julkisen ostotarjouksen jälkeen ”käypänä hintana pidetään tarjoukseen sisältyvää vastiketta”.

21 Vaikka direktiivin 2004/25 15 artiklan 5 kohdassa viitataan nimenomaisesti olettaman olemassaoloon, siinä ei sitä vastoin täsmennetä, onko olettama kumottavissa vai kumoamaton.

22 Tämän kohdan tietyissä kieliversioissa, kuten kreikan-, englannin-, ranskan- tai portugalinkielisissä versioissa, viitataan olettamaan määrittelemättä sen luonnetta. Sitä vastoin saman kohdan eräissä muissa kieliversioissa, kuten espanjan-, saksan- ja italiankielisissä versioissa tai, kuten ennakkoratkaisua pyytänyt tuomioistuin toteaa, sloveeninkielisessä versiossa, käytetään verbiä, joka viittaa siihen, että siinä säädettyä olettamaa ei voida kumota.

23 Vakiintuneen oikeuskäytännön mukaan yhdessä kieliversiossa käytettyä unionin oikeuden säännöksen sanamuotoa ei voida käyttää tämän säännöksen ainoana tulkintaperusteena eikä sille voida antaa etusijaa muihin kieliversioihin nähden. Unionin oikeuden säännöksiä on nimittäin tulkittava ja sovellettava yhtenäisesti ottaen huomioon kaikilla unionin kielillä laaditut kieliversiot. Unionin oikeuden tekstin erikielisten toisintojen poiketessa toisistaan kyseessä olevaa säännöstä on tulkittava sen säännöstön systematiikan ja tarkoituksen mukaan, jonka osa säännös on (tuomio 27.10.1977, Bouchereau, 30/77, EU:C:1977:172, 14 kohta ja tuomio 30.4.2025, Celní jednatelství Zelinka, C-330/24, EU:C:2025:296, 19 kohta oikeuskäytäntöviittauksineen).

24 Esitettyihin kysymyksiin vastaamiseksi on näin ollen tulkittava direktiivin 2004/25 15 artiklan 5 kohdan kolmatta alakohtaa kyseisen direktiivin systematiikan ja tarkoituksen valossa.

25 Direktiivin 2004/25 yleisestä rakenteesta on todettava, että jos luonnollinen henkilö tai oikeushenkilö hankkii määräysvallan kyseisessä direktiivissä tarkoitetussa yhtiössä, direktiivissä säädetään kaksivaiheisesta menettelystä, joka voi johtaa siihen, että kyseinen henkilö hankkii kaikki kyseisen yhtiön osakkeet.

26 Direktiivin 2004/25 5 artiklan 1 kohdassa vahvistetaan ensinnäkin tietyn yhtiön osuuksia vastaavia arvopapereita koskevan pakollisen ostotarjouksen periaate. Siinä säädetään täten, että jos luonnollinen henkilö tai oikeushenkilö omistaa arvopapereita, jotka antavat henkilölle määräysvallan direktiivissä tarkoitetussa yhtiössä, jäsenvaltioiden on varmistettava, että kyseisellä henkilöllä on velvollisuus tehdä tarjous, jonka avulla suojataan yhtiön vähemmistöosakkaita, ja siinä on tarjouduttava ostamaan kaikki kyseisten vähemmistöosakkaiden arvopaperit mainitun direktiivin 5 artiklan 4 kohdassa määriteltyyn käypään hintaan (ks. vastaavasti tuomio 20.7.2017, Marco Tronchetti Provera ym., C-206/16, EU:C:2017:572, 29 kohta ja tuomio 10.12.2020, Euromin Holdings (Cyprus), C-735/19, EU:C:2020:1014, 43 kohta).

27 Toiseksi siltä osin kuin on kyse julkisen ostotarjouksen kohteena olevan yhtiön arvopapereiden haltijoista, jotka eivät ole hyväksyneet tätä tarjousta, direktiivin 2004/25 15 artiklan 2 kohdassa säädetään tietyin edellytyksin tarjouksen tekijän mahdollisuudesta käyttää lunastusoikeutta vaatimalla näitä myymään arvopaperinsa hänelle. Kyseisen direktiivin 16 artiklan 2 kohdassa säädetään lisäksi asianomaisen yhtiön jäljellä olevien arvopapereiden kunkin haltijan vastaavasta oikeudesta vaatia tarjouksen tekijää lunastamaan hänen arvopaperinsa.

28 Kuten tämän tuomion 26 kohdassa on jo todettu, direktiivin 2004/25 5 artiklan 1 kohdassa säädetään, että vähemmistöosakkaille heidän osakkeidensa pakollisen julkisen ostotarjouksen yhteydessä tarjottavan hinnan on oltava käypä. Kyseisen direktiivin 15 artiklan 2 kohdassa ja 16 artiklan 2 kohdassa puolestaan säädetään, että kyseisessä direktiivissä tarkoitetun yhtiön jäljellä olevien arvopapereiden lunastaminen niiden haltijoilta lunastusoikeuden tai lunastusvelvollisuuden perusteella on suoritettava ”käypään hintaan”.

29 Kuten julkisasiamies on pääasiallisesti todennut ratkaisuehdotuksensa 51 kohdassa, tältä osin on merkityksetöntä, että direktiivin 2004/25 tietyissä kieliversioissa kyseisen direktiivin 5 artiklan 1 ja 4 kohdassa tarkoitetun hinnan luonnehtimiseen käytetty adjektiivi poikkeaa adjektiivista, jota käytetään kyseisen direktiivin 15 artiklan 2 ja 5 kohdassa ja 16 artiklan 2 kohdassa tarkoitetun hinnan luonnehtimiseen.

30 Direktiivin 2004/25 eräissä muissa kieliversioissa nimittäin käytetään samaa adjektiivia tämän hinnan luonnehtimiseen, ja muissakin tapauksissa käytetyt kaksi eri adjektiivia ovat synonyymejä, kuten esimerkiksi kyseisten säännösten ranskankielisessä versiossa, jossa käytetään adjektiiveja ”équitable” ja ”juste”.

31 Direktiivissä 2004/25 valitaan yhtiön vähemmistöosakkaille kuuluvien arvopapereiden hankinnasta maksettavan käyvän hinnan määrittämistä varten ensisijaisesti objektiivinen menetelmä.

32 Näin ollen direktiivin 2004/25 5 artiklan 4 kohdan ensimmäisessä alakohdassa säädetään, että käypänä hintana pidetään ensisijaisesti korkeinta hintaa, jonka tarjouksen tekijä tai yhdessä hänen kanssaan toimivat henkilöt ovat maksaneet samoista arvopapereista kyseisen direktiivin 5 artiklan 1 kohdassa tarkoitettua tarjousta edeltävänä aikana, jonka jäsenvaltiot määrittelevät ja joka on vähintään kuusi ja enintään 12 kuukautta (ks. vastaavasti tuomio 20.7.2017, Marco Tronchetti Provera ym., C-206/16, EU:C:2017:572, 30 kohta ja tuomio 10.12.2020, Euromin Holdings (Cyprus), C-735/19, EU:C:2020:1014, 44 kohta).

33 Näin lasketun käyvän hinnan oletetaan olevan myös käypä hinta, jota tarkoitetaan direktiivin 2004/25 15 artiklan 5 kohdan kolmannessa alakohdassa, joka koskee oikeutta osakkeiden lunastamiseen niiden haltijoilta ja johon viitataan myös kyseisen direktiivin 16 artiklan 3 kohdassa, joka koskee velvollisuutta osakkeiden lunastamiseen.

34 Direktiivin 2004/25 5 artiklan 4 kohdan toisessa alakohdassa kuitenkin säädetään, että edellyttäen, että 3 artiklan 1 kohdassa säädettyjä periaatteita noudatetaan, jäsenvaltiot voivat antaa kyseisen direktiivin 4 artiklassa tarkoitetuille valvontaviranomaisilleen luvan muuttaa saman direktiivin 5 artiklan 4 kohdan ensimmäisessä alakohdassa säädettyä hintaa selkeästi määriteltyjen olosuhteiden vallitessa ja selkeästi määriteltyjen perusteiden mukaisesti. Jäsenvaltiot voivat tässä tarkoituksessa yhtäältä laatia luettelon olosuhteista, joissa tätä hintaa voidaan joko korottaa tai alentaa, ja toisaalta määrittää perusteet, joita käytetään kyseisessä toisessa alakohdassa mainittuja esimerkkejä vastaavissa tilanteissa (ks. vastaavasti tuomio 20.7.2017, Marco Tronchetti Provera ym., C-206/16, EU:C:2017:572, 31 kohta ja tuomio 10.12.2020, Euromin Holdings (Cyprus), C-735/19, EU:C:2020:1014, 45 kohta).

35 Direktiivissä 2004/25 tunnustetaan näin ollen, että tietyissä olosuhteissa voi osoittautua, että tässä direktiivissä tarkoitetun yhtiön vähemmistöosakkaiden osakkeiden ostohinta, jota tarjotaan pakollisen julkisen ostotarjouksen yhteydessä ja joka lasketaan direktiivin 5 artiklan 4 kohdan ensimmäisessä alakohdassa vahvistetun objektiivisen menetelmän mukaisesti, ei ole käypä ja että sitä täytyy muuttaa.

36 Tästä seuraa, että direktiivin 2004/25 15 artiklan 5 kohdan asiayhteyden huomioon ottaminen puoltaa kyseisen säännöksen tulkitsemista siten, että siinä säädetty olettama voidaan tietyissä olosuhteissa kumota.

37 On nimittäin mahdollista, että olosuhteita, jotka olisivat voineet oikeuttaa jäsenvaltioille mainitun direktiivin 5 artiklan 4 kohdan toisessa alakohdassa annetun mahdollisuuden mukaisesti sen, että niiden valvontaviranomaiset olisivat korottaneet tai alentaneet pakolliseen julkiseen ostotarjoukseen sisältynyttä hintaa, ei ole saatettu näiden viranomaisten tietoon tällaisen muutoksen tekemiseksi tai että ne ilmenevät vasta kyseisen tarjouksen hyväksymisajan päättymisen jälkeen, kun tällainen muuttaminen ei ole enää mahdollista.

38 Lisäksi on niin, että jos jäsenvaltio ei käytä tätä mahdollisuutta, pakollisen julkisen ostotarjouksen yhteydessä tarjottua hintaa ei ole mahdollista muuttaa, vaikka olisi olemassa mainitussa säännöksessä tarkoitettujen olosuhteiden kaltaisia olosuhteita, jotka voisivat oikeuttaa kyseisen hinnan muuttamisen. Siinä tapauksessa ainoastaan direktiivin 2004/25 15 artiklan 5 kohdan kolmannessa alakohdassa vahvistetun olettaman kumoamisella voidaan varmistaa, että tarjoushinta on kyseisen direktiivin 15 ja 16 artiklassa edellytetyllä tavalla käypä hinta lunastettaessa arvopapereita niiden haltijoilta lunastusoikeuden tai lunastusvelvollisuuden perusteella.

39 Lisäksi olisi ristiriitaista, jos hyväksyttäisiin se, että direktiivissä 2004/25 annetaan kyllä mahdollisuus muuttaa pakollisen julkisen ostotarjouksen yhteydessä tarjottua hintaa tilanteessa, jossa jokainen osakkeenomistaja voi lopulta päättää olla hyväksymättä tarjousta, mutta että ostohinnan muuttamiseen kumoamalla kyseisen direktiivin 15 artiklan 5 kohdan kolmannessa alakohdassa vahvistettu olettama ei olisi mitään mahdollisuutta silloin, kun osakkeenomistajan on myytävä osakkeensa tai kun enemmistöosakkaan on lunastusvelvollisuuden vuoksi lunastettava osakkeita.

40 Myös direktiivin 2004/25 tarkoituksen huomioon ottaminen puoltaa sitä, että olettama on kumottavissa.

41 Kuten direktiivin 2004/25 johdanto-osan ensimmäisestä kolmanteen ja yhdeksännestä perustelukappaleesta ilmenee, direktiivin tarkoituksena on suojata luonnollisen henkilön tai oikeushenkilön määräysvaltaan siirtyneiden yhtiöiden arvopapereiden haltijoiden etuja ja direktiivillä pyritään sen vuoksi varmistamaan julkisia ostotarjouksia koskevien oikeussääntöjen selkeys ja avoimuus (tuomio 20.7.2017, Marco Tronchetti Provera ym., C-206/16, EU:C:2017:572, 24 kohta).

42 Lisäksi direktiivin 2004/25 soveltamisessa noudatettaviin periaatteisiin, joista säädetään sen 3 artiklan 1 kohdassa ja joita kyseisessä säännöksessä luonnehditaan ”yleisiksi periaatteiksi”, kuuluu periaate, jonka mukaan arvopapereiden haltijoita on suojattava, kun henkilö hankkii määräysvallan yhtiössä (ks. vastaavasti tuomio 20.7.2017, Marco Tronchetti Provera ym., C-206/16, EU:C:2017:572, 26 kohta).

43 Olisi kuitenkin tämän arvopapereiden haltijoiden suojelua koskevan tavoitteen vastaista hyväksyä se, että heidät voitaisiin heidän arvopapereihinsa kohdistuvan lunastusoikeuden käyttämisen yhteydessä velvoittaa myymään arvopaperinsa henkilölle, joka on hankkinut määräysvallan asianomaisessa yhtiössä, pakollisessa julkisessa ostotarjouksessa tarjottuun hintaan ilman mahdollisuutta riitauttaa kysymys siitä, onko tämä hinta käypä, vaikka direktiivin 2004/25 5 artiklan 4 kohdan toisessa alakohdassa myönnetään, että tietyissä olosuhteissa tällaista hintaa voi olla tarpeen muuttaa sen varmistamiseksi, että hinta on käypä.

44 Niistä olosuhteista, joissa direktiivin 2004/25 15 artiklan 5 kohdan kolmannessa alakohdassa vahvistetun olettaman voidaan katsoa kumoutuneen, on otettava huomioon julkisasiamiehen ratkaisuehdotuksensa 82 kohdassa pääasiallisesti toteamin tavoin se, että kyseisessä direktiivissä rinnastetaan toisiinsa pakolliseen julkiseen ostotarjoukseen sisältyvä hinta ja se hinta, jolla jäljellä olevat lunastusoikeuden tai lunastusvelvollisuuden kohteena olevat arvopaperit on lunastettava.

45 Kuten tämän tuomion 34 kohdassa on todettu, direktiivin 2004/25 5 artiklan 4 kohdan toisessa alakohdassa annetaan jäsenvaltioille mahdollisuus kyseisen direktiivin 3 artiklan 1 kohdassa mainittuja periaatteita noudattaen antaa valvontaviranomaisilleen lupa muuttaa pakollisen julkisen ostotarjouksen hintaa selkeästi määriteltyjen olosuhteiden vallitessa ja selkeästi määriteltyjen perusteiden mukaisesti, joista kyseisen 5 artiklan 4 kohdan toisessa alakohdassa esitetään joitakin esimerkkejä. Tämä mahdollisuus ei kuitenkaan estä jäsenvaltioita käyttämästä viimeksi mainitun säännöksen täytäntöön panemiseksi antamassaan säännöstössä abstrakteja oikeudellisia käsitteitä (ks. vastaavasti tuomio 20.7.2017, Marco Tronchetti Provera ym., C-206/16, EU:C:2017:572, 37–42 kohta).

46 Kun jäsenvaltio on käyttänyt tätä mahdollisuutta ja määrittänyt olosuhteet, joissa pakolliseen julkiseen ostotarjoukseen sisältynyttä hintaa voidaan muuttaa, on katsottava, että jos nämä olosuhteet näytetään toteen, ne voivat oikeuttaa direktiivin 2004/25 15 artiklan 5 kohdan kolmannessa alakohdassa säädetyn olettaman kumoamisen, edellyttäen että näitä olosuhteita ei ole saatettu kyseisen jäsenvaltion valvontaviranomaisen tietoon tai että ne ilmenevät vasta kyseisen tarjouksen hyväksymisajan päättymisen jälkeen, kun tällainen muutos ei ole enää mahdollinen.

47 Lisäksi siinä tapauksessa, että asianomainen jäsenvaltio ei ole käyttänyt sille direktiivin 2004/25 5 artiklan 4 kohdan toisessa alakohdassa annettua mahdollisuutta, on todettava, että kyseisessä säännöksessä esitetyt esimerkit olosuhteista, joilla voidaan perustella pakollisen julkisen ostotarjouksen hinnan muuttaminen, ja tällaisissa olosuhteissa käytettävät perusteet voivat myös oikeuttaa kyseisen direktiivin 15 artiklan 5 kohdan kolmannessa alakohdassa säädetyn olettaman kumoamisen.

48 Esitettyihin kysymyksiin on kaiken edellä todetun perusteella vastattava, että direktiivin 2004/25 15 artiklan 5 kohdan kolmatta alakohtaa on tulkittava siten, että tässä säännöksessä vahvistettua olettamaa, jonka mukaan pakolliseen julkiseen ostotarjoukseen sisältyvä vastike yhtiön arvopapereiden hankkimiseksi on käypä hinta, on pidettävä kumottavissa olevana olettamana, joka voidaan kumota kyseisen direktiivin 5 artiklan 4 kohdan toisessa alakohdassa säädettyjen kaltaisissa olosuhteissa tai asianomaisen jäsenvaltion viimeksi mainitun säännöksen nojalla määrittelemissä olosuhteissa, edellyttäen että näitä olosuhteita ei ole saatettu kyseisen jäsenvaltion valvontaviranomaisen tietoon edeltävään pakolliseen julkiseen ostotarjoukseen sisältyvän hinnan muuttamiseksi tai että ne ilmenevät vasta kyseisen tarjouksen hyväksymisajan päättymisen jälkeen, kun tällainen muutos ei ole enää mahdollinen.

Oikeudenkäyntikulut

49 Pääasian asianosaisten osalta asian käsittely unionin tuomioistuimessa on välivaihe kansallisessa tuomioistuimessa vireillä olevan asian käsittelyssä, minkä vuoksi kansallisen tuomioistuimen asiana on päättää oikeudenkäyntikulujen korvaamisesta. Oikeudenkäyntikuluja, jotka ovat aiheutuneet muille kuin näille asianosaisille huomautusten esittämisestä unionin tuomioistuimelle, ei voida määrätä korvattaviksi.

Näillä perusteilla unionin tuomioistuin (viides jaosto) on ratkaissut asian seuraavasti:

Julkisista ostotarjouksista 21.4.2004 annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2004/25/EY 15 artiklan 5 kohdan kolmatta alakohtaa

on tulkittava siten, että

tässä säännöksessä vahvistettua olettamaa, jonka mukaan pakolliseen julkiseen ostotarjoukseen sisältyvä vastike yhtiön arvopapereiden hankkimiseksi on käypä hinta, on pidettävä kumottavissa olevana olettamana, joka voidaan kumota kyseisen direktiivin 5 artiklan 4 kohdan toisessa alakohdassa säädettyjen kaltaisissa olosuhteissa tai asianomaisen jäsenvaltion viimeksi mainitun säännöksen nojalla määrittelemissä olosuhteissa, edellyttäen että näitä olosuhteita ei ole saatettu kyseisen jäsenvaltion valvontaviranomaisen tietoon edeltävään pakolliseen julkiseen ostotarjoukseen sisältyvän hinnan muuttamiseksi tai että ne ilmenevät vasta kyseisen tarjouksen hyväksymisajan päättymisen jälkeen, kun tällainen muutos ei ole enää mahdollinen.

Allekirjoitukset