



Samling af Afgørelser

DOMSTOLENS DOM (Fjerde Afdeling)

10. december 2020 *

»Præjudiciel forelæggelse – selskabsret – direktiv 2004/25/EF – overtagelsestilbud – artikel 5, stk. 4, første og andet afsnit – beskyttelse af minoritetsinteresser – obligatorisk tilbud om erhvervelse – metode til beregning af aktieværdien til fastsættelse af en rimelig pris – beføjelse til at ændre en rimelig pris – undtagelser fra standardberegningssmåden under klart definerede omstændigheder og kriterier – den pågældende medlemsstats ansvar – tab lidt af tilbudsgiveren som følge af et tilbud med en for høj pris«

I sag C-735/19,

angående en anmodning om præjudiciel afgørelse i henhold til artikel 267 TEUF, indgivet af Augstākā tiesa (Senāts) (øverste domstol, Letland) ved afgørelse af 30. september 2019, indgået til Domstolen den 7. oktober 2019, i sagen

Euromin Holdings (Cyprus) Limited,

procesdeltager:

Finanšu un kapitāla tirgus komisija,

har

DOMSTOLEN (Fjerde Afdeling),

sammensat af afdelingsformanden, M. Vilaras (refererende dommer), og dommerne N. Piçarra, D. Šváby, S. Rodin og K. Jürimäe,

generaladvokat: J. Kokott,

justitssekretær: afdelingschef M. Aleksejev,

på grundlag af den skriftlige forhandling og efter retsmødet den 9. juli 2020,

efter at der er afgivet indlæg af:

- Euromin Holdings (Cyprus) Limited ved advokāta palīgs K. Bērziņa og advokāte I. Kramiņa,
- den lettiske regering ved V. Soņeca, V. Kalniņa og K. Pommere, som befuldmægtigede,
- den tyske regering ved J. Möller og D. Klebs, som befuldmægtigede,
- den polske regering ved B. Majczyna, som befuldmægtiget

* Processprog: lettisk.

– Europa-Kommissionen ved H. Støvlbæk, V. Di Bucci og I. Naglis, som befuldmægtigede,
og efter at generaladvokaten har fremsat forslag til afgørelse i retsmødet den 10. september 2020,
afsagt følgende

Dom

- 1 Anmodningen om præjudiciel afgørelse vedrører fortolkningen af dels artikel 5, stk. 4, i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/25/EF af 21. april 2004 om overtagelsestilbud (EUT 2004, L 142, s. 12), dels effektivitetsprincippet.
- 2 Anmodningen er blevet indgivet i forbindelse med en tvist mellem Euromin Holdings (Cyprus) Limited og Finanšu un kapitāla tirgus komisija (finans- og kapitalmarkedskommissionen, Letland) (herefter »kapitalmarkedskommissionen«) vedrørende en påstand om, for det første, at det fastslås, at afgørelse af 15. oktober 2015, med hvilken kapitalmarkedskommissionen gav tilladelse til tilbagekøb af aktier i Ventspils nafta AS, som er genstand for et overtagelsestilbud, til en pris af 4,56 EUR pr. aktie (herefter »den omtvistede afgørelse«), er ulovlig, og om, for det andet, erstatning for det tab, der er lidt som følge af denne afgørelse.

Retsforskrifter

EU-retten

Direktiv 2004/25

- 3 Niende betragtning til direktiv 2004/25 har følgende ordlyd:
»Medlemsstaterne bør tage de nødvendige skridt for at beskytte indehavere af kapitalandele, og specielt indehavere med minoritetsinteresser, når kontrollen med deres selskab skifter hænder. Medlemsstaterne bør sikre en sådan beskyttelse ved at forpligte en erhverver, der har overtaget kontrollen med et selskab, til at fremsætte et tilbud til samtlige indehavere af selskabets kapitalandele om at erhverve alle deres kapitalandele til en rimelig pris, der fastlægges i overensstemmelse med en fælles definition. Medlemsstaterne bør kunne indføre nye instrumenter til beskyttelse af indehavere af kapitalandele, såsom forpligtelse til at fremsætte et delvist tilbud, såfremt tilbudsgiveren ikke erhverver kontrol med selskabet, eller pligt til at fremsætte et tilbud samtidig med, at der erhverves kontrol med selskabet.«
- 4 Dette direktivs artikel 3 fastsætter:
»1. Ved gennemførelsen af dette direktiv sikrer medlemsstaterne, at følgende principper overholdes:
a) Alle indehavere af kapitalandele i målselskabet af samme kategori skal behandles ens. Navnlig skal de øvrige indehavere af kapitalandele beskyttes, hvis en person opnår kontrol med selskabet.
[...]
2. Med henblik på at overholde principperne i stk. 1:
a) sikrer medlemsstaterne, at minimumskravene i dette direktiv overholdes

b) kan medlemsstaterne fastsætte yderligere betingelser og strengere bestemmelser end dem, der kræves i dette direktiv, med henblik på at regulere tilbud.«

5 Nævnte direktivs artikel 4, stk. 6, har følgende ordlyd:

»Dette direktiv berører ikke medlemsstaternes beføjelser til at udpege de retslige eller andre myndigheder, der skal have til opgave dels at behandle tvister, dels at tage stilling til eventuelle uregelmæssigheder i forbindelse med tilbuddene, ligesom det heller ikke berører medlemsstaternes beføjelser til at fastsætte regler om, hvorvidt og under hvilke omstændigheder tilbudsparter har ret til at iværksætte en administrativ eller retslig procedure. Især berører dette direktiv ikke de beføjelser, retsinstanser i en medlemsstat måtte have til at afvise en sag og til at tage stilling til, om en sådan sag kan påvirke udfaldet af tilbuddet. Dette direktiv berører ikke medlemsstaternes beføjelse til at afgøre retsstillingen i forbindelse med tilsynsmyndighedernes ansvar eller retstvister mellem tilbudsparterne.«

6 Samme direktivs artikel 5 bestemmer:

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

[...]

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

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

[...]«

Forordning (EU) nr. 1254/2012

- 7 Artikel 1, stk. 1, litra a), i Kommissionens forordning (EU) nr. 1254/2012 af 11. december 2012 om ændring af forordning (EF) nr. 1126/2008 om vedtagelse af visse internationale regnskabsstandarder i overensstemmelse med Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EF) nr. 1606/2002 for så vidt angår IFRS 10, IFRS 11, IFRS 12, IAS 27 (2011) og IAS 28 (2011) (EUT 2012, L 360, s. 1) har indført den internationale regnskabsstandard IFRS 10 med overskriften »Koncernregnskaber« (herefter »IFRS 10«), der findes i bilaget til denne forordning, i Kommissionens forordning (EF) nr. 1126/2008 af 3. november 2008 (EUT 2008, L 320, s. 1).
- 8 Punkt 22 i den del af bilaget til forordning nr. 1254/2012, der omhandler IFRS 10, fastsætter:
- »En modervirksomhed skal præsentere minoritetsinteresser i den konsoliderede opgørelse af finansiell stilling separat fra modervirksomhedens ejeres andel af egenkapitalen.«
- 9 I henhold til appendiks A i den del af bilaget til forordning nr. 1254/2012, der omhandler IFRS 10, er begrebet »minoritetsinteresse« defineret som værende en »[k]apitalandel i en dattervirksomhed, der ikke direkte eller indirekte kan henføres til en modervirksomhed«.

Lettisk ret

- 10 Artikel 5 i Finanšu instrumentu tirgus likums (lov om markedet for finansielle instrumenter) (*Latvijas Vēstnesis* 2003, nr. 175) i den affattelse, der finder anvendelse på tvisten i hovedsagen (herefter »FITL«), bestemmer:
- »[Kapitalmarkeds]kommissionen samt dennes medarbejdere og repræsentanter er ikke erstatningspligtige over for kapitalmarkedsaktører eller tredjemænd og hæfter ikke for foranstaltninger, som de i forbindelse med den ordinære varetagelse af de tilsynsfunktioner, som de er pålagt ved lov og andre bestemmelser, har truffet på retmæssig, korrekt og lovlig vis samt i god tro.«
- 11 FITL's artikel 74, stk. 1, har følgende ordlyd:
- »I forbindelse med et obligatorisk tilbud om tilbagekøb af aktier må prisen pr. aktie ikke være lavere end:
- 1) den pris, der betales for målselskabets aktier af tilbudsgiveren eller en person, der handler i forståelse med denne, i en periode på 12 måneder før tilbuddet; ved aktiekøb til forskellige priser gælder som tilbagekøbspris den højeste pris, som aktierne er handlet til i de seneste 12 måneder, før den lovbestemte forpligtelse til at fremsætte et tilbagekøbstilbud opstod, jf. denne lovs artikel 66, stk. 1
 - 2) aktiens vægtede gennemsnitspris på de regulerede markeder eller i det multilaterale handelssystem med det største transaktionsvolumen for de berørte aktier i de seneste 12 måneder; den vægtede gennemsnitspris beregnes i denne forbindelse på grundlag af de seneste 12 måneder, før den lovbestemte forpligtelse til at fremsætte et tilbagekøbstilbud opstod, jf. denne lovs artikel 66, stk. 1
 - 3) aktiens værdi, som beregnes ved at dividere målselskabets nettoaktiver med antallet af aktier; nettoaktiverne beregnes i denne forbindelse ved fradrag af egne aktier og forpligtelserne fra målselskabets samlede aktiver; hvis målselskabet har aktier med forskellige nominelle værdier, divideres nettoaktiverne i forhold til den procentdel, der svarer til hver nominel værdi af aktiekapitalen.«

12 FITL's artikel 74, stk. 2, har følgende ordlyd:

»Ved beregningen af værdien af en aktie, der tilbagekøbes i henhold til denne artikels stk. 1, nr. 3, anvendes værdierne fra målselskabets seneste årsregnskab godkendt af generalforsamlingen og med en revisionspåtegning. Tidsintervallet mellem den sidste dag i det regnskabsår, der er genstand for årsrapporten, og den dato, hvor tilbuddet indgives til [kapitalmarkeds]kommissionen, må ikke overstige 16 måneder. Når målselskabet i overensstemmelse med de gældende bestemmelser udarbejder årsrapport senest 7 måneder efter referenceårets afslutning, må tidsintervallet mellem den sidste dag i det regnskabsår, for hvilket årsrapporten udarbejdes, og den dato, hvor tilbuddet indgives til [kapitalmarkeds]kommissionen, ikke overstige 19 måneder. Ved beregningen af en akties værdi anvendes værdierne fra målselskabets seneste kvartalsrapport, såfremt den beregnede værdi af aktierne ved benyttelse af disse værdier er mindst 10% af den på grundlag af værdierne fra årsrapporten opnåede værdi. Såfremt målselskabet ligeledes udarbejder en koncernårsrapport, anvender det værdierne fra denne rapport til at bestemme værdien af den tilbagekøbte aktie. Såfremt målselskabet udarbejder årsregnskab både i henhold til lovgivningen i den stat, hvor selskabet er hjemmehørende, og i henhold til de internationale regnskabsstandarder, anvender det værdierne fra regnskabet udarbejdet efter de internationale regnskabsstandarder.«

13 Artikel 13 i Valsts pārvaldes iestāžu nodarīto zaudējumu atlīdzināšanas likums (lov om erstatning for tab forvoldt af nationale myndigheder) (*Latvijas Vēstnesis* 2005, nr. 96) i den affattelse, der finder anvendelse på tvisten i hovedsagen (herefter »lov om erstatning for tab«), med overskriften »Fastsættelse af det økonomiske tab« fastsætter:

»1. Ved fastsættelse af et passende beløb, der skal tilkendes i erstatning for tab forvoldt af den pågældende nationale myndighed, tages der hensyn til de faktiske og retlige grunde, som denne myndigheds handlinger hviler på, samt skadelidtes handlinger.

2. Ved fastsættelse af et passende beløb, der skal tilkendes i erstatning for tab forvoldt af den pågældende nationale myndighed, tages der også hensyn til andre relevante omstændigheder i den konkrete sag, såfremt det er muligt på objektiv vis at godtgøre disse.

3. Det økonomiske tab beregnes normalt på grundlag af det beløb, der er beregnet i henhold til denne lovs artikel 12, efter følgende tabel:

1) Hvis dette beløb ikke overstiger 142 288 EUR, er en passende erstatning 100% af dette beløb.

2) Hvis dette beløb ligger på mellem 142 289 EUR og 1 422 872 EUR, kan en passende erstatning fastsættes til mellem 50% og 100% af dette beløb.

3) Hvis beløbet overstiger 1 422 872 EUR, kan en passende erstatning være mindre end 50% af dette beløb.

4. Myndigheden kan af egen drift erstatte skadelidtes økonomiske tab, ikke ved at betale skadelidte en erstatning, men ved at indsætte den pågældende i den faktiske situation, som den pågældende befandt sig i, inden vedkommende led dette tab.«

14 Artikel 14, stk. 1, i Konsolidēto gada pārskatu likums (lov om konsoliderede koncernårsregnskaber) (*Latvijas Vēstnesis* 2006, nr. 178) i den affattelse, der finder anvendelse på tvisten i hovedsagen (herefter »lov om konsoliderede koncernårsregnskaber«), med overskriften »Konsolidering af selskabers årsregnskab«, bestemmer:

»Det konsoliderede koncernårsregnskab er resultatet af sammenfatningen af årsregnskaberne for moderselskabet i en koncern med dets datterselskabers årsregnskaber med hensyn til de i årsregnskaberne anførte værdier af aktiver og passiver, egenkapitalen samt indtægter og udgifter.

Aktiver og passiver fra koncernselskabernes regnskaber anføres i henhold til denne bestemmelse i fuldt omfang i det konsoliderede regnskab. Over- eller underskud i disse selskaber indgår i deres helhed i beregningen af det konsoliderede over- og underskud.«

- 15 Samme lovs artikel 21 med overskriften »Fremlæggelse af minoritetsinteresser« har følgende ordlyd:
- »1. Den andel af egenkapitalen i koncernens datterselskaber, som svarer til minoritetsaktionærens kapitalandele, skal anføres som en særskilt post i selskabets egenkapital under overskriften »Minoritetsinteresser«.
2. Over- og underskud i året, som figurerer i koncernens datterselskabers regnskaber, og som svarer til minoritetsaktionærens kapitalandele, angives som en særskilt konsolideret post for beregningen af over- og underskud under overskriften »Minoritetsinteressers andel i over- og underskud«.«

Twisten i hovedsagen og de præjudicielle spørgsmål

- 16 Efter at have erhvervet 93,24% af alle stemmeberettigede aktier i Ventspils nafta var sagsøgeren i hovedsagen i medfør af FITL forpligtet til at afgive et obligatorisk tilbud om tilbagekøb af dette selskabs aktier. Med henblik herpå indgav selskabet til kapitalmarkedskommissionen et »prospekt« indeholdende dets tilbagekøbstilbud, hvori selskabet angav, at tilbagekøbsprisen var 3,12 EUR pr. aktie i Ventspils nafta.
- 17 Under henvisning til FITL's artikel 74, stk. 1, nr. 3, afviste kapitalmarkedskommissionen den 6. oktober 2015 sagsøgeren i hovedsagens beregninger. Dernæst gav kapitalmarkedskommissionen ved den omtvistede afgørelse tilladelse til, at denne kunne afgive et obligatorisk tilbud om tilbagekøb til en pris af 4,56 EUR pr. aktie i Ventspils nafta.
- 18 Sagsøgeren i hovedsagen anlagde sag ved Administratīvā apgabaltiesa (appeldomstolen i forvaltningsretlige sager, Letland) med påstand om, at det blev fastslået, at denne afgørelse var ulovlig, og om erstatning for det tab, som selskabet havde lidt som følge heraf.
- 19 Sagsøgeren i hovedsagen gjorde gældende, at FITL's artikel 74 har til formål at fastsætte metoden til beregningen af tilbagekøbsprisen for en aktie, således at denne er rimelig og i overensstemmelse med forholdene på det pågældende marked. Med henblik herpå skal der tages hensyn til Ventspils nafta-selskabets samlede reelle aktiver og ikke den værdi af aktiver, der er angivet i koncernårsrapporten, hvilken indeholder oplysninger om aktiver og passiver for alle dets datterselskaber, herunder de kapitalandele, som af minoritetsaktionærer ejes i disse datterselskaber, og som hverken udgør aktiver eller forpligtelser for Ventspils nafta. Sagsøgeren i hovedsagen konkluderede, at kapitalmarkedskommissionen i den omtvistede afgørelse uretmæssigt forhøjede aktieprisen i Ventspils nafta ved at medregne aktiver, der ikke tilhørte sidstnævnte.
- 20 Kapitalmarkedskommissionen bekræftede at have støttet sig på IFRS 10, som går igen i forordning nr. 1254/2012, og som fastlægger principperne for udarbejdelse af det konsoliderede koncernårsregnskab i de tilfælde, hvor et selskab har bestemmende indflydelse på en eller flere selskaber, og hvis punkt 22 fastsætter, at en minoritetsinteresse skal angives i koncernregnskabet som »egenkapital«. Den præciserede, at værdien af aktiverne angivet i dette årsregnskab ikke gjorde det muligt at bestemme, hvilken del af aktiverne der var ejet af majoritetsaktionærer, og hvilken del der var ejet af minoritetsaktionærer. Kapitalmarkedskommissionen udledte heraf, at det ville være i strid med formålet med FITL's artikel 74 at trække minoritetsinteresserne fra Ventspils naftas aktiver, idet fastsættelsen af prisen pr. aktie på grundlag af den samlede værdi af dette selskabs samlede aktiver gør det muligt at fastsætte denne pris tættere på denne akties reelle værdi.

- 21 Ved dom af 10. marts 2017 gav Administratīvā apgabaltiesa (appeldomstolen i forvaltningsretlige sager) sagsøgeren i hovedsagen delvis medhold, idet den annullerede den omtvistede afgørelse og pålagde kapitalmarkedskommissionen at betale erstatning på 50% af det på grund af denne afgørelse lidte tab.
- 22 Administratīvā apgabaltiesa (appeldomstolen i forvaltningsretlige sager) anførte, at FITL's artikel 74, stk. 1, nr. 3, ikke giver nogen præcisering med hensyn til begreberne »samlede aktiver« og »nettoaktiver«, der anvendes heri. Den fremhævede, at dette ikke var blevet drøftet, da den lettiske lovgiver i 2006 for så vidt angår denne bestemmelse fastsatte forpligtelsen til at anvende værdierne fra det konsoliderede koncernårsregnskab for at fastsætte prisen pr. aktie. Den anførte, at selv om FITL's artikel 74, stk. 1, ikke er udformet således, at de metoder, der er omhandlet i dette stykkes nr. 2 og 3, kun kan anvendes i ganske særlige tilfælde, kan en sådan anvendelse følge af den omstændighed, at det lettiske aktiemarked er yderst begrænset.
- 23 Den fandt, at der for beregningen af prisen pr. aktie måtte lægges objektive vurderingskriterier til grund, og at FITL's artikel 74, stk. 1, nr. 3, måtte fortolkes således, at begrebet »nettoaktiver« ikke omfatter minoritetsinteresser.
- 24 Administratīvā apgabaltiesa (appeldomstolen i forvaltningsretlige sager) fandt endvidere, at der i henhold til artikel 13, stk. 3, i lov om erstatning for tab forelå omstændigheder, som begrundede en nedsættelse af den beregnede erstatning, men uden at denne nedsættelse kunne overstige 50% af det krævede beløb.
- 25 Kapitalmarkedskommissionen og sagsøgeren i hovedsagen har begge iværksat kassationsappel til prøvelse af dommen fra Administratīvā apgabaltiesa (appeldomstolen i forvaltningsretlige sager) af 10. marts 2017 ved Augstākā tiesa (Senāts) (øverste domstol, Letland).
- 26 Kapitalmarkedskommissionen er af den opfattelse, at Administratīvā apgabaltiesa (appeldomstolen i forvaltningsretlige sager) ikke tog hensyn til en række omstændigheder, der udelukkede den fortolkning, som denne ret anlagde af FITL's artikel 74, stk. 1, nr. 3. Forpligtelsen til, ved beregningen af tilbagekøbsprisen pr. aktie, at inkludere værdierne fra det konsoliderede koncernårsregnskab er således en del af de ændringer af FITL, der blev vedtaget med henblik på gennemførelsen af direktiv 2004/25 i lettisk ret.
- 27 Kapitalmarkedskommissionen har gjort gældende, at Administratīvā apgabaltiesa (appeldomstolen i forvaltningsretlige sager) fortolkede FITL's artikel 74, stk. 1, nr. 3, på en måde, som er i strid med hovedformålet med direktiv 2004/25, som er at beskytte minoritetsinteresser i forbindelse med fastsættelsen af prisen for de tilbagekøbte aktier. Kapitalmarkedskommissionen har præciseret, at den, ved i beregningen af tilbagekøbsprisen for Ventspils nafta aktier at inkludere minoritetsaktionærernes andel af kapital i Ventspils naftas datterselskaber, har efterlevet formålet med direktiv 2004/25, idet denne pris er beregnet i overensstemmelse med dette direktivs artikel 5, stk. 4, andet afsnit, nemlig ud fra »objektive kriterier, som er almindelig anvendt i finansanalyser«.
- 28 Sagsøgeren i hovedsagen har nedlagt påstand om ophævelse af dommen fra Administratīvā apgabaltiesa (appeldomstolen i forvaltningsretlige sager), for så vidt som sidstnævnte herved kun gav delvist medhold i påstanden om erstatning for det lidte tab som følge af den omtvistede afgørelse. Sagsøgeren i hovedsagen har gjort gældende, at artikel 13, stk. 3, nr. 3, i lov om erstatning for tab gør det muligt at erstatte hele det lidte tab, og at en accept af en nedsættelse af erstatningen på op til 50% af dette tab, såfremt der ikke foreligger særlige omstændigheder, kan føre til situationer, hvor den offentlige myndighed ikke med samme grad af strengthed behandler de vanskelige spørgsmål om fortolkningen af loven.
- 29 Den forelæggende ret har fremhævet, at det for en korrekt fortolkning af FITL's artikel 74, stk. 1, nr. 3, er nødvendigt at fastslå, om den metode, som er fastsat i denne bestemmelse for beregning af prisen pr. aktie, er en rimelig metode til fastsættelse af prisen som omhandlet i direktiv 2004/25.

- 30 Den har rejst spørgsmålet om, hvorvidt inkluderingen af en minoritetskapitalandel i nettoaktiverne, der danner grundlag for beregningen af tilbagekøbsprisen pr. aktie, fører til, at der fastsættes en rimelig pris i dette direktivs forstand, og om dette følgelig er i overensstemmelse med formålene med sidstnævnte.
- 31 Denne ret har anført, at Domstolen har fastslået, at medlemsstaterne har en skønsmargen ved fastlæggelsen af, under hvilke omstændigheder deres tilsynsmyndigheder kan ændre tilbagekøbsprisen pr. aktie, dog på betingelse af, at disse omstændigheder er klart definerede. Den har imidlertid rejst spørgsmålet om, hvorvidt beregningsmetoden for nettoaktiver, der findes i FITL's artikel 74, stk. 1, nr. 3, opfylder denne betingelse, idet den har anført, at begreberne »samlede aktiver« og »nettoaktiver« hverken i denne bestemmelse eller i nogen anden bestemmelse i denne lov er ekspliciteret.
- 32 Den forelæggende ret har rejst tvivl om, hvorvidt FITL's artikel 74, stk. 1, nr. 3, og artikel 74, stk. 2, hvilke ikke klart angiver, om nettoaktiver med henblik på beregningen af tilbagekøbsprisen pr. aktie også skal inkludere minoritetskapitalandele, er i overensstemmelse med artikel 5, stk. 4, andet afsnit, i direktiv 2004/25.
- 33 Endelig ønsker den forelæggende ret oplyst, hvorvidt artikel 13, stk. 3, i lov om erstatning for tab er forenelig med EU-rettens grundlæggende principper, og nærmere bestemt effektivitetsprincippet, henset til den omstændighed, at erstatningsbeløbet i henhold til denne bestemmelse ubegrænset kan nedsættes, når det lidte tab er højere end 1 422 872 EUR. Den ønsker ligeledes oplyst, om samtlige betingelser for en medlemsstats erstatningsansvar er opfyldt, herunder om de gældende bestemmelser i direktiv 2004/25 tillægger borgerne rettigheder.
- 34 På denne baggrund har Augstākā tiesa (Senāts) (øverste domstol) besluttet at udsætte sagen og forelægge Domstolen følgende præjudicielle spørgsmål:
- »1) Er en national lovgivning, der fastsætter, at aktiekursen for et obligatorisk tilbud om tilbagekøb skal beregnes ved at dividere [målselskabets] nettoaktiver (herunder de ikke-kontrollerende – minoritets – interesser) med antallet af udstedte aktier, i strid med en korrekt anvendelse af artikel 5 i [direktiv 2004/25]?
 - 2) I tilfælde af, at det første spørgsmål besvares benægtende, dvs. i den forstand, at [målselskabets] nettoaktiver ikke skal omfatte de ikke-kontrollerende interesser eller minoritetsinteresser, kan en metode til fastsættelse af aktiekursen, for hvis forståelse det er nødvendigt at anvende en retslig fortolkningsmetode – formålsfortolkningen – anses for at være klart defineret som omhandlet i artikel 5, stk. 4, andet afsnit, i [direktiv 2004/25]?
 - 3) Er det i overensstemmelse med artikel 5, stk. 4, i [direktiv 2004/25], dvs. med fastsættelse af en rimelig pris, at fastsætte et regelsæt, der fastlægger, at der skal vælges den højeste kurs mellem disse tre mulige varianter:
 - a) Den kurs, som tilbudsgiveren eller personer, der handler i forståelse med denne, har erhvervet aktierne til i [målselskabet] i løbet af de seneste 12 måneder. Hvis aktierne er erhvervet til forskellige kurser, er tilbagekøbsprisen den højeste købspris for erhvervelse af aktierne i de 12 måneder, der går forud for den retlige forpligtelse til at fremsætte et tilbagekøbstilbud.
 - b) Den vægtede gennemsnitlige aktiekurs på det regulerede marked eller i det multilaterale handelssystem med den største transaktionsmængde for de pågældende aktier i de seneste 12 måneder. Den vægtede gennemsnitlige aktiekurs beregnes på grundlag af de 12 måneder, der går forud for den retlige forpligtelse til at fremsætte et tilbagekøbstilbud.

- c) Aktiens værdi beregnet ved at dividere [målselskabets] nettoaktiver med antallet af udstedte aktier. Nettoaktiverne beregnes ved at trække andelen af egne aktier og passiver fra den samlede værdi af [målselskabets] aktiver. Hvis [målselskabet] har aktier med forskellige nominelle værdier, divideres nettoaktiverne til beregning af aktieværdien i forhold til den procentdel, der svarer til hver nominal værdi af aktiekapitalen?
- 4) Hvis den beregningsmetode, der er fastsat i den nationale lovgivning og ved anvendelse af den skønsmargen, der indrømmes [medlemsstaterne] i artikel 5, stk. 4, andet afsnit, i [direktiv 2004/25], som resultat giver en højere kurs end den, der følger af artikel 5, stk. 4, første afsnit, er det da i overensstemmelse med direktivets formål altid at vælge den højeste kurs?
- 5) Hvis der påføres en person et tab som følge af ukorrekt anvendelse af EU-retten, kan den nationale lovgivning da begrænse erstatningen for sådanne tab, hvis denne begrænsning både gælder tab påført som følge af ukorrekt anvendelse af national lovgivning og tab påført som følge af ukorrekt anvendelse af EU-retten?
- 6) Tildeler de bestemmelser i [direktiv 2004/25], der finder anvendelse i det foreliggende tilfælde, privatpersoner rettigheder, dvs. er den hertil svarende betingelse for statens pådragelse af ansvar opfyldt?»

Om de præjudicielle spørgsmål

- 35 Ifølge den forelæggende ret afhænger hovedsagens udfald i det væsentlige for det første af spørgsmålet om, hvorvidt artikel 5, stk. 4, i direktiv 2004/25 er til hinder for den metode til fastsættelse af en rimelig pris, som er fastsat i en national lovgivning, som med henblik på et overtagelsestilbud fastsætter aktieværdien ved at dividere målselskabets nettoaktiver, herunder minoritetsaktionærens kapitalandele, der følgerig er ikke-kontrollerende, med antallet af udstedte aktier. For det andet finder den det nødvendigt at få besvaret spørgsmålet om, hvorvidt dette direktiv tillægger borgerne rettigheder, og om EU-retten er til hinder for en national lovgivning, som begrænser erstatningen for det tab, der er lidt som følge af den urigtige anvendelse af EU-retten.
- 36 Eftersom de forskellige præjudicielle spørgsmål overlapper hinanden på flere punkter, samles de med henblik på at give den forelæggende ret så præcis en besvarelse som muligt.

Om det tredje og det fjerde spørgsmål

- 37 Med det tredje og det fjerde spørgsmål, som skal behandles samlet, ønsker den forelæggende ret oplyst, om artikel 5, stk. 4, i direktiv 2004/25 er til hinder for en national lovgivning, som foreskriver tre metoder til fastsættelse af en rimelig pris, til hvilken tilbudsgiveren skal tilbagekøbe et selskabs aktier, herunder den metode, der følger af gennemførelsen af dette direktivs artikel 5, stk. 4, første afsnit, og som pålægger til stadighed at anvende den metode, der fører til den højeste pris.
- 38 Som det bl.a. fremgår af niende betragtning til direktiv 2004/25, har direktiv 2004/25 til formål at beskytte interesserne for indehavere af kapitalandele i selskaber, hvormed kontrollen er blevet overtaget af en fysisk eller juridisk person, og tilsigter i denne forbindelse at skabe klarhed og gennemsigtighed i lovgivningen vedrørende overtagelsestilbud (dom af 20.7.2017, Marco Tronchetti Provera m.fl., C-206/16, EU:C:2017:572, præmis 24).

- 39 I henhold til direktivets artikel 1, stk. 1, fastlægger direktivet foranstaltninger til samordning af medlemsstaternes lovbestemmelser vedrørende tilbud om overtagelse af kapitalandele i selskaber, der henhører under en medlemsstats lovgivning, når alle eller nogle af disse kapitalandele er optaget til handel på et reguleret marked (dom af 20.7.2017, Marco Tronchetti Provera m.fl., C-206/16, EU:C:2017:572, præmis 25).
- 40 Direktivets artikel 3, stk. 1, fastsætter – ved at kvalificere dem som generelle principper – de retningslinjer, som skal overholdes ved anvendelsen af direktivet, herunder den, hvorefter indehavere af kapitalandele beskyttes, hvis en person opnår kontrol med selskabet (dom af 20.7.2017, Marco Tronchetti Provera m.fl., C-206/16, EU:C:2017:572, præmis 26).
- 41 For at sikre overholdelsen af disse principper bestemmes det i artikel 3, stk. 2, litra a) og b), i direktiv 2004/25, at medlemsstaterne for det første skal sikre, at minimumskravene i direktivet overholdes, og for det andet kan fastsætte yderligere betingelser og strengere bestemmelser end dem, der kræves i det pågældende direktiv, med henblik på at regulere tilbud (dom af 20.7.2017, Marco Tronchetti Provera m.fl., C-206/16, EU:C:2017:572, præmis 27).
- 42 Under overskriften »Beskyttelse af minoritetsinteresser, obligatorisk tilbud, rimelig pris« fastsætter samme direktivs artikel 5 med henblik på at beskytte interesserne for indehavere af kapitalandele i selskaber i det væsentlige to regler, som er pålagt medlemsstaterne, og én, som de kan vælge at anvende (dom af 20.7.2017, Marco Tronchetti Provera m.fl., C-206/16, EU:C:2017:572, præmis 28).
- 43 Først fastsætter artikel 5, stk. 1, i direktiv 2004/25 princippet om et obligatorisk tilbud om erhvervelse af kapitalandele i et givent selskab. Bestemmelsen fastsætter således, at såfremt en fysisk eller juridisk person ved egen overtagelse eller ved overtagelse gennem personer, der handler i forståelse med vedkommende, kommer i besiddelse af kapitalandele i et selskab, som falder inden for direktivets anvendelsesområde, og som sammenlagt med de pågældendes eksisterende kapitalandele i selskabet og kapitalandele, som besiddes af personer, der handler i forståelse med vedkommende, direkte eller indirekte giver personen kontrol med selskabet, skal medlemsstaterne sikre, at der findes regler, som forpligter den pågældende til at fremsætte et tilbud som et middel til at beskytte minoritetsinteresserne i selskabet, idet et sådant tilbud skal vedrøre alle disse aktionærers andele, og der skal tilbydes en rimelig pris som omhandlet i direktivets artikel 5, stk. 4 (dom af 20.7.2017, Marco Tronchetti Provera m.fl., C-206/16, EU:C:2017:572, præmis 29).
- 44 Ligeledes for at sikre beskyttelsen af minoritetsinteresserne i det selskab, der er omhandlet af overtagelsestilbuddet, fremgår det dernæst af artikel 5, stk. 4, første afsnit, i direktiv 2004/25, at der ved en rimelig pris forstås den højeste pris, der betales for de samme kapitalandele af tilbudsgiveren eller af personer, som handler i forståelse med denne, i en periode, der fastsættes af medlemsstaterne, på mindst seks og højst tolv måneder før det i direktivets artikel 5, stk. 1, nævnte tilbud (dom af 20.7.2017, Marco Tronchetti Provera m.fl., C-206/16, EU:C:2017:572, præmis 30).
- 45 Endelig bestemmes det i artikel 5, stk. 4, andet afsnit, i direktiv 2004/25, at under forudsætning af, at de generelle principper i dette direktivs artikel 3, stk. 1, overholdes, kan medlemsstaterne tillade, at de i nævnte direktivs artikel 4 omhandlede tilsynsmyndigheder ændrer denne pris under klart definerede omstændigheder og kriterier. Medlemsstaterne kan med henblik herpå for det første udarbejde en liste over de omstændigheder, som kan give anledning til, at den højeste pris ændres, opad eller nedad, og for det andet definere de kriterier, der skal anvendes i disse tilfælde, idet det præciseres, at de pågældende omstændigheder og kriterier skal være klart definerede. Eksempler på sådanne omstændigheder og kriterier nævnes i direktivets artikel 5, stk. 4, andet afsnit (dom af 20.7.2017, Marco Tronchetti Provera m.fl., C-206/16, EU:C:2017:572, præmis 31).
- 46 For således at fastsætte en rimelig pris for de kapitalandele, der er genstand for et overtagelsestilbud, fastsætter artikel 5, stk. 4, første afsnit, i direktiv 2004/25 en metode, som ifølge niende betragtning hertil svarer til en fælles definition i Den Europæiske Union.

- 47 I denne henseende kræver opbygningen af dette direktivs artikel 5, stk. 4, at denne metode til fastsættelse af en rimelig pris er den eneste metode, der tillades i denne henseende. Nævnte direktivs artikel 5, stk. 4, andet afsnit, fastsætter nemlig, at når medlemsstaterne har gjort brug af denne mulighed, er det muligt at ændre den rimelige pris, således som det er fastsat i samme direktivs artikel 5, stk. 4, første afsnit.
- 48 Det er følgelig kun i forbindelse med denne beføjelse til at ændre en rimelig pris for kapitalandele, der er genstand for et overtagelsestilbud, at medlemsstaterne kan tillade, at tilsynsmyndighederne ændrer denne pris, som disse kapitalandele skal sælges til, efter metoder, der er forskellige fra dem, der er fastsat i artikel 5, stk. 4, første afsnit, i direktiv 2004/25.
- 49 Når en national lovgivning bestemmer, at en rimelig pris fastlægges efter flere forskellige metoder, hvoraf den ene gengiver den, der er fastsat i dette direktivs artikel 5, stk. 4, første afsnit, kan de øvrige påtænkte metoder dog under visse betingelser anses for at svare til den beføjelse til at ændre en rimelig pris, som er fastsat i nævnte direktivs artikel 5, stk. 4, andet afsnit.
- 50 De betingelser, der i denne henseende skal opfyldes, er de betingelser, der følger af selve ordlyden af sidstnævnte bestemmelse.
- 51 For det første skal de metoder til fastsættelse af en rimelig pris, der er forskellige fra den metode, der er fastsat i artikel 5, stk. 4, første afsnit, i direktiv 2004/25, anvendes af de tilsynsmyndigheder, der oprettes af medlemsstaterne, og under overholdelse af de generelle principper, der er opstillet i dette direktivs artikel 3, stk. 1. For det andet skal disse metoder benyttes »under klart definerede omstændigheder og kriterier«.
- 52 I denne henseende henvises til retspraksis, hvorefter forskrifterne i direktiv 2004/25 – for at sikre såvel overholdelse af retssikkerhedsprincippet som nødvendigheden af at sikre, at direktiverne retligt og ikke blot faktisk anvendes fuldt ud – skal overføres til klar, præcis og gennemskuelig lovgivning, der indeholder bindende bestemmelser på det af direktivet berørte område (jf. i denne retning dom af 20.7.2017, Marco Tronchetti Provera m.fl., C-206/16, EU:C:2017:572, præmis 41).
- 53 Medlemsstaterne er derfor forpligtet til – ved et retligt instrument efter eget valg – at sikre, at de omstændigheder og kriterier, under hensyn til hvilke ændringen af den rimelige pris gennemføres, er »klart definerede« som omhandlet i artikel 5, stk. 4, andet afsnit, i direktiv 2004/25.
- 54 Det tilkommer den forelæggende ret at efterprøve, om FITL, eventuelt sammenholdt med forarbejderne hertil, opfylder disse betingelser.
- 55 Endelig kan det ikke udelukkes, at ændringen af en rimelig pris i et særligt fastlagt tilfælde altid fører til fastsættelse af en højere pris end den, der følger af anvendelsen af artikel 5, stk. 4, første afsnit, i direktiv 2004/25.
- 56 Dette direktivs artikel 5, stk. 4, andet afsnit, bekræfter i øvrigt denne antagelse, idet bestemmelsen fastsætter, at med hensyn til de fastlagte omstændigheder, som eventuelt opstilles af den pågældende medlemsstat, kan den højeste pris ændres opad eller nedad. En fastlagt omstændighed i denne bestemmelses forstand kan således altid føre til fastsættelsen af en pris, der er højere end den rimelige pris, således som det fremgår af de i bestemmelsen nævnte eksempler, bl.a. når den rimelige pris, som fastsat i nævnte direktivs artikel 5, stk. 4, første afsnit, er aftalt mellem køber og sælger.
- 57 Følgelig skal det tredje og det fjerde forelagte spørgsmål besvares med, at artikel 5, stk. 4, i direktiv 2004/25 skal fortolkes således, at bestemmelsen ikke er til hinder for en national lovgivning, som foreskriver tre metoder til fastsættelse af en rimelig pris, til hvilken tilbudsgiveren skal tilbagekøbe et selskabs aktier, herunder den metode, der følger af gennemførelsen af dette direktivs artikel 5, stk. 4, første afsnit, og som pålægger til stadighed at anvende den metode, der fører til den højeste pris,

forudsat at de andre metoder til fastsættelse af en rimelig pris end den, der følger af gennemførelsen af denne artikel 5, stk. 4, første afsnit, anvendes af tilsynsmyndigheden under overholdelse af de generelle principper, der er opstillet i nævnte direktivs artikel 3, stk. 1, og under omstændigheder og efter kriterier, der er fastsat i en klar, præcis og gennemskuelig lovgivning.

Det første og det andet spørgsmål

- 58 Med det første og det andet spørgsmål, som skal behandles samlet, ønsker den forelæggende ret oplyst, om artikel 5, stk. 4, andet afsnit, i direktiv 2004/25 er til hinder for en national lovgivning, som med henblik på et overtagelsestilbud fastsætter aktiernes værdi ved at dividere målselskabets nettoaktiver, herunder minoritetsaktionærs kapitalandele, der følgelig er ikke-kontrollerende, med antallet af udstedte aktier, for så vidt som der ikke er tale om en metode til fastsættelse af aktieprisen, der kan anses for at opfylde kriterierne om at være »klart definerede« i denne bestemmelses forstand.
- 59 Det bemærkes for det første, at kapitalmarkedskommissionen med den omtvistede afgørelse har tilladt sagsøgeren i hovedsagen at afgive et obligatorisk tilbud om tilbagekøb af målselskabets aktier på grundlag af den metode til fastsættelse af aktieprisen, som er fastsat i FITL's artikel 74, stk. 1, nr. 3, og som fastsætter, at aktieværdien beregnes ved at dividere dette selskabs nettoaktiver med antallet af udstedte aktier. I henhold til FITL's artikel 74, stk. 2, er de værdier, der skal anvendes i denne henseende, når målselskabet udarbejder en koncernårsrapport, dem, der fremgår af denne rapport.
- 60 Det skal ligeledes bemærkes dels, at artikel 14, stk. 1, i lov om konsoliderede koncernårsregnskaber fastsætter, at det konsoliderede koncernårsregnskab er resultatet af sammenfatningen af årsregnskaberne for moderselskabet i en koncern med dets datterselskabers årsregnskaber, dels, at denne lovs artikel 21 nærmere angiver, at den andel af egenkapitalen i de konsoliderede datterselskaber, som svarer til minoritetsaktionærs kapitalandele, skal anføres som en særskilt post i selskabets egenkapital under overskriften »Minoritetsinteresser«.
- 61 For at fastsætte prisen for målselskabets aktier inkluderede kapitalmarkedskommissionen i den omtvistede afgørelse, under dette selskabs nettoaktiver, de kapitalandele, der var ejet af minoritetsaktionærer i dets datterselskaber, dvs. kapitalandele, som nævnte selskab ikke var indehaver af.
- 62 Det bemærkes for det andet, og således som det fremgår af de betragtninger, der er anført i nærværende doms præmis 45, at det bestemmes i artikel 5, stk. 4, andet afsnit, i direktiv 2004/25, at under forudsætning af, at de generelle principper i artikel 3, stk. 1, overholdes, kan medlemsstaterne tillade, at de i direktivets artikel 4 omhandlede tilsynsmyndigheder ændrer denne pris under klart definerede omstændigheder og kriterier (dom af 20.7.2017, Marco Tronchetti Provera m.fl., C-206/16, EU:C:2017:572, præmis 31).
- 63 Artikel 5, stk. 4, andet afsnit, i direktiv 2004/25 bestemmer endvidere, at når medlemsstaterne fastsætter, at deres tilsynsmyndigheder ændrer en rimelig pris, kan de definere de kriterier, der skal anvendes i denne henseende, og nævner som eksempel gennemsnitskursen over en bestemt periode, selskabets likvidationsværdi eller andre objektive kriterier, som er almindelig anvendt i finansanalyser.
- 64 Det bemærkes for det tredje, at for at overholde såvel retssikkerhedsprincippet som nødvendigheden af at sikre direktivernes fulde virkning skal forskrifterne i direktiv 2004/25 overføres, således som nævnt i nærværende doms præmis 52, til klar, præcis og gennemskuelig lovgivning, der indeholder bindende bestemmelser på det af direktivet berørte område (jf. i denne retning dom af 20.7.2017, Marco Tronchetti Provera m.fl., C-206/16, EU:C:2017:572, præmis 41).

- 65 Det er i lyset af disse principper, at det skal afgøres, om metoden til prisfastsættelse, der under nettoaktiverne tilhørende målselskabet i et overtagelsestilbud inkluderer de kapitalandele, der ejes af minoritetsaktionærer i dets datterselskaber, indeholder »klart definerede« kriterier som omhandlet i artikel 5, stk. 4, andet afsnit, i direktiv 2004/25.
- 66 For det første, og således som generaladvokaten har fremhævet i punkt 69 i forslaget til afgørelse, skal det bemærkes, at den skønsmargen, som denne bestemmelse giver medlemsstaterne til i tilfælde af en ændring af en rimelig pris at fastsætte de kriterier til fastlæggelse af prisen for kapitalandele, der er genstand for et obligatorisk tilbud om erhvervelse, begrænses af formålet med artikel 5, stk. 4, i direktiv 2004/25 i sin helhed, som består i beregningen af en rimelig pris for disse kapitalandele.
- 67 I dette øjemed, og således som generaladvokaten har anført i punkt 71 i forslaget til afgørelse, kan medlemsstaterne fastsætte ethvert vurderingskriterium, som er almindelig anvendt i finansanalyser, og som gør det muligt at afspejle den faktiske økonomiske værdi af en kapitalandel i målselskabet.
- 68 I sidstnævnte henseende tager IFRS 10, som er gengivet i EU-retten i forordning nr. 1254/2012, samtlige aktiver tilhørende moderselskabet i en koncern og aktiverne tilhørende dets datterselskaber i betragtning, uafhængigt af omfanget af dette selskabs kapitalandele i sidstnævnte datterselskaber. Det følger heraf, at et sådant moderselskabs nettoaktiver bestemmes ved at medregne de andele, der ejes af minoritetsaktionærer i datterselskaberne, der i appendiks A i den del af bilaget til forordning nr. 1254/2012, der omhandler IFRS 10, under betegnelsen »Minoritetsinteresse«, er defineret som værende en »[k]apitalandel i en dattervirksomhed, der ikke direkte eller indirekte kan henføres til en modervirksomhed«.
- 69 IFRS-standarden, som er omhandlet i forordning nr. 1254/2012, har en informationsværdi, idet formålet med IFRS 10 ifølge punkt 1 i den del af bilaget til denne forordning, der vedrører denne IFRS-standard, er »at fastlægge principperne for fremlæggelsen og udarbejdelsen af koncernregnskaber i de tilfælde, hvor en virksomhed har bestemmende indflydelse på en eller flere virksomheder«. Præsentation af minoritetsinteresser gør det i denne henseende muligt at sikre tredjeparts fuldstændige oplysninger om koncernens omfang og rækkevidden af den kontrol, som et moderselskab udøver over sine datterselskaber.
- 70 Identifikationen og omfanget af minoritetsaktionærernes ejerskab af kapitalandele i datterselskaberne til et moderselskab i en koncern kan således være oplysninger af betydning for den finansielle analyse.
- 71 I forbindelse med fastsættelsen af værdien af moderselskabets kapitalandele påhviler det den forelæggende ret med henblik på at afgøre, om denne vurderingsmetode udgør et objektivt vurderingskriterium, som er almindelig anvendt i finansanalyser, at være særligt opmærksom på, at en sådan metode, således som det fremgår af nærværende doms præmis 68 og 69, kræver, at kapitalandele i datterselskaberne til et moderselskab, der ikke ejes af denne, medregnes.
- 72 For det andet skal enhver metode til fastsættelse af en rimelig pris, der følger af ændringsbeføjelsen fastsat i artikel 5, stk. 4, andet afsnit, i direktiv 2004/25 kunne udledes tilstrækkeligt klart, præcist og forudsigeligt af den lovgivning, hvori den er fastsat, idet denne ligeledes skal være klar, præcis og gennemskuelig (jf. i denne retning dom af 20.7.2017, Marco Tronchetti Provera m.fl., C-206/16, EU:C:2017:572, præmis 41).
- 73 Det skal i denne henseende bemærkes, at det fremgår af de sagsakter, som Domstolen er i besiddelse af, dels, at FITL's artikel 74, stk. 1, nr. 3, ikke giver en definitionen af begrebet »nettoaktiver«, som bestemmelsen benytter som parameter i metoden til fastsættelse af en rimelig pris, som fastsat i denne bestemmelse, dels, at selv om artikel 21 i lov om konsoliderede koncernårsregnskaber fastsætter, at den andel af konsoliderede datterselskabers egenkapital, som svarer til dets minoritetsaktionærers

kapitalandele, skal anføres som en særskilt post i selskabets egenkapital under overskriften »Minoritetsinteresser«, indeholder denne bestemmelse ikke en henvisning til nettoaktiver tilhørende moderselskabet i en koncern.

- 74 Henset til disse forhold tilkommer det den forelæggende ret at efterprøve, om FITL's artikel 74, stk. 1, nr. 3, skal fortolkes således, at begrebet »nettoaktiver« tilstrækkeligt klart, præcist og forudsigeligt kan forstås som omfattende kapitalandele ejet af minoritetsaktionærer i dette moderselskabs datterselskaber i en situation med et moderselskab i en koncern, der udarbejder en koncernårsrapport.
- 75 Det bemærkes endvidere, at den forelæggende ret i henhold til princippet om fortolkning i overensstemmelse med EU-retten ved anvendelsen af national ret ikke alene er forpligtet til at tage hensyn til samtlige nationale bestemmelser, men også til at benytte sig af alle de fortolkningsmetoder, der er anerkendt i denne, for i videst muligt omfang at fortolke den i lyset af direktivets ordlyd og formål med henblik på at opnå det med direktivet tilsigtede resultat og således handle i overensstemmelse med artikel 288, stk. 3, TEUF (jf. i denne retning dom af 19.1.2010, Küçükdeveci, C-555/07, EU:C:2010:21, præmis 48).
- 76 Det er under hensyntagen til disse principper, at det tilkommer den forelæggende ret at afgøre, om den kan anlægge den fortolkning af FITL's artikel 74, stk. 1, nr. 3, som er nævnt i nærværende doms præmis 74, eller om den, således som det fremgår af forelæggelsesafgørelsen, i teleologisk henseende skal anlægge en indskrænkende fortolkning af denne bestemmelse og ikke medregne kapitalandele ejet af minoritetsaktionærer som nettoaktiver tilhørende målselskabet i et overtagelsestilbud for at fastsætte prisen for dette selskabs aktier.
- 77 Følgelig skal det første og det andet forelagte spørgsmål besvares med, at artikel 5, stk. 4, andet afsnit, i direktiv 2004/25 skal fortolkes således, at bestemmelsen er til hinder for en national lovgivning, som med henblik på et overtagelsestilbud fastsætter aktiernes værdi ved at dividere målselskabets nettoaktiver, herunder minoritetsaktionærers kapitalandele, der følgelig er ikke-kontrollerende, med antallet af udstedte aktier, medmindre der er tale om en metode til fastsættelse af aktieprisen, der er baseret på et objektivi vurderingskriterium, som er almindelig anvendt i finansanalyser og kan anses for at være »klart defineret« i denne bestemmelses forstand, hvilket det tilkommer den forelæggende ret at efterprøve.

Det sjette spørgsmål

- 78 Med det sjette spørgsmål ønsker den forelæggende ret oplyst, om direktiv 2004/25 i forbindelse med et overtagelsestilbud tillægger tilbudsgiver rettigheder, der kan bringes i anvendelse i forbindelse med en sag om statens ansvar.
- 79 Det bemærkes, at Domstolen hvad angår betingelserne for statens erstatningsansvar for tab, som er forvoldt borgerne på grund af tilsidesættelser af EU-retten, der må tilregnes staten, gentagne gange har fastslået, at skadelidte borgere har en ret til erstatning, såfremt tre betingelser er opfyldt, nemlig at den EU-retlige bestemmelse, der er tilsidesat, har til formål at tillægge dem rettigheder, at tilsidesættelsen af denne bestemmelse er tilstrækkelig kvalificeret, og at der er en direkte årsagsforbindelse mellem denne tilsidesættelse og borgernes tab (dom af 28.7.2016, Tomášová, C-168/15, EU:C:2016:602, præmis 22 og den deri nævnte retspraksis).
- 80 Det følger ligeledes af fast retspraksis, at det principielt er de nationale retsinstanser, der skal anvende betingelserne for, at medlemsstaterne ifalder ansvar for de skader, som borgerne er blevet forvoldt på grund af tilsidesættelser af EU-retten, i overensstemmelse med de anvisninger, som Domstolen har givet herfor (dom af 4.10.2018, Kantarev, C-571/16, EU:C:2018:807, præmis 95 og den deri nævnte retspraksis).

- 81 Hvad for det første angår spørgsmålet om, hvorvidt artikel 5, stk. 4, i direktiv 2004/25 har direkte virkning, skal det fremhæves, at retspraksis ikke opstiller et krav om, at en sådan betingelse skal være opfyldt, for at en medlemsstat kan pålægges ansvar for tilsidesættelse af EU-retten, idet den betingelse, som kræves efter retspraksis, er, at en sådan bestemmelse tillægger borgerne rettigheder (jf. i denne retning dom af 4.10.2018, Kantarev, C-571/16, EU:C:2018:807, præmis 97 og 104 og den deri nævnte retspraksis).
- 82 For det andet er det korrekt, at artikel 4, stk. 6, i direktiv 2004/25 bl.a. bestemmer, at dette direktiv ikke berører medlemsstaternes beføjelser til dels at fastsætte regler om, hvorvidt og under hvilke omstændigheder tilbudsparter har ret til at iværksætte en administrativ eller retslig procedure, herunder de beføjelser, retsinstanser i en medlemsstat måtte have til at afvise en sag og til at tage stilling til, om en sådan sag kan påvirke udfaldet af tilbuddet, dels at afgøre retsstillingen i forbindelse med tilsynsmyndighedernes ansvar eller retstvister mellem tilbudsparterne.
- 83 Tredje punktum i artikel 4, stk. 6, i direktiv 2004/25, der vedrører retsstillingen i forbindelse med tilsynsmyndighedernes ansvar, kan imidlertid ikke betyde, at medlemsstaterne kan fastsætte bestemmelser, der forbyder parterne i et overtagelsestilbud at anlægge sag om statens ansvar på grund af en kvalificeret tilsidesættelse af EU-retten i forbindelse med et sådant tilbud, og dette er tilfældet af to grunde.
- 84 For det første begrænser dette tredje punktum sig til at anføre, at direktiv 2004/25 ikke berører medlemsstaternes beføjelse til at afgøre retsstillingen i forbindelse med tilsynsmyndighedernes ansvar, men giver på ingen måde medlemsstaterne mulighed for, som i direktivets artikel 4, stk. 6, første punktum, at bestemme, at parterne i et overtagelsestilbud ikke må indlede en administrativ eller retslig procedure.
- 85 For det andet bemærkes, at EU-rettens fulde virkning og den effektive beskyttelse af borgernes rettigheder i henhold hertil i givet fald kan sikres ved princippet om, at staten er ansvarlig for tab, som er forvoldt borgerne på grund af tilsidesættelser af EU-retten, der må tilregnes staten, idet dette princip er en væsentlig del af systemet i traktaterne, som Unionen er baseret på, og gælder i alle tilfælde, hvor en medlemsstat har overtrådt EU-retten, uanset hvilken myndighed der er skyld i denne tilsidesættelse (dom af 19.12.2019, Deutsche Umwelthilfe, C-752/18, EU:C:2019:1114, præmis 54 og 55 og den deri nævnte retspraksis).
- 86 For det tredje er det korrekt, at hovedformålet med direktiv 2004/25 er at beskyttelse minoritetsinteresser i målselskabet i et overtagelsestilbud.
- 87 I denne henseende fastsætter artikel 5, stk. 1, i direktiv 2004/25 for det første, at en person, som ved egen overtagelse kommer i besiddelse af kapitalandele i et selskab, og som sammenlagt med pågældendes eksisterende kapitalandele i selskabet og kapitalandele, som besiddes af personer, der handler i forståelse med vedkommende, direkte eller indirekte giver personen en bestemt procentdel af stemmerettighederne i dette selskab, hvorved den pågældende opnår kontrol med selskabet, er forpligtet til at fremsætte et tilbud som et middel til at beskytte minoritetsinteresserne i nævnte selskab. For det andet anføres det i dette direktivs artikel 5, stk. 4, første afsnit, at den person, der således er forpligtet til at fremsætte et overtagelsestilbud på mindretalsaktionærernes kapitalandele, skal tilbyde en rimelig pris, der svarer til den højeste pris, der af denne betales for de samme kapitalandele eller af personer, som handler i forståelse med denne, i en periode, der fastsættes af medlemsstaterne, på mindst seks og højst tolv måneder.
- 88 Ikke desto mindre tilsigter reglen om fastsættelse af en rimelig pris i artikel 5, stk. 4, i direktiv 2004/25 i lige så høj grad at beskytte tilbudsgiveren, for så vidt som den giver mulighed for at fastsætte den maksimumspris, som skal betales til minoritetsaktionærerne i forbindelse med et overtagelsestilbud, og som svarer til, således som generaladvokaten har anført i punkt 38 i forslaget til afgørelse, det, som denne tilbudsgiver var indstillet på at betale i den periode, der gik forud for dette tilbud.

- 89 Beføjelsen til at ændre en rimelig pris, som fastsat i dette direktivs artikel 5, stk. 4, andet afsnit, vil ligeledes kunne beskytte tilbudsgivers interesser, eftersom denne bestemmelse tager sigte på den antagelse, at en rimelig pris kan ændres nedad under visse af medlemsstaterne definerede omstændigheder.
- 90 Idet artikel 5, stk. 4, første og andet afsnit, i direktiv 2004/25 således har en direkte indvirkning på retsstillingen for den person, som er forpligtet til at afgive et overtagelsestilbud på minoritetsaktionærernes kapitalandele i målselskabet, udgør denne bestemmelse en EU-retlig bestemmelse, som har til formål at tillægge borgerne rettigheder, i den foreliggende sag tilbudsgiveren.
- 91 Følgelig skal det sjette forelagte spørgsmål besvares med, at direktiv 2004/25 skal fortolkes således, at det i forbindelse med et overtagelsestilbud tillægger tilbudsgiver rettigheder, der kan bringes i anvendelse i forbindelse med en sag om statens ansvar.

Det femte spørgsmål

- 92 Med det femte spørgsmål ønsker den forelæggende ret oplyst, om EU-retten skal fortolkes således, at den er til hinder for en national lovgivning, som fastsætter, at i et tilfælde, hvor medlemsstaten ifalder et ansvar for det forvoldte økonomiske tab som følge af en tilsidesættelse af en EU-retlig regel ved en afgørelse fra en administrativ myndighed i denne stat, kan erstatningen for det deraf følgende økonomiske tab nedsættes til 50% af tabsbeløbet.
- 93 Artikel 13 i lov om erstatning for tab fastsætter, at når det i henhold til denne lovs artikel 12 beregnede beløb ikke overstiger 142 288 EUR, er den passende erstatning for tab forvoldt af en offentlig myndighed på 100% heraf, når dette beløb er på mellem 142 289 EUR og 1 422 872 EUR kan denne erstatning fastsættes til 50-100% heraf, og når nævnte beløb overstiger 1 422 872 EUR, kan erstatningen være lavere end 50% heraf.
- 94 I henhold til denne bestemmelse har Administratīvā apgabaltiesa (appeldomstolen i forvaltningsretlige sager) nedsat erstatningen for det af sagsøgeren i hovedsagen lidte tab, som udgjorde et beløb på over 1 422 872 EUR, til 50% heraf.
- 95 Selv om artikel 4, stk. 6, i direktiv 2004/25, således som det fremgår af nærværende doms præmis 82, nævner, at denne bestemmelse ikke berører medlemsstaternes beføjelse til at afgøre retsstillingen i forbindelse med tilsynsmyndighedernes ansvar eller retstvister mellem tilbudsparterne, skal det fremhæves, at betingelserne i de nationale lovgivninger for erstatning af tab ikke må være mindre gunstige end dem, der gælder for tilsvarende søgsmål efter national ret (ækvivalensprincippet), og ikke må være udformet således, at de i praksis gør det umuligt eller urimeligt vanskeligt at opnå erstatning (effektivitetsprincippet) (dom af 29.7.2019, Hochtief Solutions Magyarországi Fióktelepe, C-620/17, EU:C:2019:630, præmis 45 og den deri nævnte retspraksis).
- 96 Hvad angår ækvivalensprincippet fremgår det af anmodningen om præjudiciel afgørelse, at muligheden for at nedsætte erstatningsbeløbet for det økonomiske tab gælder såvel ved tilsidesættelse af lettisk ret som ved tilsidesættelse af EU-retten.
- 97 Hvad angår effektivitetsprincippet fremgår det af Domstolens praksis, at erstatningen for skade, der er forvoldt borgerne ved overtrædelser af EU-retten, skal være egnet til at erstatte det af de sidstnævnte lidte tab, således at der sikres en effektiv beskyttelse af deres rettigheder (dom af 29.7.2019, Hochtief Solutions Magyarországi Fióktelepe, C-620/17, EU:C:2019:630, præmis 46 og den deri nævnte retspraksis).

- 98 Som generaladvokaten i det væsentlige har fremhævet i punkt 104 i sit forslag til afgørelse, kan en national retsregel, hvorefter det i et tilfælde, hvor medlemsstaten ifalder et ansvar for det forvoldte tab som følge af en tilsidesættelse af en EU-retlig regel ved en afgørelse fra en offentlig myndighed i denne stat, er muligt at begrænse erstatningen for det deraf følgende tab, som kan opgøres præcist, til 50% af dette tab, imidlertid ikke opfylde kravet om en passende erstatning for dette tab.
- 99 Det følger heraf, at en sådan national retsregel ikke overholder effektivitetsprincippet.
- 100 Følgelig skal det femte forelagte spørgsmål besvares med, at EU-retten skal fortolkes således, at den er til hinder for en national lovgivning, som fastsætter, at i et tilfælde, hvor medlemsstaten ifalder et ansvar for det forvoldte økonomiske tab som følge af en tilsidesættelse af en EU-retlig regel ved en afgørelse fra en administrativ myndighed i denne stat, kan erstatningen for det deraf følgende økonomiske tab nedsættes til 50% af tabsbeløbet.

Sagsomkostninger

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

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

- 1) Artikel 5, stk. 4, i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/25/EF af 21. april 2004 om overtagelsestilbud skal fortolkes således, at bestemmelsen ikke er til hinder for en national lovgivning, som foreskriver tre metoder til fastsættelse af en rimelig pris, til hvilken tilbudsgiveren skal tilbagekøbe et selskabs aktier, herunder den metode, der følger af gennemførelsen af dette direktivs artikel 5, stk. 4, første afsnit, og som pålægger til stadighed at anvende den metode, der fører til den højeste pris, forudsat at de andre metoder til fastsættelse af en rimelig pris end den, der følger af gennemførelsen af denne artikel 5, stk. 4, første afsnit, anvendes af tilsynsmyndigheden under overholdelse af de generelle principper, der er opstillet i nævnte direktivs artikel 3, stk. 1, og under omstændigheder og efter kriterier, der er fastsat i en klar, præcis og gennemskuelig lovgivning.
- 2) Artikel 5, stk. 4, andet afsnit, i direktiv 2004/25 skal fortolkes således, at bestemmelsen er til hinder for en national lovgivning, som med henblik på et overtagelsestilbud fastsætter aktiernes værdi ved at dividere målselskabets nettoaktiver, herunder minoritetsaktionærens kapitalandele, der følgelig er ikke-kontrollerende, med antallet af udstedte aktier, medmindre der er tale om en metode til fastsættelse af aktieprisen, der er baseret på et objektivt vurderingskriterium, som er almindelig anvendt i finansanalyser og kan anses for at være »klart defineret« i denne bestemmelses forstand, hvilket det tilkommer den forelæggende ret at efterprøve.
- 3) Direktiv 2004/25 skal fortolkes således, at det i forbindelse med et overtagelsestilbud tillægger tilbudsgiver rettigheder, der kan bringes i anvendelse i forbindelse med en sag om statens ansvar.
- 4) EU-retten skal fortolkes således, at den er til hinder for en national lovgivning, som fastsætter, at i et tilfælde, hvor medlemsstaten ifalder et ansvar for det forvoldte økonomiske tab som følge af en tilsidesættelse af en EU-retlig regel ved en afgørelse fra en administrativ myndighed i denne stat, kan erstatningen for det deraf følgende økonomiske tab nedsættes til 50% af tabsbeløbet.

Underskrifter