



Zbirka odločb sodne prakse

SKLEPNI PREDLOGI GENERALNEGA PRAVOBRANILCA
MANUELA CAMPOSA SANCHEZ-BORDONE,
predstavljeni 3. julija 2025¹

Zadeva C-567/24

YO

proti

SVEMA TRADE, d. o. o.,

ob udeležbi

manjšinskih delničarjev družbe HRAM Holding, d. d.

(Predlog za sprejetje predhodne odločbe, ki ga je vložilo Okrožno sodišče v Ljubljani, Slovenija)

„Predhodno odločanje – Svoboda ustanavljanja – Družbe – Direktiva 2004/25/ES – Ponudba za prevzem – Obvezna ponudba – Pravica do izključitve – Zaščita manjšinskih delničarjev – Pravična cena – Domneva – Izpodbojna domneva, neizpodbojna domneva ali domneva, ki je izpodbojna v nekaterih okoliščinah“

1. Direktiva 2004/25/ES² določa minimalne smernice za zagotovitev preglednosti in pravne varnosti v zvezi s ponodbami za prevzem vrednostnih papirjev družbe.
2. Eden od ciljev Direktive 2004/25 je zagotoviti enake pogoje v ponodbah za prevzem, s čimer se varujejo interesi imetnikov vrednostnih papirjev (zlasti, vendar ne le manjšinskih).
3. Države članice morajo sprejeti ukrepe, da bi lahko vsak ponudnik pridobil večinski delež v družbi in izvajal polno kontrolo nad njo.³ V skladu s členom 15 Direktive 2004/25 morajo določiti, da kadar ponudnik na podlagi ponudbe za prevzem doseže določen odstotek kapitala družbe z glasovalno pravico, lahko preostale vrednostne papirje pridobi za *pravično ceno*.⁴
4. Namen predloga za sprejetje predhodne odločbe je pojasniti naravo in obseg domneve o pravičnosti cene, ki jo mora v skladu s členom 15(5), tretji pododstavek, Direktive 2004/25 ponudnik kot protidajatev plačati imetnikom vrednostnih papirjev, ki so predmet izključitve.

¹ Jezik izvornika: španščina.

² Direktiva Evropskega parlamenta in Sveta z dne 21. aprila 2004 o ponodbah za prevzem (UL, posebna izdaja v slovenščini, poglavje 17, zvezek 2, str. 20).

³ Glej prvi stavek uvodne izjave 19 Direktive 2004/25 in uvodno izjavo 24.

⁴ Na to pravico se bom skliceval kot na pravico do izključitve. Običajno se označuje z angleškim izrazom *squeeze-out*.

5. V sporu o glavni stvari manjšinski delničarji družbe, na katero se nanaša ponudba za prevzem, nasprotujejo večinskemu delničarju. Potem ko je ta pridobil več kot 90 % kapitala družbe z glasovalno pravico, je zahteval izključitev prvonavedenih delničarjev s prodajo njihovih vrednostnih papirjev po ceni, ponujeni v ponudbi za prevzem. Manjšinski delničarji trdijo, da ta cena ni pravična.

I. Pravni okvir

A. Pravo Unije: Direktiva 2004/25

6. V uvodnih izjavah 9, 19 in 24 je navedeno:

„(9) Države članice sprejmejo potrebne ukrepe za zaščito imetnikov vrednostnih papirjev, zlasti tistih z manjšinskim deležem, kadar pride do prevzema kontrole nad njihovimi družbami. Države članice takšno zaščito zagotovijo tako, da obvežejo osebo, ki si je pridobila kontrolo nad družbo, naj vsem imetnikom vrednostnih papirjev te družbe ponudi odkup vseh njihovih vrednostnih papirjev, za pravično ceno skladno s skupno opredelitvijo. [...]

[...]

(19) Države članice naj sprejmejo potrebne ukrepe, s katerimi omogočijo ponudniku možnost pridobitve večinskih deležev v drugih družbah in izvajanje polne kontrole nad njimi. [...]

[...]

(24) Države članice sprejmejo potrebne ukrepe, da omogočijo ponudniku, ki je po ponudbi za prevzem pridobil določen odstotek kapitala družbe, ki prinaša glasovalne pravice, da od imetnikov preostalih vrednostnih papirjev zahteva, naj mu prodajo svoje vrednostne papirje. Prav tako imajo imetniki preostalih vrednostnih papirjev možnost, da v primeru, ko ponudnik po ponudbi za prevzem pridobi določen odstotek kapitala podjetja, ki prinaša glasovalne pravice, od njega zahtevati odkup njihovih vrednostnih papirjev. Ti postopki odkupa in prodaje preostalih vrednostnih papirjev se uporabljajo le pod posebnimi pogoji, povezanimi s ponodbami za prevzem. Države članice lahko še naprej uporabljajo nacionalna pravila za postopke odkupa in prodaje preostalih vrednostnih papirjev v drugačnih okoliščinah.“

7. Člen 2, naslovljen „Opredelitev pojmov“, v odstavku 1 določa:

„Za namene te direktive:

- (a) ‚ponudba za prevzem‘ ali ‚ponudba‘ pomeni bodisi obvezno bodisi prostovoljno javno ponudbo (razen s strani ciljne družbe same) imetnikom vrednostnih papirjev družbe za pridobitev vseh ali dela teh vrednostnih papirjev, ki sledi ali poteka z namenom pridobitve kontrole v ciljni družbi skladno z nacionalno zakonodajo;
- (b) ‚ciljna družba‘ pomeni družbo, katere vrednostni papirji so predmet ponudbe;
- (c) ‚ponudnik‘ pomeni vsako fizično ali pravno osebo, ki da ponudbo v skladu z javnim ali zasebnim pravom;

[...]

(e) ‚vrednostni papirji‘ pomeni prenosljive vrednostne papirje z glasovalno pravico v družbi;

[...]“

8. Člen 3, naslovljen „Splošna načela“, določa:

„1. Za izvajanje te direktive države članice zagotovijo spoštovanje naslednjih načel:

(a) vsi imetniki vrednostnih papirjev istega razreda ciljne družbe se morajo obravnavati enako; poleg tega je treba v primeru, ko oseba pridobi kontrolo nad družbo, druge imetnike vrednostnih papirjev zaščititi;

[...]“

9. Člen 5, naslovljen „Zaščita manjšinskih delničarjev, obvezna ponudba in pravična cena“, določa:

„1. Kadar ima fizična ali pravna oseba po lastni pridobitvi ali po pridobitvi oseb, ki z njo delujejo usklajeno, vrednostne papirje družbe iz člena 1(1), ki ji skupaj z deležem teh vrednostnih papirjev, ki jih že ima ali ki ga že imajo osebe, ki z njo delujejo usklajeno, posredno ali neposredno dajejo določen odstotek glasovalnih pravic v tej družbi in s tem kontrolo nad družbo, države članice zagotovijo, da se od te osebe zahteva ponudba kot način zaščite manjšinskih delničarjev te družbe. Takšna ponudba naj bo ob prvi priložnosti naslovljena na vse imetnike teh vrednostnih papirjev za vse njihove vrednostne papirje za pravično ceno, kot je določena v odstavku 4.

[...]

4. Za pravično ceno se šteje najvišja cena, ki jo ponudnik ali oseba, ki z njim deluje usklajeno, plača za iste vrednostne papirje v obdobju, ki ga določijo države članice in ki traja od 6 do 12 mesecev pred dano ponudbo iz odstavka 1. Če ponudnik ali katerakoli oseba, ki z njim deluje usklajeno, po javni objavi ponudbe in pred njenim iztekom kupi vrednostne papirje po ceni, višji od ponujene, mora ponudnik svojo ponudbo zvišati, tako da cena ni nižja od najvišje cene, plačane za tako pridobljene vrednostne papirje.

Pod pogojem, da se upoštevajo splošna načela iz člena 3(1), lahko države članice svoje nadzorne organe pooblastijo za prilagoditev cene iz prvega pododstavka v okoliščinah in v skladu s kriteriji, ki so jasno določeni. Za to lahko sestavijo seznam okoliščin, v katerih se lahko najvišja cena prilagodi navzgor ali navzdol, na primer takrat, kadar je bila najvišja cena določena s sporazumom med prodajalcem in kupcem, kadar je bila tržna cena zadevnih vrednostnih papirjev predmet manipulacije, kadar so na tržne cene na splošno ali na določene tržne cene vplivale izredne razmere, ali za omogočanje rešitve družbe v težavah. Države članice lahko določijo tudi kriterije, ki se uporabljajo v takih primerih, kot so povprečna tržna vrednost v določenem obdobju, likvidacijska vrednost podjetja ali drugi objektivni kriteriji vrednotenja, ki se na splošno uporabljajo pri finančni analizi.

[...]“

10. Člen 15, naslovljen „Pravica do izključitve“, določa:

„1. Države članice zagotovijo, da se po ponudbi vsem imetnikom vrednostnih papirjev ciljne družbe za vse njihove vrednostne papirje, uporabljajo določbe odstavkov 2 do 5.

2. Države članice zagotovijo, da lahko ponudnik od vseh imetnikov preostalih vrednostnih papirjev zahteva, da mu jih prodajo za pošteno ceno. Države članice to pravico uvedejo v eni od naslednjih situacij:

(a) kadar ima ponudnik vrednostne papirje, ki predstavljajo najmanj 90 % kapitala z glasovalno pravico in 90 % glasovalnih pravic ciljne družbe;

ali

(b) kadar ponudnik po sprejemu ponudbe pridobi ali je pogodbeno trdno zavezan k pridobitvi vrednostnih papirjev, ki predstavljajo vsaj 90 % kapitala z glasovalno pravico ciljne družbe in 90 % glasovalnih pravic[,] zajetih v ponudbi.

V primeru iz točke (a) lahko države članice določijo višji prag, ki pa ne sme biti višji od 95 % kapitala [z] glasovalno pravico in 95 % glasovalnih pravic.

3. Države članice zagotovijo, da veljavni predpisi omogočajo izračun[,] kdaj je dosežen prag.

Kadar ciljna družba izda več kot en razred vrednostnih papirjev, lahko države članice omogočijo izvrševanje pravice do izključitve le v razredu, v katerem je bil dosežen prag iz odstavka 2.

4. Če ponudnik želi izvršiti pravico do izključitve, to stori v roku treh mesecev po koncu roka za sprejem ponudbe iz člena 7.

5. Države članice poskrbijo za zagotovitev pravične cene. Ta cena ima enako obliko kot ponujeno nadomestilo pri ponudbi, ali pa je v gotovini. Države članice lahko določijo, da se mora gotovina ponuditi vsaj kot alternativna možnost.

Po prostovoljni ponudbi v obeh primerih iz odstavka 2(a) in (b) se nadomestilo, ponujeno v ponudbi, šteje kot pravično, kadar ponudnik s prejemom ponudbe pridobi vrednostne papirje, ki predstavljajo vsaj 90 % kapitala z glasovalno pravico, ki ga zajema ponudba.

Po obvezni ponudbi se nadomestilo, ponujeno v ponudbi, šteje kot pravično.“

B. Slovensko pravo

11. Člen 68 Zakona o prevzemih (v nadaljevanju: ZPre-1)⁵, s katerim je bil v Republiki Sloveniji prenesen člen 15 Direktive 2004/25, določa:

„(1) Za izključitev manjšinskih delničarjev ciljne družbe, v kateri je prevzemnik pridobil najmanj 90-odstotni delež vseh delnic te družbe z glasovalno pravico in je tak delež pridobil s sprejemom uspešne obvezne prevzemne ponudbe ali s sprejemom uspešne prostovoljne prevzemne ponudbe, ki so jo sprejeli imetniki vsaj 90 odstotkov delnic ciljne družbe z glasovalno pravico, na katere se je

⁵ Uradni list RS, št. 79/06, 67/07 – ZTFI, 1/08, 68/08, 35/11 – ORZPre75, 105/11 – odl. US, 10/12, 38/12, 56/13, 63/13 – ZS-K, 25/14 in 75/15.

ta ponudba nanašala, se uporabljajo določbe zakona, ki ureja gospodarske družbe, o izključitvi manjšinskih delničarjev iz družbe, če ni v drugem odstavku tega člena določeno drugače.

(2) Če skupščina ciljne družbe na predlog prevzemnika kot glavnega delničarja v treh mesecih po objavi izida prevzemne ponudbe iz prejšnjega odstavka sprejme sklep o prenosu delnic manjšinskih delničarjev na glavnega delničarja, mora prevzemnik kot denarno odpravnino namesto denarnega zneska, določenega po zakonu, ki ureja gospodarske družbe, ponuditi nadomestilo take vrste in v taki višini, kakor je bilo določeno v prevzemni ponudbi.“

II. Dejansko stanje, spor in vprašanja za predhodno odločanje

12. YO je manjšinski delničar slovenske družbe HRAM Holding, d. d. (v nadaljevanju: Hram Holding). Delnice te družbe kotirajo na slovenski borzi.

13. Družba SVEMA TRADE, d. o. o. (v nadaljevanju: Svema) je bila prvotno lastnica 19,77 % delnic družbe Hram Holding. Od prejšnjega večinskega delničarja je 30. septembra 2021 odkupila 67,56 % izdanih delnic, s čimer je postala imetnica 87,32 % delnic družbe Hram Holding.

14. Ker je družba Svema tako preseгла prag odstotka glasov, ki ji v skladu s slovenskim pravom zagotavlja nadzor nad družbo, je morala dati ponudbo za prevzem, kar je storila 27. oktobra 2021. Za to ji je bilo izdano dovoljenje slovenske Agencije za trg vrednostih papirjev.

15. Po uspešni ponudbi za prevzem je delež družbe Svema v kapitalu družbe Hram Holding znašal 90,51 %.

16. Skupščina družbe Hram Holding je v treh mesecih po uspehu ponudbe za prevzem na predlog družbe Svema sprejela sklep, da manjšinski delničarji svoje delnice proti plačilu denarne odpravnine v enakem znesku, kot je bila za vsako delnico določena v ponudbi za prevzem, prodajo družbi Svema.

17. YO je pri Okrožnem sodišču v Ljubljani (Slovenija) vložil predlog za določitev odpravnine, ki jo mora družba Svema plačati delničarjem družbe Hram Holding, ki morajo nanjo prenesti svoje vrednostne papirje.

18. YO v utemeljitev svojega predloga trdi, da je šlo pri prodaji delnic družbe Hram Holding družbi Svema za simuliran pravni posel, katerega osnovni namen je bil izključitev manjšinskih delničarjev s tem, da se jim naloži prodaja njihovih vrednostnih papirjev po ceni, ki ni pravična.

19. Družba Svema prereka, da je delovala usklajeno z nekdanjim večinskim delničarjem, in zanika, da je pri prodaji delnic ciljne družbe šlo za simulirani pravni posel. Dodaja, da se denarna odpravnina za preostale vrednostne papirje ne more sodno preizkušati ali določiti.

20. S sklepom z dne 27. januarja 2023 je bil za namene postopka imenovan skupni zastopnik manjšinskih delničarjev. Navedeni zastopnik se pridružuje navedbam YO in poleg tega zavrača trditve družbe Svema v zvezi z nemožnostjo izvedbe sodnega preizkusa in sodne določitve denarne odpravnine v okviru izključitve po obvezni ponudbi za prevzem.

21. Ker je za rešitev spora upošteven člen 68 ZPre-1, katerega razlaga mora biti v skladu z Direktivo 2004/25, želi predložitveno sodišče izvedeti, ali je domneva pravične cene iz člena 15(5), tretji pododstavek, Direktive 2004/25 izpodbojna ali neizpodbojna.

22. Predložitveno sodišče⁶ navaja, da ima odgovor na to vprašanje praktične posledice za rešitev spora, iz teh razlogov:

- „V kolikor se tretji pododstavek petega odstavka 15. člena Direktive [2004/25] razlaga na način, da je domneva pravične cene pri obvezni ponudbi izpodbojna v vsakem primeru, bo predložitveno sodišče [...], ob predpostavki, da bo zavzelo stališče, da je v konkretnem primeru šlo za obvezno prevzemno ponudbo, ob upoštevanju evropskoskladne razlage drugega odstavka 68. člena ZPre-1, sodno preverilo primernost višine pravičnega nadomestila v prevzemni ponudbi.
- V kolikor se razlaga na način, da je domneva pravične cene neizpodbojna, bo zahtevek za sodno varstvo manjšinskemu družbeniku zavrnilo. Če pa se razlaga na način, da je izpodbojna le v primeru specifičnih okoliščin, pa bo moralo prej presoditi ali so v konkretnem primeru zatrjevane in izkazane takšne okoliščine.“

23. V teh okoliščinah je Okrožno sodišče v Ljubljani Sodišču v predhodno odločanje predložilo ti vprašanji:

„Ali je treba določbo tretjega pododstavka petega odstavka 15. člena Direktive [2004/25] razlagati na način, da se domnevo, ki jo vsebuje navedena določba direktive, tolmači kot neizpodbojno oziroma kot izpodbojno?“

Če naj se navedena domneva pravičnega nadomestila tolmači kot izpodbojna, ali je ta izpodbojnost neomejena ali pa je morebiti omejena na specifične okoliščine?“

III. Postopek pred Sodiščem

24. Predlog za sprejetje predhodne odločbe je sodno tajništvo Sodišča prejelo 21. avgusta 2024.

25. Pisna stališča so predložile finska in italijanska vlada ter Evropska komisija.

26. Presojeno je bilo, da obravnava ni potrebna.

IV. Analiza

27. V skladu s členom 15(1) in (2) Direktive 2004/25 morajo države članice zagotoviti, da – potem ko je bila na vse imetnike vrednostnih papirjev ciljne družbe naslovljena ponudba za vse njihove vrednostne papirje – lahko ponudnik pod nekaterimi pogoji od vseh imetnikov preostalih vrednostnih papirjev zahteva, da mu jih prodajo za pravično ceno.

⁶ Predložitvena odločba, točka 5.

28. Direktiva 2004/25 torej predvideva uveljavljanje pravice do izključitve (v treh mesecih po zaključku obvezne ali prostovoljne ponudbe), kadar:⁷

- ima ponudnik določen odstotek kapitala, ki daje glasovalne pravice, poleg določenega odstotka glasovalnih pravic ciljne družbe⁸, ali
- ponudnik s sprejetjem ponudbe za prevzem pridobi vrednostne papirje, ki predstavljajo vsaj 90 % kapitala ciljne družbe z glasovalno pravico in 90 % glasovalnih pravic, na katere se nanaša ponudba.⁹

29. V obeh primerih mora ponudnik imetnikom vrednostnih papirjev, ki so predmet izključitve, plačati pravično ceno (nadomestilo).

30. Člen 15(5) Direktive 2004/25 v zvezi s to pravično ceno določa ureditev, ki se razlikuje glede na to, ali je bila ponudba za prevzem prostovoljna (drugi pododstavek) ali obvezna (tretji pododstavek).

31. Predložitveno sodišče prosi Sodišče za razlago člena 15(5), tretji pododstavek, Direktive 2004/25. Izvedeti želi, ali je domneva, ki se uporablja za nadomestilo pri izključitvi, ki sledi obvezni ponudbi za prevzem, „absolutna“ (neizpodbojna) ali „relativna“ (izpodbojna). Če bi bila izpodbojna, se sprašuje o posebnih okoliščinah, v katerih bi domneva veljala ali bi bila ovržena.

32. Teoretično bi bilo mogoče sporno določbo razlagati tako, da lahko vsaka država članica svobodno določi, ali bo domneva izpodbojna ali ne.¹⁰ Vendar se ne zdi, da bi člen 15(5), tretji pododstavek, Direktive 2004/25 državam puščal tako polje proste presoje. Kadar tako polje proste presoje obstaja v členu 15, ga je zakonodajalec sam navedel z uporabo drugačnega izraza (na primer v odstavkih 2, 3 in 5, prvi pododstavek).

A. Izpodbojnost ali neizpodbojnost domneve

33. Predložitveno sodišče svoje dvome utemeljuje z nejasnostjo besedila člena 15(5), tretji pododstavek, Direktive 2004/25. Dvoumnosti te določbe ni mogoče odpraviti s pomočjo pripravljalnega gradiva, pri čemer je ta dvoumnost potrjena z raznolikostjo mnenj v teoriji in sodnih odločb v zvezi s to določbo.¹¹

⁷ Člen 15(2) Direktive 2004/25 državam članicam omogoča, da določijo pravico do izključitve v enem ali drugem opisanem položaju. Ta možnost je omogočila, da se v nacionalnih pravnih redih, ki so tako pravico že urejali, ohrani *status quo* iz obdobja pred to direktivo.

⁸ Člen 15(2)(a) in člen 15(2), zadnji pododstavek, Direktive 2004/25. Če ima zadevna družba različne razrede vrednostnih papirjev, lahko države članice v skladu s členom 15(3) omejijo pravico do izključitve na razred, v katerem je bil dosežen prag, določen v skladu z navedenima odstavkoma.

⁹ Člen 15(2)(b) Direktive 2004/25. Pri tem je treba upoštevati tudi člen 15(3).

¹⁰ Ta razlaga bi lahko temeljila na dejstvu, da po neuspehu prejšnjih projektov harmonizacije področja ponudb za prevzeme na ravni Skupnosti Direktiva 2004/25 določa le minimalne smernice na tem področju v obliki skupnih načel in nekaterih splošnih zahtev, ki jih morajo države članice implementirati (glej uvodni izjavi 25 in 26). S tega vidika lahko države članice določijo dodatne pogoje poleg tistih iz Direktive 2004/25 (člen 3(2)), poleg tega pa so nekatere določbe te direktive zgolj izbirne (glej člen 12).

¹¹ Predložitvena odločba, točke od 11 do 13.

1. Jezikovna argumentacija in pripravljeno gradivo za Direktivo 2004/25

34. Strinjam se s predložitvenim sodiščem, da narave zadevne domneve ni mogoče ugotoviti glede na besedilo navedene določbe. Tudi pripravljeno gradivo za njeno zakonodajno sprejetje se mi ne zdi prepričljivo.

35. V členu 15(5), tretji pododstavek, Direktive 2004/25 ni izrecno navedeno, ali je domneva, ki jo določa, izpodbojna ali neizpodbojna.¹² V jezikovnih različicah besedila so uporabljene formulacije, ki imajo različne pomene:

- v nekaterih jezikovnih različicah uporabljeni glagol nakazuje, da je domneva izpodbojna: to velja na primer za francoščino („[est] presumée“), angleščino („[shall be] presumed“) ali portugalsščino („presume [-se]“);
- v drugih različicah pa iz uporabljenega glagola izhaja, da gre za neizpodbojno domnevo: to velja za nemški izraz „gilt“, španski „[se] considerará“ ali italijanski „[è da] considerare“.

36. Negotovost merila jezikovne razlage¹³ je še večja zaradi ugotovitve, da je v členu 15(5), drugi pododstavek, Direktive 2004/25 v nekaterih jezikovnih različicah uporabljen enak glagol ali perifraza kot v tretjem pododstavku¹⁴, medtem ko so v drugih jezikovnih različicah razlike, ki bi lahko nakazovale na uporabo različnih vrst domneve v vsakem pododstavku¹⁵.

37. Kar zadeva pripravljeno gradivo, je Komisija v zvezi s to točko sledila tako imenovanemu poročilu Winter.¹⁶ V skladu s tem poročilom je bila v predlog Komisije prevzeta domneva iz (takratnega) člena 14(3), tretji pododstavek, ki ji je bila priznana izpodbojnost, vendar le ob obstoju nekaterih okoliščin.¹⁷

¹² Primerjaj na primer s členom 9(1) Direktive 2014/104/EU Evropskega parlamenta in Sveta z dne 26. novembra 2014 o nekaterih pravilih, ki urejajo odškodninske tožbe po nacionalnem pravu za kršitve določb konkurenčnega prava držav članic in Evropske unije (UL 2014, L 349, str. 1).

¹³ Primerjava glagolskih oblik, uporabljenih v drugih določbah Direktive 2004/25, ki prav tako vsebujejo domneve (kot sta člen 2(2) ali člen 5(4) te direktive), v različnih jezikih potrjuje, da jezikovna razlaga ni koristna za odgovor na vprašani predložitvenega sodišča.

¹⁴ Na primer v nemščini („gilt“), češčini („považuje“), francoščini („est presumée“), angleščini („shall be presumed“) ali italijanščini („è da considerare“).

¹⁵ Na primer, v španščini „se presumirá“ v drugem pododstavku in „se considerará“ v tretjem pododstavku; v nizozemščini „geacht“ v drugem pododstavku in „aangenomen“ v tretjem pododstavku. Sodba z dne 16. februarja 2017, IOS Finance EFC (C-555/14, EU:C:2017:121, točka 28), v zvezi s členom 7(2) in (3) Direktive 2011/7/EU Evropskega parlamenta in Sveta z dne 16. februarja 2011 o boju proti zamudam pri plačilih v trgovinskih poslih (UL 2011, L 48, str. 1), razhajanju jezikovnih formulacij pripisuje posledice.

¹⁶ Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids z dne 10. januarja 2002 (v nadaljevanju: poročilo Winter). Poročilo je pripravila skupina visokih strokovnjakov za pravo družb, ki jo je ustanovila Komisija, da bi pripravila predloge v odgovor na ugovore, ki jih je leta 2001 vložil Evropski parlament proti sprejetju trinajste direktive o pravu družb glede ponudb za prevzem. V obrazloženem memorandumu predloga direktive Evropskega parlamenta in Sveta o ponudbah za prevzem (COM(2002) 534 final) (UL 2003, C 45E, str. 1) z dne 2. oktobra 2002 je pod naslovom „Splošne ugotovitve“ navedeno, da je Komisija „v celoti upoštevala priporočila“ skupine strokovnjakov, ki je pripravila poročilo. Dva odstavka naprej je navedeno, da „je predlog sledil priporočilom, ki jih je Komisija prejela v poročilu Winter, o [...] uvedbi pravice do izključitve („squeeze out“) (člen 14) in do obveznega odkupa („sell out“) (člen 15) po ponudbi za prevzem“.

¹⁷ Glej priporočilo III.3 poročila Winter ter strani 65 in 66 tega poročila. V poročilu niso podrobno navedeni pogoji, pod katerimi bi bilo mogoče domnevo ovreči.

38. Nasprotno pa glede na dokumente, objavljene v zvezi s pogajanjem, ki naj bi pripeljala do sprejetja Direktive 2004/25, ni gotovo, da bi bila v končnem besedilu potrjena izpodbojna domneva.¹⁸

39. Ker jezikovno merilo in pripravljeno gradivo za navedeno direktivo nista prepričljiva, je treba pravilo razlagati v njegovem kontekstu in ob upoštevanju njegovega cilja.¹⁹

2. Kontekst

40. Na splošno in kot sem že navedel, člen 15 Direktive 2004/25 določa, da lahko ponudnik, ki ima po ponudbi za prevzem določeno večino v kapitalu ciljne družbe, okrepi svoj nadzor nad to družbo, tako da zahteva izključitev preostalih imetnikov v zameno za *pravično ceno*.

41. Namen člena 15(5) Direktive 2004/25 je olajšanje določanja te cene in zagotavljanje njene pravičnosti. V ta namen sta v drugem in tretjem pododstavku uporabljeni dve domnevi, ki se uporabljata glede na to, ali je bila predhodna ponudba za prevzem prostovoljna ali obvezna.

42. Obe domnevi se ujemata v tem, da se za določitev pravične cene sklicujeta na nadomestilo, ki je bilo ponujeno v predhodni ponudbi za prevzem:

- V primeru prostovoljne ponudbe za prevzem „[...] se nadomestilo, ponujeno v ponudbi, šteje kot pravično, kadar ponudnik s prejemom ponudbe pridobi vrednostne papirje, ki predstavljajo vsaj 90 % kapitala z glasovalno pravico, ki ga zajema ponudba“.
- V primeru obvezne ponudbe se nadomestilo iz ponudbe brez nadaljnega števila za pravično.

43. Na začetku bi lahko sklepali, da imata domnevi, ki sta na istem mestu in imata isti namen, tudi enako naravo.²⁰ Če bi se v okviru uveljavljanja pravice do izključitve domneva, ki temelji na ceni iz prostovoljne ponudbe za prevzem, kot menim, štela za izpodbojno (dokazno breme je naloženo tistemu, ki izpodbija pravičnost ponujene cene),²¹ bi lahko enako veljalo tudi za domnevo v primeru obveznih ponudb za prevzem.

44. Priznavam pa, da je mogoče razlikam med domnevama glede na vrsto ponudbe za prevzem pripisati posledico, da obe domnevi ne bosta nujno enake narave.²²

¹⁸ Nekateri države članice so zahtevale, da se izrecno navede izpodbojnost domneve, z dodatkom, da lahko „sodišča ali pristojni nadzorni organ vsake države članice [...] po potrebi še naprej določijo drugačno ceno“: glej dokument Sveta št. 15187/02 z dne 3. decembra 2002, skupina za pravo družb (ponudbe za prevzem), ki odraža rezultate del z dne 20. novembra 2002. Zahtevi, ki jo je podprlo manj delegacij in je bila omejena na nadzorni organ, je bilo nato ugodeno za domnevo, ki se uporablja v primeru prostovoljne ponudbe: glej na primer opombo 45 v dokumentu Sveta št. 15089/03 z dne 21. novembra 2003, ki vsebuje prečiščeno različico kompromisnega predloga predsedstva o osnutku direktive.

¹⁹ Sodba z dne 30. aprila 2025, Celní jednatelství Zelinka (C-330/24, EU:C:2025:296, točka 19 in navedena sodna praksa).

²⁰ Besedilo člena v nekaterih jezikovnih različicah podpira to razlago, ker je v njem uporabljen enak glagol za obe: glej opombo 14 zgoraj.

²¹ Domneva, ki se uporablja za prostovoljno ponudbo za prevzem, temelji na ideji, da je bila cena na trgu dovolj visoka in konkurenčna, da je prepričala odstotek delničarjev, ki se zahteva s členom 15(5), drugi pododstavek, Direktive 2004/25. Vendar pa, če je ponudnik že imel delež, ki je zelo blizu temu pragu, zadostuje, da zelo malo delničarjev ponudi svoje vrednostne papirje, da ta ponudnik ta prag preseže. Menim, da zaupanje, ki ga je imel evropski zakonodajalec v sprejem cene s strani tistih, ki so vrednostne papirje prodali v okviru prostovoljne ponudbe za prevzem, upravičuje obrnitev dokaznega bremena v zvezi s pravičnostjo te cene ob izključitvi, vendar se mi to ne zdi zadostna pravna podlaga za neizpodbojno domnevo navedene pravičnosti.

²² V nekaterih jezikovnih različicah naj bi besedilo člena potrjevalo to mnenje, ker je za vsako domnevo uporabljen drug glagol: glej opombo 15 zgoraj.

45. S tega drugega vidika je pogoj preseganja določenega praga za sprejem (ki je naložen s členom 15(5), drugi pododstavek, Direktive 2004/25) mogoče pojasniti s tem, da za prostovoljne ponudbe za prevzem ceno prosto predlaga ponudnik. Nasprotno pa je v členu 5(4), prvi pododstavek, prvi stavek, Direktive 2004/25 navedeno, kako je to ceno treba določiti v obvezni ponudbi za prevzem.²³

46. Gre za neskladja, ki lahko povzročijo vsaj dvom o tem, ali sta domnevi iz člena 15(5) Direktive 2004/25 enaki, kar zadeva njuno izpodbojnost ali neizpodbojnost.

47. Prvi kontekstualni dejavnik, ki ga je mogoče uporabiti za razlago sporne določbe, torej ni odločilen.

48. S kontekstualnega vidika ima večji pomen člen 5 Direktive 2004/25, ki ureja zaščito manjšinskih delničarjev, obvezno ponudbo in pravično ceno. Odstavek 4 tega člena določa metodo za določitev *pravične cene* delnic, pridobljenih v okviru obvezne ponudbe za prevzem, tako da je skupna vsem državam članicam.²⁴ Tudi odstavek 1 člena 5 se nanaša na pravično ceno, po kateri mora biti dana ponudba, naslovljena na imetnike vrednostnih papirjev.

49. V skladu s členom 5(4) Direktive 2004/25 se „[z]a pravično ceno [...] šteje najvišja cena, ki jo ponudnik ali oseba, ki z njim deluje usklajeno, plača za iste vrednostne papirje v obdobju, ki ga določijo države članice in ki traja od 6 do 12 mesecev pred dano ponudbo iz odstavka 1“.²⁵

50. Člen 15 Direktive 2004/25, ki ureja izključitev, pa določa, da lahko ponudnik od imetnikov preostalih vrednostnih papirjev zahteva, da mu te vrednostne papirje prodajo po *pravični ceni* (odstavek 2), ki mora biti zagotovljena (odstavek 5, prvi stavek).

51. V nekaterih jezikovnih različicah člena 15(2) in (5) Direktive 2004/25 mora biti cena tudi *pravična*, v drugih pa se zahteva *poštena* cena.²⁶ Ne zdi se mi, da bi to razlikovanje imelo večji pomen: v vsaki od teh različic se vrednost delnic, ki se prodajo v okviru izključitve, določi glede na nadomestilo, plačano v ponudbi za prevzem, ki mora biti v obvezni ponudbi *pravično* (kot je opredeljeno v sami Direktivi 2004/25). Zato menim, da sta za namene člena 15(5), tretji pododstavek, izraza *poštena* in *pravična* sopomenki.

52. Zaradi notranje skladnosti je pojem „pravična“ iz Direktive 2004/25, ki se uporablja za ceno manjšinskih delnic družbe, na katere se nanaša obvezna ponudba za prevzem, enoten. Člen 15(5), tretji pododstavek, ne vsebuje opredelitve pravičnega nadomestila za preostale vrednostne papirje niti ne določa samostojne metode za njegovo določitev.

53. Na podlagi tega bi bilo mogoče trditi, da je domneva iz člena 15(5), tretji pododstavek, Direktive 2004/25 neizpodbojna: v fazi izključitve naj bi prevladalo nadomestilo, ki je bilo predhodno plačano za vsak vrednostni papir iz ponudbe za prevzem. Ta cena mora biti (naj bi bila) v skladu z zakonom tudi sama pravična.

²³ Za obvezne ponudbe za prevzem je ta metoda poleg tega edina, ki je dovoljena: sodba z dne 10. decembra 2020, Euromin Holdings (Cyprus) (C-735/19, EU:C:2020:1014; v nadaljevanju: sodba Euromin Holdings (Cyprus), točka 47).

²⁴ Glej uvodno izjavo 9 Direktive 2004/25. Ta skupna ureditev je dvojna: za vse države članice in vse imetnike vrednostnih papirjev – istega razreda – v ciljni družbi. Vključuje tudi enotnost pri določanju cen. Uporaba drugih metod je mogoča le v okviru pooblastila za *spremembo* cene, določene v skladu s skupnim merilom: sodba Euromin Holdings (Cyprus) (točka 48).

²⁵ Člen 5(4), prvi stavek, Direktive 2004/25. Pravična cena torej ne sovпада nujno s sedanjo tržno ceno delnic. Vsaka država članica natančneje določi točno trajanje referenčnega obdobja.

²⁶ Primeri prvih so nemško, češko, nizozemsko ali grško besedilo; primeri drugih so špansko, francosko, angleško, italijansko, poljsko ali portugalsko besedilo.

54. Vendar glede na člen 5 menim, da ta razlaga člena 15(5), tretji pododstavek, Direktive 2004/25 ni pravilna in da je domneva, določena v zadnjem navedenem členu, izpodbojna.

55. Člen 5 Direktive 2004/25 namreč vodi do tega, da je vrednost vrednostnega papirja, izračunana v skladu z objektivno metodo iz odstavka 4, prvi pododstavek, tega člena, najvišja cena, ki jo je ponudnik plačal za enake vrednostne papirje v danem obdobju. Vendar ni nujno, da ta cena sovпада s *pravično ceno* v primeru prodaje v okviru izključitve po obvezni ponudbi.

56. Prvič, ta cena ne bo (več) poštena, če ponudnik ali osebe, ki z njim delujejo usklajeno, po objavi ponudbe in pred rokom za sprejetje kupijo vrednostne papirje po ceni, ki je višja od cene iz ponudbe.²⁷

57. Poleg tega bi se lahko cena, izračunana po zgoraj opisani metodi (to je najvišja cena, ki jo je ponudnik plačal za vrednostne papirje družbe v danem obdobju pred pridobitvijo večine kapitala te družbe), v nekaterih okoliščinah izkazala za nepravilno.²⁸

58. Člen 5(4), drugi pododstavek, Direktive 2004/25 se nanaša na primere, v katerih „[...] je bila najvišja cena določena s sporazumom med prodajalcem in kupcem, [...] je bila tržna cena zadevnih vrednostnih papirjev predmet manipulacije, [...] so na tržne cene na splošno ali na določene tržne cene vplivale izredne razmere, ali za omogočanje rešitve družbe v težavah“.

59. Te ali druge situacije,²⁹ za katere so značilne nepravilnosti pri ponudbi za prevzem ali izkrivljanje delovanja trga,³⁰ upravičujejo, da lahko nadzorni organi, pooblaščen na podlagi nacionalne zakonodaje, znesek, za katerega se je *prima facie* domnevalo, da je pravičen, prilagodijo tako navzgor kot navzdol.³¹ Novo ovrednotenje bo „pravična cena“.

60. Po mojem mnenju iz zgoraj navedenega v zvezi z razmerjem med členoma 5 in 15 Direktive 2004/25 izhaja, da je treba domnevo iz člena 15(5), tretji pododstavek, Direktive 2004/25 opredeliti kot izpodbojno, kadar so podane okoliščine iz člena 5(4), drugi pododstavek, te direktive.

61. Če bi bila domneva iz člena 15(5), tretji pododstavek, Direktive 2004/25 neizpodbojna, bi nadomestilo, ki je bilo prvotno nepravilno v smislu same Direktive 2004/25, vendar ni bilo spremenjeno, pozneje, v fazi izključitve, postalo pravično. Neizpodbojna domneva bi tako povzročila, da bi bilo pravično tisto, kar dejansko ni bilo pravično.

62. Na podlagi kontekstualne razlage sporne določbe torej menim, da je domneva iz člena 15(5), tretji pododstavek, Direktive 2004/25 izpodbojna.

²⁷ Člen 5(4), prvi pododstavek, drugi stavek, Direktive 2004/25. Za namene ponudbe za prevzem postane pravična višja cena.

²⁸ Direktiva 2004/25 dopušča to možnost v členu 5(4), drugi pododstavek, s katerim državam članicam omogoča, da organe za nadzor konkurence pooblastijo, da sami prilagodijo ceno, določeno v skladu s skupno metodo za določitev. To pooblastilo je treba vedno izvajati v skladu z vodilnimi načeli iz člena 3(1) te direktive.

²⁹ Ta seznam ni izčrpen. Glej sodbi z dne 20. julija 2017, Marco Tronchetti Provera in drugi (C-206/16, EU:C:2017:572, točki 31 in 38), in Euromin Holdings (Cyprus), točka 45.

³⁰ Kot je generalna pravobranilka J. Kokott navedla v sklepnih predlogih v zadevi Euromin Holdings (Cyprus) (C-735/19, EU:C:2020:697, točka 47), je „[s]amo pri pravilno delujočem trgu [...] upravičena domneva, da je najvišja cena, ki jo plača ponudnik, pravična“. V točki 37 istih sklepnih predlogov je trdila: „Ta ureditev [(ureditev iz člena 5(4), prvi pododstavek, Direktive 2004/25)] po mojem mnenju temelji na premisleku, da pravilno delujoči kapitalski trg proizvede ceno delnice, ki niti ne podceni niti preceni podjetja in s tem odraža dejansko vrednost deleža v zadevnem podjetju. Evropski zakonodajalec pri tem za osnovo vzame zgled učinkovitega, preglednega in likvidnega trga.“

³¹ Države članice morajo jasno opredeliti primere, v katerih je posredovanje nadzornih organov mogoče, in merila, ki jih morajo ti organi uporabiti. Člen 5(4), drugi pododstavek, Direktive 2004/25.

3. Namen

63. Eden od ciljev Direktive 2004/25 je zaščita manjšinskih delničarjev družbe, na katero se nanaša ponudba za prevzem. Vendar ta glavni cilj³² ni edini.

64. Sodišče je v zvezi s tem razsodilo:

- „[N]amen pravila o določitvi pravične cene iz člena 5(4) Direktive 2004/25 [je] prav tako zavarovati ponudnika, ker omogoča določitev najvišje cene, ki jo bo moral plačati manjšinskim delničarjem v okviru ponudbe za prevzem“.³³
- „Poleg tega lahko pooblastilo za spreminjanje pravične cene, določeno v členu 5(4), drugi pododstavek, te direktive, varuje interese ponudnika, saj ta določba predvideva hipotezo, da se lahko v nekaterih okoliščinah, ki jih določijo države članice, ta pravična cena spremeni navzdol.“³⁴

65. Ureditev iz Direktive 2004/25 poleg tega temelji na splošnem interesu, ki presega varstvo ponudnika in manjšinskih delničarjev.³⁵

66. Namen člena 15 Direktive 2004/25 je najti ravnovesje med temi cilji. Upošteva interes ponudnika, ob tem pa podpira interes delničarjev, ki morajo prodati svoje vrednostne papirje.

67. Prvotni ponudnik ima, ko postane večinski delničar, možnost znižati stroške in tveganja, povezana z ohranitvijo manjšinskih delničarjev v družbi.³⁶ Pravico zadnjenavedene prisiliti k prodaji njihovih vrednostnih papirjev, ko je dosežen določen prag deleža v družbi, je mogoče šteti za protitež pravilu obvezne ponudbe za prevzem, ki ga hkrati dopolnjuje.

68. V tem okviru člen 15(5) Direktive 2004/25 povezuje ureditev za delničarje, ki se pozitivno odzovejo na obvezno ponudbo, in ureditev za delničarje, ki se niso strinjali z odsvojitvijo svojih vrednostnih papirjev v okviru te ponudbe in jih morajo prodati, če ponudnik pridobi določeno večino kapitala z glasovalno pravico.

69. Povezava, na katero se sklicujem, se na eni strani kaže v obliki nadomestila za izključitev (če ni plačano v gotovini,³⁷ mora biti v enaki obliki kot nadomestilo iz ponudbe)³⁸ in na drugi strani v njegovem izračunu, ker se cena³⁹, plačana za vrednostne papirje v okviru obvezne ponudbe, šteje za *pravično* za preostale vrednostne papirje.⁴⁰

³² Sodba Euromin Holdings (Cyprus), točka 86.

³³ Sodba Euromin Holdings (Cyprus), točka 88.

³⁴ Sodba Euromin Holdings (Cyprus), točka 89.

³⁵ V poročilu Winter, str. 61, je bilo to izraženo tako: „There is indeed a general and public interest in having companies efficiently managed on the one hand, and securities markets sufficiently liquid on the other hand.“

³⁶ Poročilo Winter, str. 60 in 61, se je sklicevalo na stroške, ki izhajajo iz nezmožnosti večinskega delničarja, da prevzeto podjetje v celoti vključi v svojo skupino v smislu dejavnosti, uporabe sredstev, organizacije in financ. Drugi stroški naj bi bili neposredni ter povezani s potrebo po ohranitvi infrastrukture za organizacijo skupščin delničarjev z udeležbo manjšinskih delničarjev (obvestila, prostori, informacije itd.) in z drugimi pravicami, ki jih ti lahko uveljavljajo (zahteve za informacije, pravica do vložitve tožbe zoper podjetje in njegovo vodstvo itd.). Nazadnje je bilo v njem poudarjeno tveganje, da bi manjšinski delničarji zlorabili svoje pravice ali grozili, da bodo to storili, samo zato, da bi ovirali razvoj dejavnosti podjetja in večinskega delničarja prisilili k popuščanju.

³⁷ Države članice lahko vsekakor naložijo obveznost, da se kot alternativa ponudi gotovina: glej člen 5(5), četrty pododstavek, in člen 15(5), prvi pododstavek, Direktive 2004/25.

³⁸ Člen 15(5), prvi pododstavek, Direktive 2004/25.

³⁹ Cena, ki je načeloma pravična. Vendar glej točke od 55 do 59 teh sklepnih predlogov.

⁴⁰ Člen 15(5), tretji pododstavek, Direktive 2004/25.

70. Cilj je torej:

- zagotavljanje podobnega varstva imetnikom vrednostnih papirjev, ki so se odločili, da teh v okviru obvezne ponudbe za prevzem ne bodo prodali, kot so ga deležni tisti imetniki, ki so svoje vrednostne papirje prodali, in jih izenačiti glede finančnega nadomestila;⁴¹
- preprečitev morebitnega oportunističnega ravnanja delničarjev ciljne družbe, ki pričakujejo, da bo ponudnik za delnice, ki so preostale po ponudbi za prevzem, pripravljen plačati višjo ceno, in se zato lahko nagibajo k čakanju na ta trenutek.⁴²

71. Namen Direktive 2004/25 je torej s tem, da v členu 15(5), tretji pododstavek, določa sporno domnevo, olajšati objektivno določitev cene, ki pripada imetnikom preostalih vrednostnih papirjev. Ta direktiva ne le, da odpravlja potrebo po tem, da se ta cena določi posamično za vsakega manjšinskega delničarja, ampak tudi zmanjšuje (čeprav po mojem mnenju ne odpravlja) tveganje tožb glede zneska.⁴³

72. Na podlagi teh premis menim, da je razlaga člena 15(5), tretji pododstavek, Direktive 2004/25, ki najbolj upošteva cilje tega člena, tista, ki sporni domnevi pripisuje izpodbojnost, vendar hkrati izključuje možnost, da bi jo bilo mogoče izpodbijati v vseh okoliščinah.

73. Domneve namreč nikakor ni mogoče opredeliti kot neizpodbojne, saj bi to pomenilo, da bi bila cena, določena za namene ponudbe za prevzem, v fazi izključitve neizogibno pravična zgolj zato, ker je bila plačana v tej ponudbi za prevzem, čeprav bi se dokazalo, da je bil njen izračun napačen zaradi neobičajnih okoliščin iz člena 5(4) Direktive 2004/25.

74. Plačilo cene, ki jo je sprejela večina delničarjev, sicer kaže na to, da je bilo načeloma in po logiki trga, na katerem se izvajajo ponudbe za prevzem, nadomestilo pravično v smislu Direktive 2004/25. Kot pa je bilo navedeno zgoraj, Direktiva 2004/25 (člen 5(4)) dopušča, da v nekaterih primerih cena, določena na podlagi skupne metode za določitev, morda ni pravična.

75. V okoliščinah iz člena 5(4), prvi pododstavek, *in fine*, Direktive 2004/25 ali v primeru, da so podane okoliščine iz drugega pododstavka in cena ni bila prilagojena, se lahko vrednost, ki izhaja iz uporabe te metode, šteje za nepravično.

76. Povedano drugače, člen 15(2) in (5), prvi pododstavek, Direktive 2004/25 bo s tem, da v fazo izključitve uvaja metodo določitve nadomestila za ponudbo, ki je veljala za predhodno ponudbo za prevzem, izpolnil svojo funkcijo zaščite imetnikov preostalih vrednostnih papirjev le, če ne bo okoliščin, ki bi upravičevale ovrženje domneve iz člena 5(4) te direktive.

⁴¹ V tej fazi, po ponudbi za prevzem, se uporablja tudi načelo enakovredne obravnave delničarjev istega razreda, za katero člen 3(1)(a) zahteva, da se spoštuje pri uporabi celotne Direktive 2004/25. Zato se v tej fazi sledi tudi ekonomski logiki ponudbe za prevzem, in sicer razdelitvi kontrolne premije med vse delničarje.

⁴² S čimer ogrožajo samo ponudbo za prevzem, za uspeh katere so vendarle zainteresirani. S tako določitvijo cene se je mogoče tudi izogniti tako imenovanemu „lemon’s problem“, povezanemu z asimetrijo informacij, do katere bi prišlo zlasti, če bi bila cena določena glede na trenutno tržno vrednost delnic.

⁴³ Posredovanje sodišč se običajno ne ujema s časovnim razporedom ponudb za prevzem: ogroža potek ponudbe in ustvarja negotovost glede njenega izida. Zaskrbljenost nekaterih držav članic zaradi predvidljivega povečanja števila sporov, zlasti v zvezi s ceno iz ponudbe, je bila izražena (poleg tega, da je v členu 5(4), prvi pododstavek, Direktive 2004/25 predpisana enotna metoda določanja cen obvezne ponudbe za prevzem) v členu 4(6) Direktive 2004/25. Pravica iz člena 15 se uveljavlja po koncu ponudbe za prevzem. Vendar je to zaskrbljenost mogoče prenesti na to poznejšo fazo, in sicer zaradi njene kratkosti in dejstva, da ponudniku služi za dokončanje transakcije, ki je bila začeta s ponudbo za prevzem.

77. Iz tega izhaja, da mora biti domneva iz člena 15(5), tretji pododstavek, Direktive 2004/25 izpodbojna. V nasprotnem primeru delničarji, ki so se upravičeno odločili, da svojih vrednostnih papirjev v okviru ponudbe za prevzem ne bodo prodali, v zameno zanje morda ne bi dobili pravične cene, kot je opredeljena v Direktivi 2004/25.

78. Možnost izpodbijanja domneve pa ne sme biti tako ohlapna, da bi se tej domnevi nazadnje odvzela uporabnost in da bi (posredno) ponovno nastal problem oportunističnega ravnanja manjšinskih delničarjev.⁴⁴

B. Pogoji za izpodbitje domneve

79. Člen 15(5), tretji pododstavek, Direktive 2004/25 predpostavlja, da je cena, ponujena v okviru obvezne ponudbe za prevzem, *pravična* tudi v okviru izključitve, ker izhaja iz tega, da je bila ta cena *pravična* v navedeni ponudbi za prevzem.

80. Iz korelacije med tema cenama je mogoče sklepati, da v fazi izključitve praviloma ne bo treba razpravljati o ceni delnic iz uspešne ponudbe za prevzem.

81. Če je bila transakcija v skladu s tržnimi zahtevami, je bila načeloma razprava v zvezi s tem rešena s samo izvedbo ponudbe za prevzem, in sicer z uporabo cene, ki so jo sprejeli večinski delničarji. Domneve iz člena 15(5), tretji pododstavek, Direktive 2004/25 torej ni mogoče izpodbiti, kadar je bila razprava o ceni že rešena v okviru ponudbe za prevzem v *običajnih* okoliščinah.

82. Povezava med ceno iz obvezne ponudbe za prevzem in ceno preostalih vrednostnih papirjev, ki so predmet izključitve, v Direktivi 2004/25 vodi do tega, da so položaji, v katerih je drugo ceno mogoče izpodbijati, isti položaji kot tisti, v katerih bi bilo prvo ceno mogoče šteti za nepravilno.

83. Tovrstne položaje Direktiva 2004/25 določa v členu 5(4), drugi pododstavek, dodajo pa se jim lahko drugi podobni položaji,⁴⁵ ki niso bili ocenjeni med tekom ponudbe za prevzem.

84. V državah članicah, v katerih je nadzorni organ pristojen za prilagoditev cene ponudbe,⁴⁶ bo učinkovitost (izpodbojne) domneve izginila, če ta organ po svoji analizi navedene cene ne bo štel za pravično. V takem primeru bo odločba regulativnega organa prevladala takoj, ko bo postala pravnomočna.

85. Sodišče je imelo priložnost odločiti o členu 5(4), drugi pododstavek, Direktive 2004/25.⁴⁷ Njegove navedbe, prenesene na člen 15(5), tretji pododstavek, pomenijo:

– Države članice imajo določeno polje proste presoje, da opredelijo okoliščine, v katerih je mogoče izpodbijati domnevo o pravičnosti cene in jo po potrebi prilagoditi.

⁴⁴ Poleg tega opozarjam, da razlaga člena 15 Direktive 2004/25 velja tudi za člen 16 te direktive (pravica imetnikov vrednostnih papirjev, ki niso sprejeli ponudbe, da od ponudnika zahtevajo odkup teh vrednostnih papirjev po pravični ceni). Težnja k oportunističnim ravnanjem je glede na obveznost odkupa, naloženo večinskemu delničarju, verjetnejša v okviru tega člena.

⁴⁵ Šlo bo torej za položaje, v katerih najvišja cena, ki jo je ponudnik plačal v ponudbi za prevzem, ne ustreza ceni, ki bi bila določena na pravilno delujočem kapitalskem trgu.

⁴⁶ Navedel sem, da je dodelitev te pristojnosti fakultativna. Države članice so se lahko odločile za drug mehanizem za zagotavljanje pravičnosti cen v okviru ponudbe za prevzem, lahko pa so vprašanje prepustile sodiščem.

⁴⁷ Sodbi z dne 20. julija 2017, Marco Tronchetti Provera in drugi (C-206/16, EU:C:2017:572, točke 32, 33 in od 37 do 46), in Euromin Holdings (Cyprus), točke od 51 do 53. Na podlagi te sodne prakse glej sklep z dne 24. oktobra 2017, Hitachi Rail Italy Investments in Finmeccanica (C-655/16 in C-656/16, EU:C:2017:811).

- Te okoliščine morajo biti jasno opredeljene, kar ne nasprotuje temu, da se v ta namen uporabijo nedoločni pravni pojmi. Ni nujno, da zakonodajalec *ex ante* natančno opredeli vse primere, ki spadajo pod te pojme, če je mogoče njihovo razlago z razlagalnimi metodami, priznanimi v nacionalnem pravu, dovolj jasno, natančno in predvidljivo izpeljati iz nacionalne ureditve, ki se uporablja.
- Ceno je treba prilagoditi v skladu z vodilnimi načeli iz člena 3(1) Direktive 2004/25.

C. Izključitev in lastninska pravica

86. Komisija se pri zatrjevanju, da je domneva iz člena 15(5), tretji pododstavek, Direktive 2004/25 izpodbojna, sklicuje na člen 17 Listine Evropske unije o temeljnih pravicah (v nadaljevanju: Listina).

87. Po njenem mnenju izključitev manjšinskih delničarjev pomeni „značilno ošibitev“ lastninske pravice, zagotovljene s členom 17 Listine,⁴⁸ tako da bi bilo mogoče domnevo o ceni izpodbiti, če odškodninsko jamstvo ne bi bilo spoštovano.

88. Razumem privlačnost te trditve. Ker pa se z njo sprejema razlogovanje, ki je neločljivo povezano z razlastitvijo, da bi bilo to preneseno na področje imetništva delnic družbe, ki kotira na borzi in je predmet ponudbe za prevzem, se nagibam k previdnosti glede nje.

89. Brez podrobnejše analize, ki je predložitveno sodišče ni zahtevalo, nisem prepričan o tem, ali je pravilno, da se na člen 15 Direktive 2004/25 brez nadaljnega prenese razlogovanje, značilno za obvezno razlastitev, niti o tem, kakšen bi bil rezultat te ekstrapolacije. Združljivost lastninske pravice in pravice do izključitve so potrdila ustavna in vrhovna sodišča nekaterih držav članic z argumenti, ki se ne ujemajo nujno.⁴⁹

90. Razmišljanja, navedena v nadaljevanju, so namenjena za primer, če bi se Sodišče vseeno odločilo preučiti predlog Komisije.

91. Sodišče je navedlo, da se člen 17(1) Listine uporablja za lastništvo delnic družbe, s katerimi se trguje na kapitalskem trgu.⁵⁰ Razsodilo je tudi, da lastninska pravica ni absolutna pravica: njeno izvajanje je mogoče omejiti⁵¹ pod pogoji, določenimi v členih 17(1) in 52(1) Listine.⁵²

⁴⁸ Točka 29 in naslednje pisnega stališča Komisije. Komisija v točki 38 tega stališča trdi, da sporna domneva ne more posegati v jamstvo pravične odškodnine iz člena 17(1), drugi stavek, Listine.

⁴⁹ Sodbe nemškega zveznega ustavnega sodišča z dne 7. avgusta 1962, Feldmühle Fall (1 BvL 16/60); z dne 23. avgusta 2000, Moto-Meter (1 BvR 68/95 – 1 BvR 147/97, ECLI:DE:BVerfG:2000:rk20000823.1bvr006895), in z dne 30. maja 2007 (1 BvR 390/04, ECLI:DE:BVerfG:2007:rk20070530.1bvr039004); sodba portugalskega ustavnega sodišča z dne 26. novembra 2002, št. 491/02; sodba ustavnega sodišča Češke republike z dne 27. marca 2007, Pl. ÚS 56/05; sodba Ustavnega sodišča Republike Slovenije z dne 1. februarja 2024, Up-558/20-25, in sodba francoskega kasacijskega sodišča z dne 29. aprila 1997, 95-15.220.

⁵⁰ Sodba z dne 5. maja 2022, BPC Lux 2 in drugi (C-83/20, EU:C:2022:346, točke od 39 do 41), v kateri so navedene sodbe Evropskega sodišča za človekove pravice (v nadaljevanju: ESČP) z dne 20. septembra 2011, Shesti Mai Engineering OOD in drugi proti Bolgariji (CE:ECHR:2011:0920JUD001785404, točka 77); z dne 21. julija 2016, Mamatas in drugi proti Grčiji (CE:ECHR:2016:0721JUD006306614, točka 90), in z dne 19. novembra 2020, Project-trade d.o.o. proti Hrvaški (CE:ECHR:2020:1119JUD000192014, točka 75). Glej tudi sodbi Sodišča z dne 1. avgusta 2022, HOLD Alapkezelő (C-352/20, EU:C:2022:606, točki 72 in 73), in z dne 5. septembra 2024, Novo Banco in drugi (od C-498/22 do C-500/22, EU:C:2024:686, točka 109).

⁵¹ Sodišče je razsodilo, da se člen 17(1), drugi stavek, Listine s tem, da določa, da se „[l]astnina nikomur ne sme odvzeti“, ne sklicuje izključno na odvzem lastnine, namen katerega je prenos te lastnine na javne organe: sodba z dne 21. maja 2019, Komisija/Madžarska (Užitek na kmetijskih zemljiščih) (C-235/17, EU:C:2019:432, točka 84).

⁵² Sodbi z dne 1. avgusta 2022, HOLD Alapkezelő (C-352/20, EU:C:2022:606, točki 70 in 71), in z dne 5. septembra 2024, Novo Banco in drugi (od C-498/22 do C-500/22, EU:C:2024:686, točka 108).

92. Za združljivost lastninske pravice in izključitve manjšinskih delničarjev je torej treba izpolniti te pogoje. Med temi pogoji je tudi plačilo pravične odškodnine v zameno za izgubo pravice.

93. Vrednost delnic, ki kotirajo na borzi, pa določi trg sam, kar pomeni, da ni odvisna od ocene vsakega posameznega delničarja. Poleg tega tisti, ki pridobi lastništvo delnic, ki kotirajo na borzi, že na začetku ve (ali mora vedeti), da pravna ureditev teh vrednostnih papirjev vključuje zakonsko podprto možnost, da se mu naloži obveznost njihove prodaje, če družba ponudnica poda uspešno ponudbo za prevzem. Lastništvo takih delnic ima torej konotacije, ki te delnice razlikujejo od drugega premoženja, ki bi lahko bilo predmet *klasične* prisilne razlastitve.

94. Če sprejmemo premiso, da se izključitev približuje pojmu razlastitve, je treba navesti, da je ESČP na podlagi člena 1 Protokola št. 1 k Evropski konvenciji o varstvu človekovih pravic in temeljnih svoboščin (EKČP) določene sisteme za izračun odškodnine v primeru razlastitve zavrnilo kot splošne in neprilagodljive.⁵³ Menim, da bi za domnevo, ki se uporablja za skupino oseb (manjšinski delničarji), ki bi bila neizpodbojna v vseh okoliščinah, lahko veljal enak ugovor.

95. ESČP v zvezi s členom 1 Protokola št. 1 k EKČP šteje za pravično nadomestilo, ki ustreza dejanski tržni vrednosti razlaščenega premoženja. Nižje nadomestilo se le izjemoma šteje za pravično.⁵⁴

96. Iz razlogov, ki sem jih navedel v prejšnjih točkah, cena delnic, izračunana v skladu s členom 5(4) Direktive 2004/25, običajno ustreza tržni vrednosti, tako da to velja tudi za nadomestilo, prejeta v skladu s členom 15(5), tretji pododstavek, te direktive.

97. V sami Direktivi 2004/25 pa je priznано, da taka cena v nekaterih izjemnih okoliščinah ni sprejemljiva. Če je to tako zato, ker je njen znesek nižji od *pravične cene*, z vidika lastninske pravice ne bo sprejemljiva niti kot nadomestilo za delnice, katerih imetniki so predmet izključitve. To pomeni potrditev izpodbojnosti domneve iz člena 15(5), tretji pododstavek, Direktive 2004/25.

V. Predlog

98. Glede na navedeno predlagam, naj se Okrožnemu sodišču v Ljubljani (Slovenija) odgovori:

Člen 15(5), tretji pododstavek, Direktive Evropskega parlamenta in Sveta 2004/25/ES z dne 21. aprila 2004 o ponudbah za prevzem

je treba razlagati tako, da

je domneva pravičnosti cene, ponujene kot nadomestilo manjšinskim delničarjem za njihovo izključitev, izpodbojna v enakih okoliščinah in pod enakimi pogoji, kot so tisti, v skladu s katerimi bi se na podlagi člena 5(4), drugi pododstavek, Direktive 2004/25 cena, ponujena v predhodni ponudbi za prevzem, lahko štela za nepravilno za namene te ponudbe, če ta cena takrat ni bila prilagojena.

⁵³ Sodba ESČP z dne 15. novembra 1996, Katikaridis in drugi proti Grčiji (CE:ECHR:1996:1115JUD001938592).

⁵⁴ Sodba ESČP z dne 29. marca 2006, Scordino proti Italiji (CE:ECHR:2006:0329JUD003681397).