

Sodišče: Vrhovno sodišče

Oddelek: Gospodarski oddelek

ECLI: ECLI:SI:VSRS:2023:III.IPS.4.2022

Evidenčna številka: VS00067773

Datum odločbe: 13.06.2023

Opravična številka II.stopnje: VSL Sklep I Cpg 4/2021

Senat: Franc Seljak (preds.), dr. Dunja Jadek Pensa (poroč.), dr. Miodrag Đorđević, dr. Damjan Orož, Magda Teppey

Področje: PRAVO DRUŽB - PRAVO EVROPSKE UNIJE - PREVZEMI - TRG VREDNOSTNIH PAPIRJEV - USTAVNO PRAVO

Institut: izključitev manjšinskih delničarjev - obvezna prevzemna ponudba - borza vrednostnih papirjev - domneva pravičnega nadomestila - izpodbojnost zakonske domneve - tržni test - squeeze out - primerna denarna odpravnina - načelo lojalnega sodelovanja - zavrnitev revizije

Zveza: Direktiva Evropskega parlamenta in Sveta 2004/25/ES z dne 21. aprila 2004 o ponudbah za prevzem člen 3, 3-1, 5, 5-4, 15, 15-5. ZPre-1 člen 4, 4/2, 17, 17/1, 17/2, 17/3, 68, 68/1, 68/2. ZGD-1 člen 388, 388/2

Jedro

Cena za odkup vrednostnih papirjev v prevzemni ponudbi ne temelji na ekonomskem ali računovodskem vrednotenju ciljne družbe (oziroma njenega premoženja), ampak na mehanizmu ponudbe in povpraševanja z delnicami ciljne družbe v prej opredeljenem določenem časovnem okvirju.

Pravična cena v prevzemni ponudbi je tako odsev transakcij z delnicami ciljne družbe v zadnjem letu pred objavo prevzemne ponudbe, na končno ceno pa lahko vplivajo tudi pomožni varovalni mehanizmi (poročilo o primernosti cene v prospektu, možnost konkurenčne ponudbe ipd.).

ZPre-1 pri določitvi pravične cene v prevzemni ponudbi temelji na konceptu ponudbe in povpraševanja z delnicami ciljne družbe. Tako izoblikovana prevzemna cena velja kot domneva primerne nadomestila za izključitev manjšinskih delničarjev v poprevzemnem obdobju po drugem odstavku 68. člena ZPre-1, saj je bila predmet dvakratnega preizkusa na podlagi transakcij z delnicami prevzemne družbe na podlagi daljšega časovnega obdobja (t. i. tržni test).

Kljub temu ni mogoče povsem izključiti, da je na tak način opredeljena odpravnina v določenih primerih izkrivljena in ne odraža "prave" cene, tj. cene, ki bi se izoblikovala na podlagi svobodne ponudbe in povpraševanja z delnicami ciljne družbe. Do takšne situacije bi na primer lahko prišlo zaradi povezave prevzemnika z akceptanti, tržnih manipulacij z delnicami ciljne družbe in drugih poslovnih praks z delnicami

v nasprotju s predpisi o zlorabi trga ali zaradi vpliva zunanjih izjemnih dejavnikov na ceno delnic. Vseh okoliščin, v katerih bi bilo mogoče dvomiti v primernost odpravnine v posameznem primeru, opredeljene na navedeni način, ni mogoče vnaprej izčrpno opredeliti.

Izrek

Revizija se zavrne.

Obrazložitev

Dosedanji potek postopka

1. Sodišče prve stopnje je zavrnilo predlog predlagateljev za sodni preizkus in določitev primerne denarne odpravnine, ponujene v postopku izključitve manjšinskih delničarjev družbe Banka A., D. D. ... (v nadaljevanju ciljna družba), ter odločilo, da vsak udeleženec nosi svoje stroške postopka.

2. Sodišče druge stopnje je pritožbo predlagateljev zavrnilo in potrdilo izpodbijani sklep ter odločilo, da pritožniki sami nosijo svoje stroške pritožbenega postopka.

3. Vrhovno sodišče je na predlog 1., 3., 8., 9., 12., 13., 16.-21., 23.-27., 29., 31. in 35.-41. predlagatelja (v nadaljevanju predlagatelj) s sklepom III DoR 160/2021 z dne 16. 11. 2021 dopustilo revizijo glede vprašanja, *ali je domneva pravičnega nadomestila iz drugega odstavka 68. člena Zakona o prevzemih (ZPre-1) izpodbojna.*

4. Predlagatelj je v zakonskem roku vložil revizijo, v kateri je uveljavljal *"bistvene kršitve določb pravnega postopka pred sodiščem druge stopnje, predvsem pa zmotno uporabo materialnega prava"*. Vrhovnemu sodišču je predlagal, da reviziji ugodi in sklep sodišča druge stopnje spremeni tako, da pritožbi ugodi (in odloči, da so izpolnjeni pogoji za sodni preizkus in določitev primerne denarne odpravnine, ponujene v postopku izključitve manjšinskih delničarjev ciljne družbe).

5. Na revizijo je odgovoril nasprotni udeleženec in predlagal zavrnitev revizije.

Relevantno dejansko stanje

6. Odločilne dejanske ugotovitve sodišč prve in druge stopnje, na katere je Vrhovno sodišče vezano (tretji odstavek 370. člena Zakona o pravnem postopku – ZPP), so:

- Pred objavo obvezne prevzemne ponudbe je imel nasprotni udeleženec kot prevzemnik (v nadaljevanju prevzemnik) delnice, ki so predstavljale 77,67 % vseh delnic ciljne družbe.

- Agencija za trg vrednostnih papirjev (ATVP) je 6. 2. 2019 podala soglasje k prevzemni ponudbi.

- Prevzemna ponudba, v kateri je bila ponujena cena za delnico 298,00 EUR, je bila objavljena 13. 2. 2019. Sprejeli so jo akceptanti, ki so bili imetniki 48.230 delnic ciljne družbe, kar je predstavljalo 12,43

% vseh delnic ciljne družbe oziroma 55,68 % delnic, na katere se je nanašala prevzemna ponudba.

- Prevzemnik je po tem postal imetnik delnic ciljne družbe, ki so predstavljale 90,11 % vseh delnic ciljne družbe.

- ATPV je z odločbo ugotovila, da je bila prevzemna ponudba uspešna.

- Na skupščini ciljne družbe 29. 4. 2019, ki je potekala manj kot tri mesece po objavi obvestila o izidu prevzemne ponudbe, je bil sprejet sklep o prenosu delnic preostalih delničarjev ciljne družbe na glavnega delničarja za plačilo odpravnine enake vrste in v enaki višini, kot je bila ponujena v prevzemni ponudbi.

- Prevzemnik je bila na podlagi omenjenega sklepa skupščine v sodni register kot edini delničar vpisan 3. 6. 2019.

- Delnice ciljne družbe niso kotirale na borzi. Njihova prodaja je potekala preko neposrednih dogovorov in v okviru trgovanja SI-ENTER. V času od 11. 5. 2018 do 28. 1. 2019 je nasprotni udeleženec sklenil več prodajnih pogodb, na podlagi katerih je pridobil 43.469 delnic ciljne družbe, v obdobju od 8. 5. 2018 do 28. 1. 2019 pa je prek sistema SI-ENTER, ki deluje v okviru Ljubljanske borze d. d., kupil 1.427 delnic ciljne družbe. V obdobju od 8. 5. 2019 do 28. 1. 2019 je bilo skupaj sklenjenih 38 poslov nakupa delnic ciljne družbe po cenah od 250,00 do 298,00 EUR.

Razlogi sodišč prve in druge stopnje

7. Sodišče prve stopnje je zavzelo stališče, da domneva iz drugega odstavka 68. člena ZPre-1 načeloma ni izpodbojna in ponujena denarna odpravnina že na podlagi zakona velja za primerno, razen kadar za odstop od tega obstajajo utemeljeni razlogi. Odmik od neizpodbojnosti domneve je mogoč v situacijah, ko bi prevzemnik 90 % prag dosegel s prevaro, prisilo, zavajajočimi informacijami, zlorabo notranjih informacij, nedovoljenim dogovarjanjem in podobnimi ravnanji, zaradi katerih bi bile porušene zakonitosti trga oziroma ponudbe in povpraševanja. Ker predlagatelj ni podal konkretnih navedb o takšnih ravnanjih prevzemnika, temveč povsem hipotetične primere, ki niso povezani s konkretnim prevzemom, ponovnega preizkusa primernosti denarne odpravnine ni opravilo.

8. Sodišče druge stopnje je v bistvenem pritrdilo razlogom sodišča prve stopnje. Domneva primernosti odpravnine v postopkih iztisnitve manjšinskih delničarjev, ki sledijo prevzemu družbe s strani glavnega delničarja, načeloma ni izpodbojna. Izpodbijanje domneve je dopustno v okoliščinah, ki kažejo, da prevzemni postopek ni bil izpeljan zakonito (prevzemnikove zlorabe oziroma kršitve pravil o trgu finančnih instrumentov, ki lahko vplivajo na ceno delnice oziroma odločitev o sprejemu ponudbe in podobno). Ker predlagatelj v postopku ni podal konkretnih trditev o tovrstnih nepravilnostih v konkretnem postopku prevzema, je njegov predlog za določitev primernosti denarne odpravnine tudi po presoji pritožbenega sodišča neutemeljen.

Obseg revizijskega preizkusa

9. Po določbi 371. člena ZPP revizijsko sodišče preizkusi izpodbijano sodbo samo v tistem delu in glede tistih konkretnih pravnih vprašanj, glede katerih je bila revizija dopuščena.

Presoja revizije

10. Revizija ni utemeljena.

11. Izključitev manjšinskih delničarjev je urejena v 68. členu ZPre-1. V prvem odstavku tega člena je določeno, da 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 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.

12. Drugi odstavek 68. člena ZPre-1 se glasi: *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. V navedeni določbi je urejeno nadomestilo izključenim manjšinskim delničarjem v primeru njihove izključitve iz delniške družbe v treh mesecih od objave izida prevzemne ponudbe (v nadaljevanju poprevzemno obdobje).*

13. V obravnavanem primeru je bila dana *obvezna* prevzemna ponudba v smislu prvega odstavka 68. člena ZPre-1. Zato Vrhovno sodišče obravnava le ta zakonski dejanski stan v povezavi z dopuščenim revizijskim vprašanjem, ki zahteva odgovor, ali imajo v povprevzemnem obdobju iz delniške družbe izključeni manjšinski delničarji možnost izpodbijati primernost nadomestila iz drugega odstavka 68. člena ZPre-1.

14. Besedilo drugega odstavka 68. člena ZPre-1 samo zase ne omogoča sklepanja o domnevi glede primernosti ponujenega nadomestila, enakega tistemu iz prevzemne ponudbe. Vendar upoštevati je treba, da je z drugim odstavkom 68. člena ZPre-1 (v zvezi z 2. členom ZPre-1) v slovenski pravni red prenesena 5. točka 15. člena Direktive Evropskega parlamenta in Sveta 2004/25/ES z dne 21. aprila 2004 o ponudbah za prevzem (v nadaljevanju Direktiva 2004/25), kjer je v relevantnem delu določeno, da se "po obvezni ponudbi nadomestilo, ponujeno v ponudbi, *šteje kot pravično.*" Izhajajoč iz načela lojalnega sodelovanja, vključno z načelom lojalne razlage (tretji odstavek 4. člena PEU), po kateri morajo nacionalna sodišča nacionalno zakonodajo razlagati v luči *besedila in namena* prava EU,¹ se je doslej že tako v sodni praksi kot tudi teoriji izoblikovalo stališče, da je v tem delu ZPre-1, v katerega je prenesena Direktiva 2004/25, vsebovana domneva.² K nadaljnji razlagi določb ZPre-1 v luči Direktive 2004/25 v skladu z navedenimi vodili je zato Vrhovno sodišče zavezano tudi v obravnavani revizijski zadevi.

15. Pravica prevzemnika do izključitve manjšinskih delničarjev omogoči prevzemniku, ki doseže 90 % delež vseh delnic ciljne družbe, da dobi popolno kontrolo nad to družbo, če do tega ni prišlo že v rokih za sprejem prevzemne ponudbe (prim. 31. člen ZPre-1). Zaradi kratkega trimesečnega poprevzemnega obdobja, ki neposredno sledi postopku s prevzemno ponudbo, je v drugem odstavku 68. člena ZPre-1 določeno dvoje: (i) izključena so pravila Zakona o gospodarskih družbah (ZGD-1) glede določitve denarne odpravnine in (ii) denarna odpravnina mora biti nadomestilo take vrste in v taki višini, kakor je bilo določeno v prevzemni ponudbi.

16. Izenačenost pogojev glede višine nadomestila za poprevzemno izključitev manjšinskih delničarjev s tistimi iz prevzemne ponudbe pomeni, da je presoja primernosti denarne odpravnine pri izključitvi v poprevzemnem obdobju neposredno povezana z načinom oblikovanja cene v prevzemni ponudbi in s tem povezanimi zakonskimi varovali o pravični ceni, ki jo prevzemnik ponudi preostalim delničarjem.

Način oblikovanja cene v prevzemni ponudbi

17. Cena ali menjalno razmerje za nadomestne vrednostne papirje v prevzemni ponudbi, ki mora biti enako za vse vrednostne papirje posameznega razreda ali vrste vrednostnih papirjev (prim. prvi odstavek 17. člena ZPre-1), je določeno na podlagi transakcij iz predprevzemnega obdobja na podlagi pravila iz drugega odstavka 17. člena ZPre-1, po katerem cena v prevzemni ponudbi ne sme biti nižja od najvišje cene, po kateri je prevzemnik pridobil vrednostne papirje v obdobju zadnjih 12 mesecev pred objavo te ponudbe. Enaka cena velja tudi za izključitev manjšinskih delničarjev v poprevzemnem obdobju 3 mesecev (prim. drugi odstavek 68. člena ZPre-1). Dodatni varovalni mehanizem za izenačenje položaja imetnikov delnic ciljne družbe v razmerju do prevzemnika je vsebovan še v tretjem odstavku 17. člena ZPre-1, v skladu s katerim je prevzemnik dolžan akceptantom, če v enem letu po izteku roka za sprejem prevzemne ponudbe, ki je bila uspešna, pridobi vrednostne papirje po višji ceni od tiste v ponudbi, doplačati še razliko v ceni.³

18. Prevzemnikova avtonomija pri oblikovanju prevzemne cene izhaja iz predprevzemnega obdobja, velja v času veljavnosti prevzemne ponudbe, razširjena pa je še na obdobje po tem, s čimer je glede vprašanja pravične cene konkretizirano splošno načelo enakega obravnavanja in zaščite imetnikov vrednostnih papirjev ciljne družbe iz alineje (a) 1. točke 3. člena Direktive 2004/25. Vse navedeno velja le pod pogojem, da ni dana konkurenčna prevzemna ponudba z boljšimi pogoji za njen sprejem (42. in nasl. členi ZPre-1), kar akceptantom omogoča odstop od prve ponudbe in sprejem konkurenčne ponudbe (45. člen ZPre-1).

19. Cena za odkup vrednostnih papirjev v prevzemni ponudbi tako ne temelji na ekonomskem ali računovodskem vrednotenju ciljne družbe (oziroma njenega premoženja), ampak na mehanizmu ponudbe in povpraševanja z delnicami ciljne družbe v prej opredeljenem določenem časovnem okvirju. Če se prevzemna ponudba nanaša na ciljno družbo, z delnicami katere se ne trguje na organiziranem trgu (tj. družba iz drugega odstavka 4. člena ZPre-1), mora ponudbeni dokument (prospekt), ki se objavi hkrati s prevzemno ponudbo in je namenjen informirani odločitvi imetnikov vrednostnih papirjev o sprejemu prevzemne ponudbe, vsebovati med drugim še pisno poročilo revizorjev o primernosti cene v prevzemni ponudbi, ki ga sestavi en ali več revizorjev, ki jih na predlog prevzemnika imenuje sodišče in pisno poročilo, v katerem prevzemnik pojasni primernost cene v prevzemni ponudbi in morebitne razloge za ceno, če ta v pisnem poročilu revizorjev ni bila spoznana za primerno (13. točka drugega odstavka 28. člena ZPre-1).

20. Pravična cena v prevzemni ponudbi je tako odsev transakcij z delnicami ciljne družbe v zadnjem letu pred objavo prevzemne ponudbe, na končno ceno pa lahko vplivajo tudi pomožni varovalni mehanizmi (poročilo o primernosti cene v prospektu, možnost konkurenčne ponudbe ipd.). ATVP sicer za pravilnost podatkov v prospektu ne odgovarja (tretji odstavek 29. člena ZPre-1) in v postopku izdaje dovoljenja za prevzemno ponudbo ne preverja, če v prevzemni ponudbi ponujena cena odraža dejansko vrednost ciljne družbe, temveč je njen preizkus omejen na izpolnjevanje pogojev iz drugega odstavka 32. člena ZPre-1.

Izpodbojnost domneve pravičnega nadomestila

21. Direktiva 2004/25 v drugem odstavku 4. točke 5. člena vsebuje opcijsko določbo, da 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. Direktiva v naslednjem odstavku še določa, da se vsaka odločitev nadzornega organa za prilagoditev pravične cene utemelji in javno objavi.

22. Iz samega besedila drugega odstavka 4. točke 5. člena Direktive 2004/25 izhaja, da prilagajanje pravične cene iz prevzemne ponudbe terjajo posebne okoliščine, ki so tam navedene primeroma.⁴ Ozko interpretacijo narekuje okoliščina, da spreminjanje pravične cene, ki se je izoblikovala na delniškem trgu, posega v razmerje med alinejo (a) 1. točke 3. člena Direktive 2004/25 (zaščito drugih imetnikov vrednostnih papirjev, če se cena prilagodi navzdol) in 49. členom Pogodbe o delovanju Evropske unije (odvrčanje prevzemnikov od izvrševanja pravice do ustanavljanja na podlagi prevzemne ponudbe, če se cena prilagodi navzgor).⁵ Slovenski zakonodajalec opcije iz Direktive 2004/25 ni izkoristil in določbe s tako vsebino ni vnesel v ZPre-1 ter ni pooblastil ATVP za prilagajanje cene, ponujene v prevzemni ponudbi.

23. Navedeno samo zase ne narekuje razlage ZPre-1, da je domneva pravičnega nadomestila izpodbojna, na način da imajo izključeni manjšinski delničarji vselej pravico do (avtomatične) preveritve in določitve primerne denarne odpravnine v nepravdnem postopku, kakršen je obravnavani. Pravila ZGD-1 o izključitvi manjšinskih delničarjev so namreč, kot je razvidno iz nadaljevanja te obrazložitve, zasnovana na bistveno drugačnih izhodiščih, kot so razvidna iz ureditve v ZPre-1.

24. Pri izključitvi manjšinskih delničarjev po ZGD-1 (384. do 388. člen) višino denarne odpravnine določi glavni delničar ob smiselni uporabi določb petega in šestega stavka drugega odstavka 556. člena tega zakona, po katerih mora primerna denarna odpravnina pri koncernski vključitvi upoštevati premoženjsko in profitno stanje družbe v trenutku, ko skupščina sklepa o vključitvi, denarna plačila se od objave vpisa vključitve letno obrestujejo 5 %; uveljavljanje nadaljnje odškodnine pa ni izključeno. Odpravnino pri *squeeze-out* po ZGD-1 torej določi glavni delničar na temelju premoženjskega in profitnega stanja ciljne družbe. Vsak manjšinski delničar pa lahko v skladu z drugim odstavkom 388. člena ZGD-1 predlaga sodni preizkus denarne odpravnine in od sodišča zahteva, da določi primerno denarno odpravnino.⁶

25. Ureditev po ZPre-1 je v bistvenem drugačna, saj po drugem odstavku 68. člena ZPre-1 v poprevzemnem obdobju velja kot primerna denarna odpravnina v skladu z ZPre-1 določena pravična cena iz prevzemne ponudbe in ne denarni znesek določen po zakonu, ki ureja gospodarske družbe (v primerih iz drugega odstavka 388. člena ZGD-1 znesek določi sodišče, kot je bilo pojasnjeno v prejšnjem odstavku). ZPre-1 pri določitvi pravične cene v prevzemni ponudbi temelji na že zgoraj pojasnjem konceptu ponudbe in povpraševanja z delnicami ciljne družbe. Tako izoblikovana prevzemna cena velja kot domneva primerne nadomestila za izključitev manjšinskih delničarjev v poprevzemnem obdobju po drugem odstavku 68. člena ZPre-1, saj je bila predmet dvakratnega preizkusa na podlagi transakcij z delnicami prevzemne družbe na podlagi daljšega časovnega obdobja (*t. i. tržni test*).

26. Prvič s tem, ko je cena v prevzemni ponudbi lahko le maksimalna cena na podlagi transakcij z zadevnimi delnicami v zadnjih dvanajstih mesecih pred objavo prevzemne ponudbe (drugi odstavek 17. člena ZPre-1) in predvideno obveznostjo doplačil v primeru morebitnega pridobivanja delnic po višji ceni v enoletnem obdobju po izteku roka za sprejem prevzemne ponudbe (drugi in tretji odstavek 17. člena

ZPre-1). Drugič pa s tem, ko je prevzemnik na podlagi prevzemne ponudbe pridobil dodatne delnice in tako presešel 90-odstotni delež delnic ciljne družbe (prvi odstavek 68. člena ZPre-1). Pri obravnavani obvezni prevzemni ponudbi po ZPre-1, enako kot v Direktivi 2004/25 (tretji odstavek 5. točke 15. člena), tudi ni uzakonjeno pravilo odstotka sprejema, to je zahteva, da ponudbo sprejme 90 % naslovnikov prevzemne prevzemne ponudbe, kot to velja pri prostovoljni prevzemni ponudbi (prim. prvi odstavek 68. člena ZPre-1 in drugi odstavek 5. točke 15. člena Direktive 2004/25).

27. Opisani tržni mehanizem, s katerim se na podlagi transakcij z delnicami ciljne družbe določi cena, ki jo zakon šteje za pravično, tako ni zanemarljivega pomena za odraz pravičnosti cene v poprevzemnem obdobju. Praviloma je pri poprevzemni izključitvi manjšinskih delničarjev na podlagi uspešne obvezne prevzemne ponudbe ponujeno denarno nadomestilo take vrste in v taki višini, kakor je določeno v prevzemni ponudbi, pravično (drugi odstavek 68. člena ZPre-1; prim. tretji odstavek 5. točke 15. člena Direktive 2004/25). Prevzemnikov uspeh z obvezno prevzemno ponudbo, s katero mu je uspelo preseči 90 % delež vseh delnic ciljne družbe z glasovalno pravico, praviloma odraža primernost tako določene odpravnine.

28. Kljub temu ni mogoče povsem izključiti, da je na tak način opredeljena odpravnina v določenih primerih izkrivljena in ne odraža »prave« cene, tj. cene, ki bi se izoblikovala na podlagi svobodne ponudbe in povpraševanja z delnicami ciljne družbe. Do takšne situacije bi na primer lahko prišlo zaradi povezave prevzemnika z akceptanti, tržnih manipulacij z delnicami ciljne družbe in drugih poslovnih praks z delnicami v nasprotju s predpisi o zlorabi trga ali zaradi vpliva zunanjih izjemnih dejavnikov na ceno delnic. Vseh okoliščin, v katerih bi bilo mogoče dvomiti v primernost odpravnine v posameznem primeru, opredeljene na navedeni način, ni mogoče vnaprej izčrpno opredeliti. Toda iz doslej razloženega je mogoče izpeljati, da je skupna značilnost nepravilnosti v postopku konkretnega prevzema, ki lahko vzbujajo dvom v primernost domnevno pravične odpravnine, ta, da so posebne okoliščine vplivale na ceno delnic ali odločitev o sprejemu ponudbe, zaradi česar je mogoče sklepati, da cena delnice, ki velja na podlagi drugega odstavka 17. člena ZPre-1, ni bila izoblikovana na podlagi primernih tržnih transakcij. To pomeni, da je v primeru zatrjevanih in dokazanih nepravilnosti v delovanju trga ponudbe in povpraševanja z delnicami ciljne družbe v sodnem postopku možna korekcija cene, ki se je izoblikovala na podlagi delniških transakcij v določenem obdobju pred prevzemom. V tem smislu in okviru je treba razumeti tudi možnost izpodbijanja domneve o pravičnosti cene in s tem odpravnine izključenim delničarjem, opredeljene na navedeni, v zakonu predvideni način. Šele ob predpostavki uspešnosti izpodbijanja, se denarna odpravnina za delnice ciljne družbe korigira z ustreznim finančnim vrednotenjem, opravljenim (z izvedenstvom ustrezne stroke) v sodnem postopku.

29. Taka ureditev ni v neskladju s pravico do zasebne lastnine iz 33. člena Ustave, ki zaobjema upravljaljske in premoženjske pravice delničarja.⁷ Ustavno sodišče je že odločilo, da je poseg v lastninsko pravico (33. člen Ustave) manjšinskih delničarjev, ki izgubijo korporacijske pravice iz delnic v zameno za primerno denarno odpravnino, zaradi varstva lastninske pravice in pravice do svobodne gospodarske pobude glavnega delničarja (33. člen in prvi odstavek 74. člena Ustave), dopusten.⁸ Pravica do zasebne lastnine ne varuje vrednotenja delnic po določeni metodi.⁹ Poleg tega, kot je razvidno iz te obrazložitve, ureditev ne izključuje možnosti sodnega varstva, niti možnosti korekcije domnevno pravične cene in s tem domnevno ustrezne odpravnine, ponujene izključenim delničarjem, izhajajoč pri tem iz ustreznega finančnega vrednotenja. Sklicevanje predlagatelja na 69. člen Ustave ni utemeljeno, ker se navedeno določilo nanaša na razlastitev nepremičnin.

30. To, da je na predlagatelja sodnega postopka prenesena določena aktivnost v pogledu utemeljevanja

posebnih okoliščin, ki naj ovržejo upoštevanje tržnega testa kot ustrezne metode za ovrednotenje delnic, ne pomeni, da je ureditev nedopustno omejujoča za učinkovito uresničevanje pravice do sodnega varstva (prvi odstavek 23. člena Ustave) ali za pravico do sodnega varstva pravic (četrti odstavek 15. člena Ustave). Ni namreč sprejemljivo stališče, da za tu obravnavano intervencijo sodišča zadostuje že nestrinjanje delničarja s ponujeno odpravnino, ki sicer ustreza zahtevam drugega odstavka 68. člena ZPre-1. Če sprejmemo, da to zadostuje, bi bil popačen namen ureditve in spodkopan njen ključen gradnik, to je upoštevnost tržnega testa. Ali je bilo predlagatelju morda naloženo trditveno in dokazno breme, ki bi bilo preveč zahtevno, je treba ocenjevati v okoliščinah posameznega primera. Vnaprejšnjega načelnega odgovora, kdaj so preveč stroge zahteve v tem pogledu prerasle v nedopustno omejujoč poseg v pravico do sodnega varstva ali v pravico do sodnega varstva pravic, ni mogoče podati.

Presoja konkretnega primera

31. Iz razlogov sklepov sodišč druge in prve stopnje izhaja, da predlagatelj v postopku ni podal konkretnih trditvev, iz katerih bi izhajalo, da je v postopku s prevzemno ponudbo prišlo do nepravilnosti, ki bi lahko imele vpliv na določitev cene v prevzemni ponudbi. Gole trditve o prenizkem nadomestilu za delnice glede na navedeno ne zadoščajo za preizkus ponujenega denarnega nadomestila v sodnem postopku, kar je pravilno obrazložilo že sodišče druge stopnje v izpodbijanem sklepu.

32. ZPre-1 od tistega, ki se ne strinja z domnevo pravičnega nadomestila, ki je prestala tržni test, terja, da domnevo izpodbija, preden se opravi korekcija vrednosti denarne odpravnine. S tem ni nesorazmerno poseženo v položaj predlagatelja. Ni smiselno vztrajati pri neustreznosti ponujene denarne odpravnine, ki ustreza zahtevam domnevo pravičnega nadomestila, ne da bi bil predlagatelj zmožen zatrjevati okoliščine, na podlagi katerih sklepa, da je neustrezna ponujena cena, izoblikovana v predprevzemnem obdobju.

33. Odgovor na dopuščeno vprašanje po povedanem torej je, da je domneva pravičnega nadomestila iz drugega odstavka 68. člena ZPre-1 izpodbojna (pod zgoraj navedenimi pogoji). S tem je revizijsko sodišče odgovorilo na vprašanje, glede katerega je bila revizija dopuščena. Ker je ugotovilo, da ni podan z revizijo uveljavljan revizijski razlog, jo je kot neutemeljeno zavrnilo (prvi odstavek 384. člena v zvezi s 378. členom ZPP v zvezi z 42. členom ZNP-1).

34. Sklep je bil sprejet soglasno (sedmi odstavek 324. člena ZPP v zvezi z 42. členom ZNP-1).

¹ Prim. zadevo Von Colson in Kamann proti Land Nordrhein-Westfalen C-14/83 (26. točka obrazložitve) in P. Craig, G. de Búrca, EU Law – text, cases and materials, 6th ed., Oxford University Press 2015, str. 210. Glede vstopa prava EU, vključno s sodno prakso Sodišča, v slovenski ustavni pravni red na podlagi tretjega odstavka 3. a člena Ustave glej odločbo Ustavnega sodišča U-I-146/12 z dne 17. 12. 2013. Iz obrazložitve citirane odločbe: "Zaradi tretjega odstavka 3. a člena Ustave so temeljna načela, ki opredeljujejo razmerje med notranjim pravom in pravom EU, hkrati tudi notranja ustavnopravna načela, ki zavezujejo z močjo Ustave." Prim. še S. Nerad, Recepcija prava Evropske unije v nacionalno pravo. Ustavno sodišče med pravom Evropske unije in ustavo, v I. Kaučič (ur.), Pomen ustavnosti in ustavna demokracija, Znanstveni zbornik Dvajset let Ustave Republike Slovenije, Ustavno sodišče Republike Slovenije, 2012.

² Gl. sklepa VS RS III Ips 76/2008 z dne 6. 9. 2011 in III Ips 67/2013 z dne 28. 1. 2014 ter J. Levovnik,

Domneva pravičnega nadomestila pri poprevzemni izključitvi manjšinskih delničarjev, Pravna praksa 29-30/2014, str. 26 in nasl.; V. Balažic, Prezvemi in sodna praksa, Podjetje in delo 6-7/2015, str. 1295 in nasl.; in L. Bernard, Izpodbojnost domneve pravičnega nadomestila pri poprevzemni izključitvi manjšinskih delničarjev, Pravna praksa 13/2020, str. 20 in nasl.

³ Povzeta pravna pravila 17. člena ZPre-1 o pravični ceni za vrednostne papirje so v bistvenem enaka opredelitvi v 4. točki 5. člena Direktive 2004/25, ki ureja zaščito manjšinskih delničarjev, obvezno ponudbo in pravično ceno.

⁴ Prim. tudi zadevo Marco Tronchetti Provera in drugi C-206/16 (31. in 38. točka obrazložitve) in obrazložitev 5. člena predloga Direktive 2004/25 (Ur. l. EU C 45 z dne 25. 2. 2003, 45 E/1).

⁵ T. Gr. Papadopoulos, An Overview of the Takeover Bid Directive in the Context of the Internal Market, Kluwer Law International 2010, str. 116.

⁶ Gl. sklep VS RS III Ips 56/2012 z dne 23. 5. 2014.

⁷ Prim. tudi odločbo US RS U-I-165/08-10, Up-1772/08-14, Up-379/09-8 z dne 1. 10. 2009 (17. točka obrazložitve).

⁸ Prav tam.

⁹ Za nemško pravno področje je tako že odločilo nemško Zvezno ustavno sodišče v sklepu 1 BvR 96/09 z dne 16. 5. 2012.

Datum zadnje spremembe: 12.07.2023