



Συλλογή της Νομολογίας

ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΤΗΣ ΓΕΝΙΚΗΣ ΕΙΣΑΓΓΕΛΕΑ

JULIANE KOKOTT

της 10ης Σεπτεμβρίου 2020¹

Υπόθεση C-735/19

Euromin Holdings (Cyprus) Limited

κατά

Finanšu un kapitāla tirgus komisija (επιτροπής χρηματοπιστωτικών αγορών και κεφαλαιαγοράς, Λεττονία)

[αίτηση του Augstākā tiesa (Senāts) (Ανώτατου Δικαστηρίου, Λεττονία)
για την έκδοση προδικαστικής αποφάσεως]

«Προδικαστική παραπομπή – Δίκαιο εταιριών – Οδηγία 2004/25/ΕΚ – Δημόσιες προσφορές εξαγοράς – Προστασία των μετόχων μειοψηφίας – Υποχρεωτική προσφορά – Άρθρο 5, παράγραφος 4 – Καθορισμός δίκαιης τιμής προσφοράς – Λήψη ως βάση διαφορετικής τιμής από την ανώτερη τιμή που κατέβαλε ο προσφέρων – Έγκριση της τιμής προσφοράς από την εποπτική αρχή – Υπολογισμός της τιμής μετοχής βάσει της αξίας της επιχείρησης – Αντικειμενικά κριτήρια εκτιμήσεως χρησιμοποιούμενα εν γένει σε χρηματοοικονομικές αναλύσεις – Ευθύνη του κράτους λόγω εσφαλμένης μεταφοράς στο εθνικό δίκαιο και λόγω εσφαλμένης εφαρμογής του δικαίου της Ένωσης – Αξίωση του προσφέροντος για αποζημίωση λόγω καθορισμού υψηλότερης τιμής – Κατ' αποκοπή μείωση της αξιώσεως για αποζημίωση – Εύλογος χαρακτήρας της αποζημιώσεως»

I. Εισαγωγή

1. Η εκ μέρους επενδυτή απόκτηση μετοχών εταιρίας, εφόσον του παρέχει τη δυνατότητα στο εξής να ελέγχει τις δραστηριότητες της εταιρίας αυτής, παράγει αποτελέσματα όχι μόνο για τη διοίκηση αλλά και για τους μετόχους της εταιρίας. Τούτο διότι οι τελευταίοι είχαν λάβει την απόφαση να επενδύσουν υπό διαφορετικές συνθήκες και επομένως ενδέχεται, ανάλογα με τις περιστάσεις, να μην επιθυμούν πλέον να συμμετέχουν στην εταιρία. Αυτός είναι ο λόγος για τον οποίο η ευρωπαϊκή οδηγία για τις εξαγορές² επιβάλλει σε επενδυτή που αποκτά τον έλεγχο εταιρίας, τον λεγόμενο «προσφέροντα», να υποβάλει προσφορά στους εναπομείναντες μετόχους μειοψηφίας για την εξαγορά των συμμετοχών τους σε δίκαιη τιμή. Συναφώς, η οδηγία θεωρεί δίκαιη την ανώτερη τιμή που κατέβαλε ο προσφέρων εντός συγκεκριμένης περιόδου πριν από την εξαγορά της ίδιας της εταιρίας, προκειμένου να αποκτήσει τους τίτλους αυτής.

¹ Γλώσσα του πρωτοτύπου: η γερμανική.

² Οδηγία 2004/25/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 21ης Απριλίου 2004, για τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς (ΕΕ 2004, L 142, σ. 12), όπως τροποποιήθηκε με την οδηγία 2014/59/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 15ης Μαΐου 2014 (στο εξής: οδηγία 2004/25) (ΕΕ 2014, L 173, σ. 190).

2. Η παρούσα αίτηση προδικαστικής αποφάσεως αφορά, αφενός, το ζήτημα αν και υπό ποιες προϋποθέσεις τα κράτη μέλη μπορούν να υποχρεώσουν τον προσφέροντα να καταβάλει στους υπόλοιπους εταίρους διαφορετική τιμή από την ανώτερη τιμή αγοράς που κατέβαλε. Ορισμένες πτυχές της προβληματικής αυτής έχουν ήδη εξεταστεί από το Δικαστήριο στο πλαίσιο άλλης διαδικασίας³.

3. Αφετέρου, ανακύπτει το ζήτημα αν ο προσφέρων έχει δικαιώματα έναντι κράτους μέλους το οποίο τον υποχρέωσε να καταβάλει υψηλότερη τιμή και, σε περίπτωση καταφατικής απαντήσεως, ποια είναι τα δικαιώματα αυτά.

A. Το δίκαιο της Ένωσης

1. Η οδηγία 2004/25

4. Στις αιτιολογικές σκέψεις 6 έως 9 της οδηγίας 2004/25 προβλέπονται, μεταξύ άλλων, τα εξής:

«(6) Οι ρυθμίσεις για την εξαγορά, προκειμένου να είναι αποτελεσματικές, θα πρέπει να είναι ευέλικτες και να επιτρέπουν την αντιμετώπιση νέων δεδομένων και, ως εκ τούτου, θα πρέπει να προβλέπουν τη δυνατότητα εξαιρέσεων και παρεκκλίσεων. Ωστόσο, κατά την εφαρμογή θεσπισμένων κανόνων ή εξαιρέσεων ή κατά την παραχώρηση παρεκκλίσεων, οι εποπτικές αρχές θα πρέπει να τηρούν ορισμένες γενικές αρχές.

[...]

(8) Σύμφωνα με τις γενικές αρχές του κοινοτικού δικαίου, και ιδίως το δικαίωμα για δίκαιη δίκη, οι αποφάσεις εποπτεύουσας αρχής θα πρέπει να μπορούν να ελέγχονται από ανεξάρτητο δικαστήριο, όταν συντρέχουν οι κατάλληλες περιστάσεις. Εντούτοις, θα πρέπει να επαφίεται στα κράτη μέλη να προσδιορίζουν κατά πόσον θα πρέπει να χορηγούνται δικαιώματα των οποίων θα είναι δυνατή η επίκληση στο πλαίσιο διοικητικών ή δικαστικών διαδικασιών, είτε πρόκειται για διαδικασίες κατά της εποπτεύουσας αρχής είτε για διαδικασίες μεταξύ μετεχόντων σε προσφορά.

(9) Τα κράτη μέλη θα πρέπει να λαμβάνουν τα αναγκαία μέτρα για την προστασία των κατόχων τίτλων, ιδίως των κατόχων μειοψηφουσών συμμετοχών, μετά την απόκτηση του ελέγχου των εταιρειών τους. Τα κράτη μέλη θα πρέπει να διασφαλίζουν την προστασία αυτή, επιβάλλοντας στο πρόσωπο το οποίο έχει αποκτήσει τον έλεγχο μιας εταιρείας την υποχρέωση να απευθύνει προσφορά σε όλους τους κατόχους τίτλων της εν λόγω εταιρείας για την εξαγορά του συνόλου των συμμετοχών τους σε δίκαιη τιμή, σύμφωνα με κοινό ορισμό. [...]»

³ Απόφαση της 20ής Ιουλίου 2017, Marco Tronchetti Provera κ.λπ. (C-206/16, EU:C:2017:572).

5. Το άρθρο 3 της οδηγίας 2004/25 ορίζει τα ακόλουθα:

«1. Για τους σκοπούς της εφαρμογής της παρούσας οδηγίας, τα κράτη μέλη εξασφαλίζουν την τήρηση των ακόλουθων αρχών:

- α) όλοι οι κάτοχοι των τίτλων μιας υπό εξαγορά εταιρίας της ίδιας κατηγορίας πρέπει να τυγχάνουν ισότιμης μεταχείρισης· επιπλέον, εάν ένα πρόσωπο αποκτήσει τον έλεγχο της εταιρίας, οι λοιποί κάτοχοι τίτλων πρέπει να προστατεύονται·
- β) οι κάτοχοι των τίτλων μιας υπό εξαγορά εταιρείας πρέπει να διαθέτουν επαρκή χρόνο και ενημέρωση, προκειμένου να μπορούν να καταλήξουν σε απόφαση για την προσφορά ύστερα από κατάλληλη πληροφόρηση [...]
- γ) το συμβούλιο μιας υπό εξαγορά εταιρείας πρέπει να ενεργεί προς το συμφέρον της εταιρείας εν τω συνόλω της και δεν πρέπει να αφαιρεί από τους κατόχους τίτλων τη δυνατότητα να αποφασίζουν για το αξιόλογο της προσφοράς·
- δ) δεν επιτρέπεται η δημιουργία τεχνητών αγορών των τίτλων της υπό εξαγορά εταιρείας, της προσφέρουσας εταιρείας ή οποιασδήποτε άλλης εταιρείας που έχει σχέση με την προσφορά κατά τρόπο που να οδηγεί σε τεχνητή αύξηση ή μείωση της αξίας των τίτλων αυτών και σε στρέβλωση της ομαλής λειτουργίας των αγορών·

[...]

2. Για τον σκοπό της τήρησης των αρχών που προβλέπονται στην παράγραφο 1, τα κράτη μέλη:

- α) εξασφαλίζουν ότι πληρούνται οι ελάχιστες απαιτήσεις που θεσπίζονται με την παρούσα οδηγία·
- β) μπορούν να προβλέπουν πρόσθετους όρους και αυστηρότερες διατάξεις από τα προβλεπόμενα στην παρούσα οδηγία για τη ρύθμιση των προσφορών.»

6. Το άρθρο 4, παράγραφος 6, της οδηγίας αυτής έχει ως εξής:

«Η παρούσα οδηγία δεν θίγει την εξουσία των κρατών μελών να ορίζουν τις αρχές –δικαστικές ή άλλες– που είναι αρμόδιες να επιλύουν τις διαφορές και να αποφαινούνται για τυχόν παρατυπίες στη διαδικασία προσφοράς, ούτε την εξουσία των κρατών μελών να ρυθμίζουν εάν και υπό ποιες προϋποθέσεις οι μετέχοντες στην προσφορά έχουν δικαίωμα να προσφεύγουν σε διοικητική ή δικαστική επίλυση των διαφορών. Ειδικότερα, η παρούσα οδηγία δεν θίγει την εξουσία που μπορεί να έχουν δικαστήρια κράτους μέλους να αρνούνται την εκδίκαση υποθέσεως και να αποφασίζουν εάν η συγκεκριμένη δίκη επηρεάζει ή όχι την έκβαση της προσφοράς. Η παρούσα οδηγία δεν θίγει την εξουσία των κρατών μελών να ορίζουν τη νομική κατάσταση όσον αφορά την ευθύνη των εποπτικών αρχών, ή τις διαφορές μεταξύ των μετεχόντων στην προσφορά.»

7. Το άρθρο 5 της ίδιας οδηγίας, με τίτλο «Προστασία των μειοψηφούντων μετόχων, υποχρεωτική προσφορά και δίκαιη τιμή», προβλέπει τα εξής:

«1. Εάν ένα φυσικό ή νομικό πρόσωπο, λόγω της απόκτησης από το ίδιο ή από πρόσωπα που ενεργούν σε συνεννόηση μαζί του, έχει στην κατοχή του τίτλους εταιρείας [...] οι οποίοι, [...] του παρέχουν, [...], δεδομένο ποσοστό δικαιωμάτων ψήφου στην εν λόγω εταιρεία, με το οποίο

αποκτά τον έλεγχο της, τα κράτη μέλη εξασφαλίζουν ότι το πρόσωπο αυτό είναι υποχρεωμένο να υποβάλει προσφορά ως μέσο προστασίας των μειοψηφούντων μετόχων της εταιρείας αυτής. Η προσφορά αυτή πρέπει να απευθύνεται, το συντομότερο δυνατό, προς όλους τους κατόχους των τίτλων αυτών, για όλες τις συμμετοχές τους, σε δίκαιη τιμή όπως ορίζεται στην παράγραφο 4.

[...]

4. Ως δίκαιη τιμή θεωρείται η ανώτερη τιμή που κατέβαλε για τους ίδιους τίτλους ο προσφέρων ή τα πρόσωπα που ενεργούν σε συνεννόηση με αυτόν, επί μια περίοδο της οποίας η διάρκεια καθορίζεται από τα κράτη μέλη αλλά δεν μπορεί να είναι μικρότερη των έξι μηνών και μεγαλύτερη των δώδεκα μηνών πριν από την προσφορά που αναφέρεται στην παράγραφο 1. Εάν, μετά τη δημοσιοποίηση της προσφοράς και πριν κλείσει η προσφορά για αποδοχή, ο προσφέρων ή πρόσωπο που ενεργεί σε συνεννόηση με αυτόν, αγοράζουν τίτλους σε τιμή ανώτερη της τιμής προσφοράς, ο προσφέρων αυξάνει την προσφορά του όχι λιγότερο από την ανώτερη τιμή που κατέβαλε για τους ούτως αποκτηθέντες τίτλους.

Υπό τον όρο ότι τηρούνται οι γενικές αρχές του άρθρου 3 παράγραφος 1, τα κράτη μέλη μπορούν να εξουσιοδοτούν τις εποπτικές αρχές τους να προσαρμόζουν την τιμή που προβλέπεται στο πρώτο εδάφιο, υπό δεδομένες προϋποθέσεις και με κριτήρια που προσδιορίζονται σαφώς. Προς τούτο, τα κράτη μέλη δύνανται να καταρτίζουν πίνακα των περιπτώσεων στις οποίες η ανώτερη τιμή δύναται να προσαρμόζεται προς τα πάνω ή προς τα κάτω, όπως, παραδείγματος χάριν, όταν η ανώτερη τιμή καθορίζεται με συμφωνία μεταξύ αγοραστή και πωλητή, όταν οι τιμές της αγοράς για τους συγκεκριμένους τίτλους έχουν υποστεί χειρισμούς, όταν έκτακτα γεγονότα έχουν επηρεάσει τις τιμές της αγοράς, γενικά ή ορισμένες τιμές ειδικότερα, ή όταν πρόκειται για τη διάσωση προβληματικής επιχείρησης. Τα κράτη μέλη μπορούν, επίσης, να καθορίζουν τα εφαρμοστέα στις περιπτώσεις αυτές κριτήρια, όπως π.χ. τη μέση τιμή της αγοράς για μια συγκεκριμένη περίοδο, την αξία εκκαθάρισης της εταιρείας ή άλλα αντικειμενικά κριτήρια αξιολόγησης χρησιμοποιούμενα, εν γένει, σε χρηματοοικονομικές αναλύσεις.

Κάθε απόφαση της εποπτικής αρχής με την οποία προσαρμόζεται η δίκαιη τιμή, πρέπει να αιτιολογείται και να δημοσιοποιείται.

[...]»

2. Κανονισμός 1254/2012

8. Ο κανονισμός (ΕΕ) 1254/2012 της Επιτροπής, της 11ης Δεκεμβρίου 2012, σχετικά με την τροποποίηση του κανονισμού (ΕΚ) 1126/2008 για την υιοθέτηση ορισμένων διεθνών λογιστικών προτύπων σύμφωνα με τον κανονισμό (ΕΚ) 1606/2002 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά το Διεθνές Πρότυπο Χρηματοοικονομικής Αναφοράς 10, το Διεθνές Πρότυπο Χρηματοοικονομικής Αναφοράς 11, το Διεθνές Πρότυπο Χρηματοοικονομικής Αναφοράς 12, το Διεθνές Λογιστικό Πρότυπο 27 (2011) και το Διεθνές Λογιστικό Πρότυπο 28 (2011)⁴, διέπει τη μεταφορά ορισμένων διεθνών λογιστικών προτύπων στο δίκαιο της Ένωσης.

⁴ ΕΕ 2012, L 360, σ. 1.

9. Το σημείο 22 του παραρτήματος του κανονισμού αυτού που αφορά το Διεθνές Πρότυπο Χρηματοοικονομικής Αναφοράς 10, Ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις (στο εξής: ΔΠΧΑ 10:22), υπό τον τίτλο «Μη ελέγχουσες συμμετοχές», προβλέπει τα εξής:

«Μια μητρική εταιρεία θα παρουσιάζει τις μη ελέγχουσες συμμετοχές στην ενοποιημένη κατάσταση της οικονομικής θέσης στα ίδια κεφάλαια, ξεχωριστά από τα ίδια κεφάλαια των ιδιοκτητών της μητρικής εταιρείας.»

10. Το προσάρτημα Α του εν λόγω παραρτήματος, με τίτλο «Ορισμοί», ορίζει ως «Ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις» τις «οικονομικές καταστάσεις *ομίλου* στις οποίες τα περιουσιακά στοιχεία, οι υποχρεώσεις, τα έσοδα, τα έξοδα και οι ταμειακές ροές της *μητρικής* και των *θυγατρικών* της εμφανίζονται ως εάν επρόκειτο για μία ενιαία οικονομική οντότητα»⁵.

11. Η έννοια της «μη ελέγχουσας συμμετοχής» ορίζεται στο ίδιο σημείο ως «Συμμετοχή σε μια *θυγατρική* που δεν αναλογεί, άμεσα ή έμμεσα, σε *μητρική* εταιρεία»⁶.

B. Το λεττονικό δίκαιο

12. Το άρθρο 74, παράγραφος 1, του Finanšu instrumentu tirgus likums (νόμου για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων, στο εξής: FITL) καθορίζει τον τρόπο υπολογισμού της τιμής προσφοράς επί δημόσιας υποχρεωτικής προσφοράς. Κατά την εν λόγω διάταξη, η τιμή αυτή δεν μπορεί να είναι κατώτερη από:

- «1) την τιμή στην οποία ο προσφέρων ή πρόσωπα που ενεργούν σε συνεννόηση με αυτόν αγόρασαν τις μετοχές της υπό εξαγορά εταιρίας κατά τους δώδεκα προηγούμενους μήνες. Σε περίπτωση αγοράς των μετοχών σε διαφορετικές τιμές, τιμή εξαγοράς είναι η υψηλότερη από τις τιμές αγοράς των μετοχών κατά τους δώδεκα μήνες που προηγήθηκαν της δημιουργίας νομικής υποχρέωσης για την υποβολή προσφοράς εξαγοράς·
- 2) τη σταθμισμένη μέση τιμή της μετοχής στην οργανωμένη αγορά ή στον πολυμερή μηχανισμό διαπραγμάτευσης με τον μεγαλύτερο όγκο συναλλαγών των υπό εξαγορά μετοχών κατά τους τελευταίους δώδεκα μήνες. Η σταθμισμένη μέση τιμή της μετοχής υπολογίζεται με βάση την τιμή των δώδεκα μηνών που προηγήθηκαν της δημιουργίας νομικής υποχρέωσης για την υποβολή προσφοράς εξαγοράς·
- 3) την αξία της μετοχής που προκύπτει από τη διαίρεση των καθαρών στοιχείων του ενεργητικού της υπό εξαγορά εταιρίας διά του αριθμού των εκδοθεισών μετοχών. Η αξία των καθαρών στοιχείων του ενεργητικού υπολογίζεται με την αφαίρεση των ιδίων μετοχών και των υποχρεώσεων από τη συνολική αξία των στοιχείων του ενεργητικού της υπό εξαγορά εταιρίας. Εάν η υπό εξαγορά εταιρία διαθέτει μετοχές διάφορων ονομαστικών αξιών, για τον υπολογισμό της αξίας της μετοχής, τα καθαρά στοιχεία του ενεργητικού διαιρούνται ανάλογα με το ποσοστό του συνολικού μετοχικού κεφαλαίου που αντιπροσωπεύει η ονομαστική αξία κάθε μετοχής.»

⁵ Η έμφαση στο πρωτότυπο.

⁶ Η έμφαση στο πρωτότυπο.

13. Δυνάμει του άρθρου 74, παράγραφος 2, του FITL, σε περίπτωση που η υπό εξαγορά εταιρία υποχρεούται να καταρτίζει ενοποιημένες ετήσιες οικονομικές καταστάσεις, τα στοιχεία που προκύπτουν από αυτές πρέπει να λαμβάνονται υπόψη για τον υπολογισμό της αξίας της μετοχής σύμφωνα με τη μέθοδο που προβλέπεται στο άρθρο 74, παράγραφος 1, σημείο 3, του FITL.

14. Το άρθρο 14, παράγραφος 1, του Konsolidēto gada pārskatu likums (νόμου για τις ετήσιες ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις) ορίζει τις ενοποιημένες ετήσιες οικονομικές καταστάσεις ως το αποτέλεσμα της ενοποιήσεως των ετησίων οικονομικών καταστάσεων της μητρικής οντότητας ενός ομίλου με εκείνες των θυγατρικών του, όσον αφορά τις αξίες των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού που αναγράφονται στις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις, τα ίδια κεφάλαια, τα ίδια έσοδα και τα έξοδα. Τα στοιχεία του ενεργητικού και του παθητικού που αναφέρονται στους ισολογισμούς των ενοποιημένων εταιριών εγγράφονται εν συνεχεία αυτούσια στον ενοποιημένο ισολογισμό.

15. Το άρθρο 21, παράγραφος 1, του ίδιου νόμου προβλέπει ότι το ποσοστό των ιδίων κεφαλαίων των ενοποιημένων θυγατρικών που αντιστοιχεί στις μετοχές και τα μερίδια τα οποία κατέχουν οι μειοψηφούντες μέτοχοί τους πρέπει να εγγράφονται ως ξεχωριστή ενότητα στα ίδια κεφάλαια των οντοτήτων αυτών με τίτλο «μειοψηφικές συμμετοχές».

16. Το άρθρο 5 του FITL ρυθμίζει την ευθύνη για αποζημίωση που υπέχουν η Finanšu un kapitāla tirgus komisija (επιτροπή χρηματοπιστωτικών αγορών και κεφαλαιαγοράς), καθώς και οι υπάλληλοι και οι εντολοδόχοι της. Βάσει της διατάξεως αυτής, η ανωτέρω επιτροπή και οι υπάλληλοί της δεν υπέχουν υποχρέωση αποζημιώσεως έναντι των συμμετεχόντων στην κεφαλαιαγορά ή τρίτων. Επιπλέον, δεν ευθύνονται για μέτρα που έλαβαν κατά τρόπο προσήκοντα και νόμιμο και ενεργούντες καλή τη πίστει στο πλαίσιο της ορθής ασκήσεως των εποπτικών καθηκόντων που τους έχουν ανατεθεί από τον νόμο και από άλλες διατάξεις.

17. Το άρθρο 13, παράγραφος 3, του Valsts pārvaldes iestāžu nodarīto zaudējumu atlīdzināšanas likums (νόμου για την αποκατάσταση της ζημίας που προκαλείται από τις εθνικές αρχές, στο εξής: VPINZAL), ρυθμίζει το ύψος της αποζημιώσεως για ζημία που προκλήθηκε από τις δημόσιες αρχές ως εξής:

«Το ύψος της αποζημιώσεως καθορίζεται κατά κανόνα βάσει του ποσού που υπολογίζεται σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 12 του παρόντος νόμου και ανέρχεται:

- 1) εάν το υπολογισθέν ποσό δεν υπερβαίνει τα 142 288 ευρώ, στο 100 % του ποσού αυτού·
- 2) αν το υπολογισθέν ποσό κυμαίνεται μεταξύ 142 289 και 1 422 872 ευρώ, μεταξύ 50 % και 100 % του ποσού αυτού,
- 3) εάν το υπολογισθέν ποσό υπερβαίνει τα 1 422 872 ευρώ, σε εύλογο ποσό που ενδέχεται να είναι μικρότερο από το 50 % του ποσού αυτού·

[...]».

II. Τα πραγματικά περιστατικά και η διαφορά της κύριας δίκης

18. Η προσφεύγουσα της κύριας δίκης, Euromin Holdings (Cyprus) Limited (στο εξής: Euromin), απέκτησε μέσω αγοράς μεριδίων συμμετοχής στην εισηγμένη στο χρηματιστήριο ανώνυμη εταιρία «Ventspils nafta» (στο εξής: υπό εξαγορά εταιρία) το 93,24 % του συνόλου των μετοχών με δικαίωμα ψήφου της εταιρίας αυτής. Η αγορά των μεριδίων ενεργοποίησε την υποχρέωση υποβολής υποχρεωτικής προσφοράς στους λοιπούς μετόχους της υπό εξαγορά εταιρίας για την εξαγορά των συμμετοχών τους. Για τον σκοπό αυτόν, η Euromin απέστειλε προς έγκριση στη Finanšu un kapitāla tirgus komisija (επιτροπή χρηματοπιστωτικών αγορών και κεφαλαιαγοράς, στο εξής: FKMK) σχέδιο υποχρεωτικής προσφοράς, με τιμή προσφοράς 3,12 ευρώ ανά μετοχή.

19. Με απόφαση της 15ης Οκτωβρίου 2015 η FKMK απέρριψε το σχέδιο αυτό. Κατά την εκτίμηση της επιτροπής η Euromin έπρεπε να υποβάλει στους μετόχους μειοψηφίας της υπό εξαγορά εταιρίας υποχρεωτική προσφορά με τιμή προσφοράς 4,56 ευρώ ανά μετοχή (στο εξής: επίδικη απόφαση). Κατόπιν τούτου η Euromin υπέβαλε προσφορά με το ανωτέρω περιεχόμενο και απέκτησε μετοχές των μετόχων μειοψηφίας έναντι τιμήματος 4,56 ευρώ ανά μετοχή.

20. Κατά την FKMK, η τιμή των 4,56 ευρώ ανά μετοχή προκύπτει από την ορθή εφαρμογή της μεθόδου υπολογισμού που προβλέπεται στο άρθρο 74, παράγραφος 1, σημείο 3, του FITL. Κατά τη διάταξη αυτή, η τιμή προσφοράς πρέπει να υπολογίζεται βάσει της αξίας που προκύπτει από τη διαίρεση των καθαρών στοιχείων του ενεργητικού της υπό εξαγορά εταιρίας διά του αριθμού των εκδοθεισών μετοχών. Στην εν λόγω διάταξη, ως καθαρά στοιχεία ενεργητικού ορίζεται το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων της υπό εξαγορά εταιρίας μείον τις ίδιες μετοχές που κατέχει αυτή και τις υποχρεώσεις της, καθόσον, δυνάμει του άρθρου 74, παράγραφος 2, του FITL, στην περίπτωση ομίλου εταιριών λαμβάνονται υπόψη τα στοιχεία που περιλαμβάνονται στις ενοποιημένες ετήσιες οικονομικές καταστάσεις. Αντιθέτως προς την Euromin, η FKMK θεωρεί συναφώς ότι οι λεγόμενες μη ελέγχουσες συμμετοχές που κατέχουν τρίτοι σε θυγατρικές της υπό εξαγορά εταιρίας και περιλαμβάνονται στις ενοποιημένες ετήσιες οικονομικές καταστάσεις προστίθενται στα καθαρά στοιχεία του ενεργητικού της υπό εξαγορά εταιρίας. Συγκεκριμένα, υποστηρίζει ότι οι συμμετοχές αυτές εμφανίζονται στις ενοποιημένες ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της υπό εξαγορά εταιρίας σε χωριστή ενότητα ως ίδια κεφάλαια και όχι ως υποχρεώσεις και, επομένως, δεν μπορούν να αφαιρούνται κατά τα προβλεπόμενα στο άρθρο 74, παράγραφος 1, σημείο 3, του FITL.

21. Κατά της αποφάσεως αυτής η Euromin άσκησε προσφυγή ενώπιον του Administratīvā apgabaltiesa (περιφερειακού διοικητικού δικαστηρίου, Λεττονία) ζητώντας την καταβολή αποζημιώσεως για τις πρόσθετες δαπάνες για την εξαγορά που προέκυψαν από τη διαφορά μεταξύ της αρχικής και της αυξημένης τιμής προσφοράς, συνολικού ποσού 7 236 243,36 ευρώ.

22. Με απόφαση της 10ης Μαρτίου 2017 το Administratīvā apgabaltiesa δέχθηκε εν μέρει την προσφυγή, κηρύσσοντας παράνομη την επίδικη απόφαση και υποχρεώνοντας την FKMK να καταβάλει αποζημίωση ανερχόμενη στο 50 % του ποσού της διαφοράς. Η μείωση του αιτήματος αποζημιώσεως στηριζόταν στη διάταξη του άρθρου 13, παράγραφος 3, του VPINZAL.

23. Κατά της αποφάσεως αυτής οι Euromin και FKMK άσκησαν αναίρεση ενώπιον του Augstākā tiesa (Senāts) (Ανωτάτου Δικαστηρίου).

24. Το επιληφθέν δικαστήριο διατηρεί, αφενός, αμφιβολίες κατά πόσον η εφαρμογή του άρθρου 74, παράγραφος 1, σημείο 3, του FITL στην υπόθεση της κύριας δίκης είναι συμβατή με τις επιταγές του άρθρου 5, παράγραφος 4, της οδηγίας 2004/25. Αφετέρου, διερωτάται αν η

νομολογία του Δικαστηρίου σχετικά με την ευθύνη των κρατών μελών λόγω εσφαλμένης μεταφοράς στην εθνική έννομη τάξη και εσφαλμένης εφαρμογής του δικαίου της Ένωσης εμποδίζει την εφαρμογή του άρθρου 13, παράγραφος 3, σημείο 3, του VPINZAL.

III. Τα προδικαστικά ερωτήματα και η διαδικασία ενώπιον του Δικαστηρίου

25. Στο πλαίσιο αυτό, το Augstākā tiesa (Ανώτατο Δικαστήριο) αποφάσισε να αναστείλει τη διαδικασία και να υποβάλει στο Δικαστήριο, σύμφωνα με το άρθρο 267 ΣΛΕΕ, τα ακόλουθα προδικαστικά ερωτήματα:

- 1) Αντιβαίνει στην ορθή εφαρμογή του άρθρου 5 της οδηγίας 2004/25/EK εθνική ρύθμιση που προβλέπει ότι η τιμή της μετοχής σε περίπτωση υποχρεωτικής προσφοράς εξαγοράς υπολογίζεται με βάση τη διαίρεση της αξίας των καθαρών στοιχείων του ενεργητικού της υπό εξαγορά εταιρίας (συμπεριλαμβανομένων των μη ελεγχουσών –μειοψηφικών– συμμετοχών) διά του αριθμού των εκδοθεισών μετοχών;
- 2) Σε περίπτωση αρνητικής απάντησης στο πρώτο ερώτημα, ήτοι σε περίπτωση που δεν πρέπει να συμπεριληφθούν στα καθαρά στοιχεία του ενεργητικού της υπό εξαγορά εταιρίας οι μη ελέγχουσες ή μειοψηφικές συμμετοχές, μπορεί να θεωρηθεί σαφώς προσδιορισμένη, κατά την έννοια του άρθρου 5, παράγραφος 4, δεύτερο εδάφιο, της οδηγίας 2004/25, μια μέθοδος καθορισμού της τιμής της μετοχής για την κατανόηση της οποίας είναι αναγκαία η εφαρμογή μιας από τις μεθόδους νομολογιακής διάπλασης του δικαίου, η τελολογική συστολή;
- 3) Είναι συμβατή με το άρθρο 5, παράγραφος 4, της οδηγίας 2004/25/EK ρύθμιση που προβλέπει ότι πρέπει να επιλεγεί η υψηλότερη τιμή μεταξύ των κάτωθι τριών δυνατών επιλογών;
 - Η τιμή στην οποία ο προσφέρων ή πρόσωπα που ενεργούν σε συνεννόηση με αυτόν αγόρασαν τις μετοχές της υπό εξαγορά εταιρίας κατά τους δώδεκα προηγούμενους μήνες. Σε περίπτωση αγοράς των μετοχών σε διαφορετικές τιμές, τιμή εξαγοράς είναι η υψηλότερη από τις τιμές αγοράς των μετοχών κατά τους δώδεκα μήνες που προηγήθηκαν της δημιουργίας νομικής υποχρέωσης για την υποβολή προσφοράς εξαγοράς.
 - Η σταθμισμένη μέση τιμή της μετοχής στην οργανωμένη αγορά ή στον πολυμερή μηχανισμό διαπραγμάτευσης με τον μεγαλύτερο όγκο συναλλαγών των υπό εξαγορά μετοχών κατά τους τελευταίους δώδεκα μήνες. Η σταθμισμένη μέση τιμή της μετοχής υπολογίζεται με βάση την τιμή των δώδεκα μηνών που προηγήθηκαν της δημιουργίας νομικής υποχρέωσης για την υποβολή προσφοράς εξαγοράς.
 - Η αξία της μετοχής που προκύπτει από τη διαίρεση των καθαρών στοιχείων του ενεργητικού της υπό εξαγορά εταιρίας διά του αριθμού των εκδοθεισών μετοχών. Η αξία των καθαρών στοιχείων του ενεργητικού υπολογίζεται με την αφαίρεση των ιδίων μετοχών και των υποχρεώσεων από τη συνολική αξία των στοιχείων του ενεργητικού της υπό εξαγορά εταιρίας. Εάν η υπό εξαγορά εταιρία διαθέτει μετοχές διάφορων ονομαστικών αξιών, για τον υπολογισμό της αξίας της μετοχής, τα καθαρά στοιχεία του ενεργητικού διαιρούνται ανάλογα με το ποσοστό του συνολικού μετοχικού κεφαλαίου που αντιπροσωπεύει η ονομαστική αξία κάθε μετοχής.

- 4) Εάν με τη μέθοδο υπολογισμού που προβλέπει το εθνικό δίκαιο, με χρήση του περιθωρίου εκτιμήσεως που παρέχει στα κράτη μέλη το άρθρο 5, παράγραφος 4, δεύτερο εδάφιο, της οδηγίας 2004/25, προκύπτει υψηλότερη τιμή από αυτήν που θα προέκυπτε κατ' εφαρμογήν του άρθρου 5, παράγραφος 4, πρώτο εδάφιο, της ίδιας οδηγίας, συνάδει προς τον σκοπό της οδηγίας το να επιλέγεται πάντοτε η υψηλότερη τιμή;
 - 5) Σε περίπτωση που προκληθεί ζημία σε ιδιώτη λόγω της εσφαλμένης εφαρμογής του δικαίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης, μπορεί το εθνικό δίκαιο να προβλέψει περιορισμό στην αποκατάσταση της εν λόγω ζημίας, εάν ο περιορισμός αυτός εφαρμόζεται τόσο στις ζημίες που προκαλούνται λόγω της εσφαλμένης εφαρμογής του εθνικού δικαίου όσο και σε εκείνες που προκαλούνται λόγω της εσφαλμένης εφαρμογής του δικαίου της Ένωσης;
 - 6) Απονέμουν οι εφαρμοστέες στην κρινόμενη υπόθεση διατάξεις της οδηγίας 2004/25/EK δικαιώματα στους ιδιώτες, ήτοι πληρούνται η αντίστοιχη προϋπόθεση για τη στοιχειοθέτηση ευθύνης του κράτους;
26. Γραπτές παρατηρήσεις επί των προδικαστικών ερωτημάτων υπέβαλαν η Euromin, η Δημοκρατία της Λεττονίας, η Δημοκρατία της Πολωνίας, η Ομοσπονδιακή Δημοκρατία της Γερμανίας και η Ευρωπαϊκή Επιτροπή.
27. Στην επ' ακροατηρίου συζήτηση της 9ης Ιουλίου 2020 παρέστησαν η Euromin, η Δημοκρατία της Λεττονίας και η Επιτροπή.

IV. Σκεπτικό

28. Η αίτηση του Augstākā tiesa (Senāts) (Ανώτατου Δικαστηρίου) αφορά δύο θεματικές ενότητες. Αφενός, το αιτούν δικαστήριο διερωτάται ποια είναι η ορθή ερμηνεία του άρθρου 5 της οδηγίας 2004/25. Το άρθρο αυτό ρυθμίζει τους τρόπους καθορισμού της υποχρεωτικής προσφοράς την οποία ο προσφέρων οφείλει να υποβάλει στους μετόχους μειοψηφίας μιας εταιρίας σε περίπτωση αποκτήσεως συμμετοχής που του εξασφαλίζει τον έλεγχο της εταιρίας αυτής. Αφετέρου, τίθεται το ζήτημα των συνεπειών που πρέπει να επισύρει η τυχόν εσφαλμένη μεταφορά της διατάξεως αυτής στο λεττονικό δίκαιο. Ειδικότερα, στο αιτούν δικαστήριο απόκειται να καθορίσει αν και σε ποιο βαθμό στην υπόθεση της κύριας δίκης η προσφέρουσα δικαιούται να ζητήσει από τις λεττονικές αρχές αποζημίωση λόγω καταβολής υπερβολικά υψηλής τιμής προσφοράς.
29. Τα τέσσερα πρώτα προδικαστικά ερωτήματα αφορούν τον καθορισμό «δίκαιης τιμής» μιας υποχρεωτικής προσφοράς κατά την έννοια του άρθρου 5, παράγραφος 4, της οδηγίας 2004/25. Η λεττονική εποπτική αρχή εκτιμά ότι, εν προκειμένω, αντιθέτως προς τα προβλεπόμενα στο άρθρο 5, παράγραφος 4, πρώτο εδάφιο, ως τιμή προσφοράς δεν πρέπει να λαμβάνεται η ανώτερη τιμή που κατέβαλε η προσφέρουσα για τους ίδιους τίτλους εντός της προθεσμίας που καθορίζει ο νόμος πριν από την προσφορά εξαγοράς (στο εξής: ανώτερη τιμή που κατέβαλε ο προσφέρων). Αντιθέτως, πρέπει να λαμβάνεται ως βάση η αξία των μετοχών που προκύπτει από τη διαίρεση των καθαρών στοιχείων ενεργητικού της υπό εξαγορά εταιρίας, όπως αυτή προσδιορίζεται σύμφωνα με τις εθνικές διατάξεις, διά του αριθμού των εκδοθεισών μετοχών. Τούτο διότι η τιμή αυτή είναι υψηλότερη από την ανώτερη τιμή που κατέβαλε η προσφέρουσα.

30. Συναφώς πρέπει κατ' αρχάς να καθοριστεί, στο πλαίσιο της απαντήσεως στο τρίτο και στο τέταρτο προδικαστικό ερώτημα, κατά πόσον είναι σύμφωνο προς την οδηγία 2004/25 να λαμβάνεται υπόψη αξία διαφορετική από την ανώτερη τιμή που κατέβαλε ο προσφέρων όταν η πρώτη υπερβαίνει την ανώτερη τιμή που αυτός κατέβαλε (συναφώς κατωτέρω υπό Α). Μόνο σε δεύτερο στάδιο πρέπει να επιλυθεί το ζήτημα που τίθεται με το πρώτο και το δεύτερο προδικαστικό ερώτημα, ήτοι ο ορθός υπολογισμός των καθαρών στοιχείων του ενεργητικού της υπό εξαγορά εταιρίας σε σχέση με τον καθορισμό δίκαιης τιμής προσφοράς. Στο πλαίσιο αυτό, πρέπει να εξεταστούν οι απαιτήσεις που ενδεχομένως επιβάλλει, κατά περίπτωση, η οδηγία για τον υπολογισμό μιας τέτοιας εναλλακτικής αξίας (συναφώς κατωτέρω υπό Β).

31. Στη συνέχεια, πρέπει να εξεταστούν οι συνέπειες που θα μπορούσε να έχει στην υπόθεση της κύριας δίκης η μη ορθή μεταφορά της οδηγίας στο εσωτερικό δίκαιο. Συναφώς, το έκτο προδικαστικό ερώτημα αφορά το ζήτημα κατά πόσον οι διατάξεις της οδηγίας αποσκοπούν στην απονομή δικαιωμάτων στην προσφέρουσα στην υπόθεση της κύριας δίκης, με αποτέλεσμα αυτή να μπορεί να προβάλει αξίωση αποζημίωσης λόγω ευθύνης του κράτους για παράβαση του δικαίου της Ένωσης (βλ. συναφώς υπό Γ).

32. Τέλος, σε περίπτωση καταφατικής απαντήσεως στο ερώτημα αυτό, πρέπει επίσης να κριθεί, στο πλαίσιο της απαντήσεως που θα δοθεί στο πέμπτο προδικαστικό ερώτημα, αν η κατ' αποκοπή μείωση του δικαιώματος αυτού στην υπόθεση της κύριας δίκης αντιβαίνει προς τις αρχές της ισοδυναμίας και της αποτελεσματικότητας (συναφώς κατωτέρω υπό Δ).

Α. Επί του τρίτου και του τέταρτου προδικαστικού ερωτήματος

33. Με το τρίτο και το τέταρτο ερώτημα, το αιτούν δικαστήριο ερωτά αν η οδηγία 2004/25 αντίκειται σε εθνική ρύθμιση η οποία προβλέπει ότι ως τιμή προσφοράς λαμβάνεται πάντοτε υπόψη η υψηλότερη τιμή που προκύπτει με βάση τρεις διαφορετικές μεθόδους υπολογισμού ή/και κριτήρια, καθόσον μόνο ένα από τα κριτήρια αυτά αποτελεί η αναφερόμενη στο άρθρο 5, παράγραφος 4, πρώτο εδάφιο, υψηλότερη τιμή που κατέβαλε ο προσφέρων για τους ίδιους τίτλους εντός της συγκεκριμένης προθεσμίας που καθόρισε το οικείο κράτος μέλος πριν από την προσφορά.

34. Κατ' ουσίαν, με τα δύο αυτά ερωτήματα ζητείται να διευκρινιστεί αν ή υπό ποιες προϋποθέσεις ένα κράτος μέλος, όταν καθορίζει με νόμο τη «δίκαιη τιμή» μιας υποχρεωτικής προσφοράς, μπορεί να προβλέπει διαφορετικές τιμές ή μεθόδους υπολογισμού αντί της προβλεπόμενης στο άρθρο 5, παράγραφος 4, πρώτο εδάφιο, της οδηγίας 2004/25. Συναφώς πρέπει, κατ' αρχάς, να διερευνηθεί ο κανόνας που προβλέπει το άρθρο 5, παράγραφος 4, πρώτο εδάφιο, (συναφώς κατωτέρω υπό 1) πριν εξεταστούν οι δυνατότητες παρεκκλίσεως (συναφώς κατωτέρω υπό 2). Τέλος, θα εξεταστούν οι συνέπειες που επιφέρει ο κανόνας αυτός όσον αφορά την εφαρμοστέα στη διαφορά της κύριας δίκης διάταξη (συναφώς κατωτέρω υπό 3).

1. Προστασία των μετόχων μειοψηφίας με την υποβολή υποχρεωτικής προσφοράς στην ανώτερη τιμή που κατέβαλε ο προσφέρων

35. Η προστασία των μετόχων της υπό εξαγορά εταιρίας διασφαλίζεται γενικά, σύμφωνα με το πνεύμα της οδηγίας 2004/25, με εκτεταμένες υποχρεώσεις για παροχή πληροφοριών, προκειμένου να παρέχεται στους μετόχους η δυνατότητα να αξιολογούν τον αντίκτυπο της εξαγοράς στην εταιρία ή στα δικαιώματα των μετόχων της ώστε να λαμβάνουν αποφάσεις

αυτόνομα και με δική τους ευθύνη⁷. Οι εναπομείναντες μέτοχοι μειοψηφίας προστατεύονται επιπλέον μέσω της υποχρέωσης που υπέχει ο προσφέρων για υποβολή υποχρεωτικής προσφοράς⁸. Η υποχρέωση αυτή παρέχει στους μετόχους μειοψηφίας τη δυνατότητα να πωλούν τους τίτλους τους υπό δίκαιους όρους και, ιδίως, σε δίκαιη τιμή⁹. Με τον τρόπο αυτό λαμβάνονται υπόψη οι όροι που έχουν τροποποιηθεί λόγω της μεταβολής στην άσκηση του ελέγχου και αποφεύγεται το ενδεχόμενο οι μέτοχοι μειοψηφίας να αναλάβουν τον κίνδυνο υποχώρησης της τιμής συνεπεία της εξαγοράς.

36. Σύμφωνα με το άρθρο 5, παράγραφος 4, πρώτο εδάφιο, της οδηγίας 2004/25, ως δίκαιη, στο πλαίσιο της υποχρεωτικής αυτής προσφοράς, θεωρείται η υψηλότερη τιμή που κατέβαλε ο προσφέρων σε ρυθμιζόμενη αγορά για τους ίδιους τίτλους, σε περίοδο της οποίας η διάρκεια καθορίζεται από το οικείο κράτος μέλος πριν από την υποβολή της προσφοράς που αναφέρεται στην παράγραφο 1 της ίδιας διατάξεως. Η τιμή αυτή αποτελεί το κατώτατο όριο υποχρεωτικής προσφοράς, το οποίο ο προσφέρων οφείλει να τηρεί κατ' ελάχιστον.

37. Η εν λόγω ρύθμιση βασίζεται, κατά τη γνώμη μου, στη σκέψη ότι μια ομαλώς λειτουργούσα κεφαλαιαγορά διαμορφώνει την τιμή της μετοχής χωρίς να υποτιμά ή να υπερεκτιμά την αξία της επιχειρηματικής οντότητας, ώστε να αντικατοπτρίζει την πραγματική αξία του μεριδίου συμμετοχής στην οικεία οντότητα. Ο Ευρωπαίος νομοθέτης βασίζεται εν προκειμένω στο πρότυπο μιας αποτελεσματικής, διαφανούς και ρευστής αγοράς¹⁰.

38. Επιπλέον, ο μειοψηφών μέτοχος, βασιζόμενος στην υψηλότερη τιμή που κατέβαλε ο προσφέρων, επωφελείται κατά περίπτωση¹¹ από τη λεγόμενη πριμοδότηση ελέγχου¹², ενώ ο προσφέρων έχει τη βεβαιότητα ότι στο πλαίσιο της υποχρεωτικής προσφοράς δεν υποχρεούται να καταβάλει υψηλότερο τίμημα από εκείνο που ήταν διατεθειμένος να καταβάλει κατά το προηγηθέν διάστημα¹³.

39. Όσον αφορά το άρθρο 5, παράγραφος 4, πρώτο εδάφιο, της οδηγίας 2004/25, το Δικαστήριο έχει κρίνει ότι η διάταξη αυτή δεσμεύει τα κράτη μέλη και δεν έχει προαιρετικό χαρακτήρα¹⁴. Τούτο συνεπάγεται ότι τα κράτη μέλη δεν μπορούν εκ προοιμίου να λαμβάνουν ως βάση μια διαφορετική (δίκαιη) τιμή πέραν της ανώτερης τιμής που κατέβαλε ο προσφέρων.

⁷ Βλ., μεταξύ άλλων, άρθρα 6 και 8 της οδηγίας 2004/25, καθώς και τις αρχές που διατυπώνονται στο άρθρο 3, παράγραφος 1, στοιχεία β' και γ', αυτής.

⁸ Απόφαση της 20ής Ιουλίου 2017, Marco Tronchetti Provera κ.λπ. (C-206/16, EU:C:2017:572, σκέψη 28).

⁹ Βλ. έκθεση της ομάδας υψηλού επιπέδου εμπειρογνομόνων στον τομέα του εταιρικού δικαίου σχετικά με τον χειρισμό των δημοσίων προσφορών εξαγοράς, Βρυξέλλες, 10 Ιανουαρίου 2002 (στο εξής: έκθεση Winter), σ. 53.

¹⁰ Βλ., για παράδειγμα, αιτιολογική σκέψη 2 και άρθρο 13, παράγραφος 2, στοιχεία α' και γ', του κανονισμού (ΕΕ) 596/2014 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 16ης Απριλίου 2014, για την κατάχρηση αγοράς (ΕΕ 2014, L 173, σ. 1), ή την αιτιολογική σκέψη 10 της οδηγίας 2003/71/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 4ης Νοεμβρίου 2003, σχετικά με το ενημερωτικό δελτίο που πρέπει να δημοσιεύεται κατά τη δημόσια προσφορά κινητών αξιών ή την εισαγωγή τους προς διαπραγμάτευση (ΕΕ 2003, L 345, σ. 64).

¹¹ Συγκεκριμένα, οσάκις η εξαγορά πραγματοποιείται κατά τρόπον ώστε μεμονωμένος μέτοχος να αποκτά αριθμό μετοχών που του παρέχει την πλειοψηφία για την άσκηση ελέγχου. Όμως, πλειοψηφία για την άσκηση ελέγχου μπορεί επίσης να επιτευχθεί και με την αγορά μικρότερου αριθμού μετοχών και την εν συνεχεία σύμπραξη με άλλον μέτοχο.

¹² Πρόκειται για την «προσαύξηση» που ο προσφέρων οφείλει να καταβάλει στο πλαίσιο λειτουργικής αγοράς για την απόκτηση πακέτου μετοχών που του παρέχει την πλειοψηφία για την άσκηση ελέγχου εφόσον, εκτός από την κυριότητα των μετοχών, αποκτά και τη δυνατότητα να ασκεί επιρροή στη δραστηριότητα της εταιρίας.

¹³ Βλ. συναφώς έκθεση Winter, σ. 58.

¹⁴ Απόφαση της 20ής Ιουλίου 2017, Marco Tronchetti Provera κ.λπ. (C-206/16, EU:C:2017:572, σκέψεις 28 και 30).

2. Δυνατότητες παρεκκλίσεως από τον κανόνα της ανώτερης καταβληθείσας τιμής

α) Παρεκκλίνουσα ρύθμιση που εξασφαλίζει υψηλότερο επίπεδο προστασίας;

40. Ωστόσο, προκύπτει το ζήτημα κατά πόσον τα κράτη μέλη μπορούν να προβλέπουν τιμή υψηλότερη από την αναφερόμενη στο άρθρο 5 παράγραφος 4, πρώτο εδάφιο, της οδηγίας 2004/25 ως ελάχιστη τιμή επί υποχρεωτικών προσφορών, προκειμένου να διασφαλίζουν ένα υψηλότερο επίπεδο προστασίας των μετόχων μειοψηφίας.

41. Συναφώς, υπενθυμίζεται ότι, όπως προκύπτει από την αιτιολογική σκέψη 25 αυτής, σκοπός της οδηγίας 2004/25 είναι η θέσπιση ελάχιστων κατευθυντήριων γραμμών για τη διασφάλιση επαρκούς προστασίας των κατόχων τίτλων. Στο πλαίσιο αυτό, σύμφωνα με το άρθρο 3, παράγραφος 2, στοιχείο β', της οδηγίας 2004/25, τα κράτη μέλη μπορούν, μεταξύ άλλων, να προβλέπουν «πρόσθετους όρους και αυστηρότερες διατάξεις» για τη ρύθμιση των προσφορών.

42. Εντούτοις, τίθεται το ζήτημα αν το άρθρο 3, παράγραφος 2, της οδηγίας 2004/25 έχει εφαρμογή και στον καθορισμό δίκαιης τιμής προσφοράς στο πλαίσιο υποχρεωτικής προσφοράς. Αυστηρότερες διατάξεις και πρόσθετοι όροι μπορούν να προβλέπονται ιδίως όσον αφορά τα έγγραφα και τις πληροφορίες που πρέπει να τίθενται υπόψη των μετόχων στο πλαίσιο της διαδικασίας δημόσιας προσφοράς εξαγοράς. Όμως, για την περίπτωση που η καθοριζόμενη στο άρθρο 5, παράγραφος 4, πρώτο εδάφιο, τιμή της υποχρεωτικής προσφοράς δεν είναι δίκαιη, το δεύτερο εδάφιο της ίδιας διατάξεως προβλέπει διόρθωση της τιμής αυτής από τις εποπτικές αρχές όχι μόνο προς τα πάνω, αλλά και προς τα κάτω¹⁵. Τούτο αποκλείει τη θέσπιση ελάχιστων κατευθυντήριων γραμμών.

43. Ο χαρακτηρισμός άλλωστε του κανόνα της ανώτερης καταβληθείσας τιμής ως ελάχιστης κατευθυντήριας γραμμής κατά την έννοια του άρθρου 3, παράγραφος 2, στοιχείο α', θα ήταν, ιδίως, αντίθετη με το εν γένει πνεύμα της οδηγίας για τις προσφορές εξαγοράς¹⁶. Πράγματι, σκοπός της οδηγίας είναι η πραγμάτωση της ελευθερίας εγκαταστάσεως μέσω της επίτευξης μεγαλύτερης διαφάνειας και ασφάλειας δικαίου επί διασυνοριακών μεταβιβάσεων¹⁷. Η πραγμάτωση της ελευθερίας εγκαταστάσεως προϋποθέτει, στο πλαίσιο αυτό, υψηλό βαθμό προβλεψιμότητας για τους επενδυτές, καθόσον η αβεβαιότητα ως προς το κόστος εξαγοράς διασυνοριακών επενδύσεων θα δύνατο να αποτελέσει εμπόδιο¹⁸. Υπό την έννοια αυτή, η κρίσιμη εν προκειμένω νομική βάση του άρθρου 50, παράγραφος 2, στοιχείο ζ', ΣΛΕΕ προκρίνει ως αναγκαίο τον συντονισμό των διατάξεων για την προστασία των εταίρων με σκοπό τη διευκόλυνση των διασυνοριακών εξαγορών, στο πλαίσιο δε αυτό καθιστά τις προστατευτικές διατάξεις ισοδύναμες. Επομένως, η προστασία των συμφερόντων των εταίρων δεν συνιστά

¹⁵ Βλ. ακολούθως αναλυτικότερα για το ζήτημα αυτό στο σημείο 47 των παρουσών προτάσεων.

¹⁶ Επί της συνεκτιμήσεως των γενικών στόχων της οδηγίας, προκειμένου να απαντηθεί το ερώτημα κατά πόσον τα κράτη μέλη μπορούν να παρεκκλίνουν από τις διατάξεις της, βλ. αποφάσεις της 23ης Μαΐου 1990, Van den Burg (C-169/89, EU:C:1990:227, σκέψη 10), και της 30ής Απριλίου 1998, Bellone (C-215/97, EU:C:1998:189, σκέψη 17).

¹⁷ Βλ., μεταξύ άλλων, τις αιτιολογικές σκέψεις 3 και 25 της οδηγίας 2004/25, καθώς και την πρόταση οδηγίας του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς, COM(2002) 534 τελικό (ΕΕ 2003, C 45 Ε, σ. 1) (στο εξής: πρόταση οδηγίας), σ. 2.

¹⁸ Βλ. έκθεση Winter, σ. 57.

περιορισμό της ελευθερίας εγκαταστάσεως, αντιθέτως αποσκοπεί στην πραγμάτωσή της¹⁹. Για τους ίδιους λόγους, η αιτιολογική σκέψη 9 της οδηγίας 2004/25 προβλέπει ότι ο ορισμός της δίκαιης τιμής πρέπει να είναι ενιαίος στο πλαίσιο της Ένωσης²⁰.

44. Επομένως, ο κανόνας της ανώτερης καταβληθείσας τιμής που διατυπώνεται στο άρθρο 5, παράγραφος 4, πρώτο εδάφιο, της οδηγίας 2004/25 κατοχυρώνει μια αρχή την οποία οφείλουν να τηρούν όλα τα κράτη μέλη με στόχο την ενίσχυση της ασφάλειας δικαίου επί διεθνών εξαγορών προς το συμφέρον όλων των ενδιαφερομένων, καθώς και τη διασφάλιση της προστασίας των μετόχων μειοψηφίας²¹.

β) Δυνατότητα παρεκκλίσεως σε περίπτωση μη δίκαιου χαρακτήρα ή ελλείψεως δυνατότητας προσδιορισμού της ανώτερης τιμής που καταβάλλει ο προσφέρων

45. Πράγματι, το Δικαστήριο έχει κρίνει ότι, *κατ' αρχήν*²², ήτοι κατά κανόνα, δίκαιη κατά την έννοια του άρθρου 5, παράγραφος 4, πρώτο εδάφιο, της οδηγίας 2004/25 θεωρείται η υψηλότερη τιμή που κατέβαλε ο προσφέρων²³.

46. Σύμφωνα με το άρθρο 5, παράγραφος 4, δεύτερο εδάφιο, της οδηγίας 2004/25, τα κράτη μέλη μπορούν να εξουσιοδοτούν τις εποπτικές αρχές τους να προσαρμόζουν την τιμή, προς τα πάνω ή προς τα κάτω, υπό ορισμένες προϋποθέσεις και με κριτήρια που προσδιορίζονται σαφώς. Όσον αφορά τις περιπτώσεις που δύναται να δικαιολογούν τυχόν προσαρμογή, η διάταξη αυτή παραθέτει διάφορα παραδείγματα, όπως είναι η συμφωνία μεταξύ αγοραστή και πωλητή, τα έκτακτα γεγονότα ή η χειραγώγηση της τιμής των επίμαχων τίτλων²⁴. Οι περιπτώσεις αυτές έχουν ως κοινό χαρακτηριστικό ότι η ανώτερη τιμή που καταβάλλει ο προσφέρων δεν αντιστοιχεί στην τιμή που θα είχε καθοριστεί σε μια ομαλώς λειτουργούσα κεφαλαιαγορά. Τέτοιες επιπτώσεις πρέπει να αποφεύγονται, σύμφωνα με το άρθρο 3, παράγραφος 1, στοιχείο δ', της οδηγίας 2004/25.

47. Πάντως, μόνο σε μια ομαλώς λειτουργούσα αγορά θα μπορούσε να θεωρηθεί ευλόγως ως δίκαιη η ανώτερη τιμή που καταβάλλει ο προσφέρων²⁵. Το άρθρο 5, παράγραφος 4, δεύτερο εδάφιο, της οδηγίας 2004/25 καταδεικνύει αντιθέτως ότι, κατά τον Ευρωπαϊκό νομοθέτη, η τιμή αυτή δεν μπορεί, ενδεχομένως, να θεωρηθεί δίκαιη στις περιπτώσεις που αναφέρονται ενδεικτικά στο άρθρο αυτό²⁶. Από τη δυνατότητα διορθώσεως προς τα πάνω και προς τα κάτω προκύπτει ότι ο μη δίκαιος χαρακτήρας μπορεί να οφείλεται τόσο στην υπερεκτίμηση όσο και στην υποτίμηση της μετοχής. Συναφώς, επισημαίνεται ότι η ρύθμιση των λεπτομερειών για την εκτίμηση του μη

¹⁹ Βλ. επίσης, υπό την έννοια αυτή, Dougan, *Minimum Harmonization and the Internal Market*, (2000) 37 CLMR 853 (876).

²⁰ Επιπλέον, ο καθορισμός της υψηλότερης τιμής που καταβάλλει ο προσφέρων είναι σχετικά απλός και σαφώς εφικτός και διασφαλίζει, επομένως, υψηλό επίπεδο ασφάλειας δικαίου, βλ. ήδη τις προτάσεις του γενικού εισαγγελέα N. Wahl στην υπόθεση Marco Tronchetti Provera κ.λπ. (C-206/16, EU:C:2017:212, σημείο 31).

²¹ Βλ. συναφώς την πρόταση οδηγίας, σ. 2.

²² Βλ. απόφαση της 20ής Ιουλίου 2017, Marco Tronchetti Provera κ.λπ. (C-206/16, EU:C:2017:572, σκέψη 30).

²³ Ομοίως, η σύσταση της εκθέσεως Winter, σ. 58 και 59. Όσον αφορά τον ορισμό της δίκαιης τιμής του άρθρου 5 της οδηγίας 2004/25, η πρόταση οδηγίας της Επιτροπής ακολουθεί ρητώς τις συστάσεις αυτές, βλ. πρόταση οδηγίας, σ. 2.

²⁴ Απόφαση της 20ής Ιουλίου 2017, Marco Tronchetti Provera κ.λπ. (C-206/16, EU:C:2017:572, σκέψη 38).

²⁵ Βλ. συναφώς σημείο 37 των παρουσών προτάσεων.

²⁶ Πρβλ. προτάσεις του γενικού εισαγγελέα N. Wahl στην υπόθεση Marco Tronchetti Provera κ.λπ. (C-206/16, EU:C:2017:212, σημείο 33) και απόφαση του Δικαστηρίου ΕΖΕΣ της 10ης Δεκεμβρίου 2010, Periscopos κατά Oslo Børs and Erik Must (*EFTA Court Report* 2009-10, σ. 200, σκέψη 47).

δίκαιου χαρακτήρα της υψηλότερης τιμής που κατέβαλε ο προσφέρων επαφίεται στα κράτη μέλη. Πράγματι, η οδηγία δεν απαριθμεί εξαντλητικώς τις περιπτώσεις στις οποίες η εποπτική αρχή μπορεί να προβαίνει σε προσαρμογή²⁷.

48. Η προβλεπόμενη στο άρθρο 5, παράγραφος 4, δεύτερο εδάφιο, της οδηγίας 2004/25 εξουσιοδότηση των εποπτικών αρχών για προσαρμογή της τιμής προσφοράς κατά περίπτωση έχει μόνο προαιρετικό χαρακτήρα²⁸, ήτοι τα κράτη μέλη δεν υποχρεούνται να χορηγούν στις εποπτικές αρχές τους την ευχέρεια αυτή. Εντούτοις, ο προαιρετικός χαρακτήρας αφορά μόνον το μέσο και όχι την υποχρέωση διασφάλισης δίκαιης τιμής προσφοράς. Κατά συνέπεια, το εκάστοτε κράτος μέλος πρέπει να προβλέπει και άλλους μηχανισμούς ή διαδικασίες για τη διασφάλιση δίκαιης τιμής σε περιπτώσεις όπως αυτές που αναφέρονται στο άρθρο 5, παράγραφος 4, δεύτερο εδάφιο, της οδηγίας αυτής²⁹. Ειδικότερα, τα κράτη μέλη μπορούν να προβλέπουν και *ipso jure* παρέκκλιση από την προβλεπόμενη στο άρθρο 5 παράγραφος 4, δεύτερο εδάφιο, της οδηγίας 2004/25 τιμή αν αυτή δεν είναι δίκαιη. Επιπλέον, τα κράτη μέλη πρέπει να έχουν τη δυνατότητα να προβλέπουν μηχανισμό για τον καθορισμό δίκαιης τιμής προσφοράς όταν ο μηχανισμός που προβλέπεται στο άρθρο 5, παράγραφος 4, πρώτο εδάφιο, της οδηγίας 2004/25 δεν δύναται να τύχει εφαρμογής³⁰.

49. Υπέρ της απόψεως αυτής συνηγορούν επίσης ο κανόνας του άρθρου 4, παράγραφος 5, δεύτερο εδάφιο, σημείο i, της οδηγίας 2004/25 και η αιτιολογική σκέψη 6 της οδηγίας αυτής³¹. Διαφορετικά, θα διαιωνιζόταν η κατάσταση που δημιουργήθηκε λόγω στρεβλώσεων της αγοράς ή νοθεύσεως της κανονικής λειτουργίας των αγορών, αντίθετα προς την αρχή που καθιερώνει το άρθρο 3, παράγραφος 1, στοιχείο δ', της οδηγίας 2004/25.

50. Εντούτοις, προκειμένου να διασφαλιστεί η διαφάνεια και η προβλεψιμότητά της³², μια τέτοια νομοθετική διάταξη, ερειδομένη στις απαιτήσεις που θέτει το άρθρο 5, παράγραφος 4, δεύτερο εδάφιο, της οδηγίας 2004/25 για την προσαρμογή της τιμής προσφοράς από την εποπτική αρχή, θα πρέπει να προβλέπει διαφορετική μέθοδο υπολογισμού μόνο υπό απολύτως συγκεκριμένες προϋποθέσεις και με σαφώς καθορισμένα κριτήρια. Από την άποψη αυτή δεν υπάρχει διαφορά αν η εθνική εποπτική αρχή έχει εξουσιοδοτηθεί, δυνάμει του δεύτερου εδαφίου της εν λόγω διατάξεως, να προσαρμόζει την τιμή της προσφοράς κατά περίπτωση ή αν το πράττει κατ' εφαρμογή γενικών και αφηρημένων κανόνων κατά την έννοια του άρθρου 5, παράγραφος 4, πρώτο εδάφιο, της οδηγίας.

51. Κατά συνέπεια, από τη νομοθετική ρύθμιση πρέπει να προκύπτει επακριβώς σε ποιες περιπτώσεις πρέπει να λαμβάνεται ως ελάχιστη τιμή υποχρεωτικής προσφοράς τιμή διαφορετική από την ανώτερη τιμή που κατέβαλε ο προσφέρων. Επιπλέον, οι περιπτώσεις αυτές πρέπει να είναι ανάλογες από πλευράς αξίας με εκείνες που αναφέρονται στο άρθρο 5, παράγραφος 4, δεύτερο εδάφιο, της οδηγίας 2004/25³³. Εξάλλου, η ρύθμιση πρέπει να διευκρινίζει σαφώς τον τρόπο με τον οποίο καθορίζεται η διαφορετική τιμή στις περιπτώσεις αυτές.

²⁷ Βλ., υπό το πρίσμα αυτό, απόφαση της 20ής Ιουλίου 2017, Marco Tronchetti Provera κ.λπ. (C-206/16, EU:C:2017:572, σκέψη 37).

²⁸ Απόφαση της 20ής Ιουλίου 2017, Marco Tronchetti Provera κ.λπ. (C-206/16, EU:C:2017:572, σκέψεις 28 και 31).

²⁹ Κατά την έκθεση Winter, σ. 59 και 61, αυτό θα συνέβαινε ιδίως οσάκις η ούτως καθορισθείσα τιμή είναι προδήλως μη δίκαιη.

³⁰ Τούτο θα μπορούσε να συμβαίνει, κατά την Ομοσπονδιακή Δημοκρατία της Γερμανίας, οσάκις η απόκτηση πλειοψηφίας στην άσκηση ελέγχου είναι αποτέλεσμα ενέργειας περισσοτέρων μετόχων μειοψηφίας κατόπιν απλής συνεννόησης, η οποία είναι γνωστή ως «acting in concert».

³¹ Βλ., επί του τελευταίου αυτού σημείου, απόφαση του Δικαστηρίου ΕΖΕΣ της 10ης Δεκεμβρίου 2010, E-1/10, Periscopos κατά Oslo Børs and Erik Must (EFTA Court Report 2009-10, σ. 200, σκέψη 46).

³² Επί του ζητήματος αυτού βλ. επίσης σημεία 43 και 44 των παρούσων προτάσεων.

³³ Πρβλ. απόφαση της 20ής Ιουλίου 2017, Marco Tronchetti Provera κ.λπ. (C-206/16, EU:C:2017:572, σκέψη 38), και σημείο 46 των παρούσων προτάσεων.

52. Συναφώς, το Δικαστήριο έχει κρίνει ότι τούτο δεν αποκλείεται από τη χρήση αφηρημένων νομικών εννοιών, αρκεί η ερμηνεία της επίμαχης έννοιας να μπορεί να συναχθεί με βάση τις ερμηνευτικές μεθόδους που αναγνωρίζονται από το εσωτερικό δίκαιο κατά τρόπο αρκούντως σαφή, ακριβή και προβλέψιμο³⁴.

3. Συνέπειες για τη διάταξη που έχει εφαρμογή στην υπόθεση της κύριας δίκης

53. Εκ πρώτης όψεως, η διάταξη του άρθρου 74, παράγραφος 1, του FITL, η οποία έχει εφαρμογή στην υπόθεση της κύριας δίκης, δεν προβλέπει μια κατ' αρχήν υπεροχή του κριτηρίου που αναφέρεται στο σημείο 1 αυτής και που αφορά την ανώτερη τιμή που κατέβαλε ο προσφέρων. Επίσης, δεν φαίνεται να καθορίζει ούτε συγκεκριμένες προϋποθέσεις ή περιπτώσεις που να οδηγούν στην εφαρμογή οποιασδήποτε άλλης μεθόδου υπολογισμού. Αντιθέτως, η υποχρέωση επιλογής της υψηλότερης από τις τιμές που προκύπτουν κάθε φορά καταδεικνύει ότι σε κάθε υποχρεωτική προσφορά εφαρμόζονται και οι τρεις μέθοδοι υπολογισμού σωρευτικώς. Σύμφωνα με τους προεκτεθέντες συλλογισμούς, διάταξη με αυτό το περιεχόμενο θα ερχόταν σε αντίθεση με το άρθρο 5, παράγραφος 4, πρώτο εδάφιο, της οδηγίας 2004/25.

54. Εντούτοις, από την απόφαση περί παραπομπής προκύπτει ότι το Administratīvā apgabaltiesa (περιφερειακό διοικητικό δικαστήριο) έκρινε πρωτοδίκως ότι είναι δυνατή και αναγκαία ερμηνεία του άρθρου 74, παράγραφος 1, του FITL σύμφωνα με την οποία, κατ' αρχήν, το σημείο 1 του άρθρου αυτού εφαρμόζεται κατά προτεραιότητα. Αντιθέτως, οι μέθοδοι υπολογισμού που προβλέπονται στα σημεία 2 και 3 εφαρμόζονται μόνον κατ' εξαίρεση, εφόσον συντρέχουν εξαιρετικές περιστάσεις. Το προαναφερθέν δικαστήριο φαίνεται να συνήγαγε την απαίτηση αυτή από το άρθρο 74, παράγραφος 8, του FITL, το οποίο προβλέπει ότι, εφόσον συντρέχουν εξαιρετικές περιστάσεις, οι εποπτικές αρχές έχουν εξουσία να προσαρμόζουν την τιμή προσφοράς και να προσφεύγουν, στην περίπτωση αυτή, στη μέθοδο υπολογισμού που προβλέπεται στο άρθρο 74, παράγραφος 1, σημείο 3, του FITL.

55. Το Administratīvā apgabaltiesa έκρινε ότι εξαιρετική περίπτωση συνιστά η έλλειψη ρευστότητας των τίτλων συμμετοχών της υπό εξαγορά εταιρίας. Συναφώς, η Λεττονική Κυβέρνηση επιβεβαίωσε ότι, κατά τη θέσπιση του άρθρου 74, παράγραφος 1, σημεία 2 και 3, του FITL, ο Λεττονός νομοθέτης είχε κατά νου την ιδιαίτερη κατάσταση της αγοράς των μετοχών της Λεττονίας, η οποία χαρακτηρίζεται από ακραία έλλειψη ρευστότητας και είναι διαρκώς ανενεργή.

56. Στο αιτούν δικαστήριο απόκειται να εκτιμήσει κατά πόσον είναι δυνατή μια τέτοια ερμηνεία του άρθρου 74, παράγραφος 1, του FITL. Συναφώς, υπενθυμίζεται ότι το αιτούν δικαστήριο οφείλει να στηριχθεί στην παραδοχή ότι ο νομοθέτης είχε την πρόθεση να συμμορφωθεί προς την οδηγία, έστω και αν η επίμαχη διάταξη δεν θεσπίστηκε ειδικώς για τη μεταφορά της στο εσωτερικό δίκαιο ή υπήρχε ήδη πριν από την έναρξη ισχύος της οδηγίας αυτής³⁵.

57. Σε περίπτωση που, κατά την εξέταση της υποθέσεως, το αιτούν δικαστήριο καταλήξει στο συμπέρασμα ότι είναι δυνατή η ερμηνεία του άρθρου 74, παράγραφος 1, του FITL σύμφωνα με την ανωτέρω συλλογιστική, μένει να εξακριβωθεί κατά πόσον πληρούνται οι απαιτήσεις που διαλαμβάνονται στα σημεία 51 και 52 των παρουσών προτάσεων. Ειδικότερα, οι προϋποθέσεις

³⁴ Βλ., mutatis mutandis, απόφαση της 20ής Ιουλίου 2017, Marco Tronchetti Provera κ.λπ. (C-206/16, EU:C:2017:572, σκέψη 46), και διάταξη της 11ης Ιανουαρίου 2018, Amber Capital Italia κ.λπ. (C-654/16, C-657/16 και C-658/16, μη δημοσιευθείσα, EU:C:2018:7, σκέψη 36).

³⁵ Πρβλ. αποφάσεις της 13ης Νοεμβρίου 1990, Marleasing (C-106/89, EU:C:1990:395, σκέψεις 8 και 9), της 16ης Δεκεμβρίου 1993, Wagner Miret (C-334/92, EU:C:1993:945, σκέψεις 20 και 21), και της 17ης Σεπτεμβρίου 1997, Dorsch Consult (C-54/96, EU:C:1997:413, σκέψη 43).

εφαρμογής των μεθόδων υπολογισμού που προβλέπονται στο άρθρο 74, παράγραφος 1, σημεία 2 και 3, του FITL πρέπει να είναι αρκούντως σαφείς, ακριβείς και προβλέψιμες, ήτοι πρέπει να προκύπτει με σαφήνεια πότε συντρέχουν εξαιρετικές περιστάσεις.

58. Συναφώς, επισημαίνεται, αφενός, ότι το περιθώριο εκτιμήσεως που παρέχει στα κράτη μέλη η οδηγία 2004/25 στοχεύει ακριβώς στο να παράσχει τη δυνατότητα να λαμβάνονται επαρκώς υπόψη τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των διαφόρων κεφαλαιαγορών και οι ιδιαίτερες περιστάσεις που επικρατούν στα κράτη μέλη³⁶. Στο πλαίσιο αυτό, μια χαμηλής ρευστότητας και ανενεργή κεφαλαιαγορά ασφαλώς δεν ανταποκρίνεται στο πρότυπο που είχε υπόψη του ο Ευρωπαίος νομοθέτης κατά τη θέσπιση του κανόνα του άρθρου 5, παράγραφος 4, πρώτο εδάφιο, της οδηγίας 2004/25³⁷. Επομένως, η τιμή που διαμορφώνεται υπό αυτές τις συνθήκες δεν θα μπορούσε να είναι δίκαιη. Εντούτοις, απόκειται στο αιτούν δικαστήριο να προβαίνει κατά περίπτωση στην εκτίμηση αυτή.

59. Αφετέρου, ούτε η αναφορά στην «έλλειψη ρευστότητας» ή στον «ανενεργό χαρακτήρα» της κεφαλαιαγοράς συμβάλλει στον σαφή καθορισμό των εξαιρετικών περιστάσεων. Πράγματι, από οικονομικής απόψεως, οι έννοιες αυτές δεν περιγράφουν κάποιο συγκεκριμένη κατάσταση. Επομένως, για να είναι «σαφώς καθορισμένο» κατά την έννοια της νομολογίας που παρατίθεται στο σημείο 52 των παρούσων προτάσεων, το λεττονικό δίκαιο θα πρέπει να ορίζει, τουλάχιστον, συγκεκριμένες ποσότητες ή συχνότητες εμπορίας κάτω από τις οποίες ο τίτλος θα θεωρείται μη ρευστοποιήσιμος. Κατά πόσο συντρέχει τέτοια περίπτωση απόκειται επίσης στο αιτούν δικαστήριο να το εξακριβώσει.

60. Περαιτέρω τίθεται το ζήτημα κατά πόσον είναι αρκούντως σαφής, ακριβής και προβλέψιμος ο κανόνας βάσει του οποίου από τις μεθόδους υπολογισμού που πρέπει να εφαρμόζονται σε εξαιρετικές περιστάσεις πρέπει πάντοτε να επιλέγεται εκείνη που καταλήγει στο υψηλότερο αποτέλεσμα. Κατά τη γνώμη μου, τούτο συμβαίνει πράγματι, καθόσον από τη σύγκριση δύο σταθερών αξιών μπορεί να προσδιοριστεί με σαφήνεια ποια από τις δύο είναι η υψηλότερη. Το ζήτημα κατά πόσον οι εναλλακτικές μέθοδοι υπολογισμού είναι με τη σειρά τους αυτές καθαυτές σαφώς καθορισμένες κατά τα ανωτέρω, ώστε οι τιμές αυτές να μπορούν να καθοριστούν και να συγκριθούν πέραν πάσης αμφισβήτησεως, αποτελεί αντικείμενο του πρώτου και του δεύτερου προδικαστικού ερωτήματος, τα οποία θα εξεταστούν στη συνέχεια.

4. Συμπέρασμα

61. Από τις ανωτέρω σκέψεις προκύπτει ότι το άρθρο 5, παράγραφος 4, της οδηγίας 2004/25 έχει την έννοια ότι τα κράτη μέλη οφείλουν, κατά κανόνα, να προβλέπουν την προβλεπόμενη στο πρώτο εδάφιο της διατάξεως αυτής τιμή ως ελάχιστη τιμή των υποχρεωτικών προσφορών. Τούτο δεν συμβαίνει σε περιπτώσεις όπως εκείνες που αναφέρονται στο δεύτερο εδάφιο της ίδιας διατάξεως, στις οποίες η ανώτερη τιμή που κατέβαλε ο προσφέρων κατά τη διάρκεια διαστήματος καθοριζόμενου από το οικείο κράτος μέλος πριν από την υποβολή της προσφοράς δεν θεωρείται δίκαιη, πράγμα το οποίο απόκειται στο αιτούν δικαστήριο να εκτιμήσει. Επομένως, το άρθρο 5, παράγραφος 4, πρώτο εδάφιο, της οδηγίας αυτής δεν αντίκειται σε εθνική ρύθμιση η οποία, σε μια τέτοια περίπτωση, λαμβάνει υπόψη τιμή διαφορετική από την προβλεπόμενη στη διάταξη αυτή, εφόσον οι προϋποθέσεις υπό τις οποίες θεωρείται ότι η τιμή αυτή δεν είναι δίκαιη

³⁶ Βλ. συναφώς σημείο 48 των παρούσων προτάσεων, καθώς και εκτιμήσεις που περιλαμβάνονται στην έκθεση Winter, σ. 57.

³⁷ Βλ. συναφώς σημείο 37 των παρούσων προτάσεων.

και τα κριτήρια βάσει των οποίων καθορίζεται η εναλλακτική αξία είναι αρκούντως σαφή, ακριβή και προβλέψιμα σύμφωνα με τις ερμηνευτικές μεθόδους που αναγνωρίζονται από το εθνικό δίκαιο.

Η «έλλειψη ρευστότητας» των τίτλων συμμετοχών της υπό εξαγορά εταιρίας δεν μπορεί να θεωρηθεί ως αρκούντως σαφής, ακριβής και προβλέψιμη προϋπόθεση για τη συνδρομή ειδικών περιστάσεων, η οποία δικαιολογεί παρέκκλιση από τον κανόνα που προβλέπεται στο άρθρο 5, παράγραφος 4, πρώτο εδάφιο, της οδηγίας 2004/25, αν εκ του νόμου δεν καθορίζονται σαφώς συγκεκριμένες ποσότητες ή συχνότητες εμπορίας, κάτω από τις οποίες ο τίτλος θα θεωρείται μη ρευστοποιήσιμος.

B. Επί του πρώτου και του δεύτερου προδικαστικού ερωτήματος

62. Σε περίπτωση που, στο πλαίσιο διενέργειας του ελέγχου που εμπίπτει στην αρμοδιότητά του, το αιτούν δικαστήριο καταλήξει στο συμπέρασμα ότι ερμηνεία του άρθρου 74, παράγραφος 1, του FITL κατά την οποία το σημείο 3 της διατάξεως αυτής εφαρμόζεται μόνο κατ' εξαίρεση και οι προϋποθέσεις της εφαρμογής αυτής καθορίζονται σαφώς, το πρώτο και το δεύτερο προδικαστικό ερώτημα αφορούν ακολούθως τις απαιτήσεις του άρθρου 5, παράγραφος 4, της οδηγίας 2004/25 σχετικά με τα κριτήρια υπολογισμού τιμής διαφορετικής από την προβλεπόμενη στην παράγραφο 1 της διατάξεως αυτής³⁸.

63. Το άρθρο 74, παράγραφος 1, σημείο 3, του FITL προβλέπει ότι η τιμή της υποχρεωτικής προσφοράς υπολογίζεται διαιρώντας τα καθαρά στοιχεία ενεργητικού της υπό εξαγορά εταιρίας με τον αριθμό των εκδοθεισών μετοχών. Κατά τη διάταξη αυτή, για να υπολογιστεί εν συνεχεία η αξία των καθαρών στοιχείων ενεργητικού της υπό εξαγορά εταιρίας, από το σύνολο της περιουσίας της (στοιχεία ενεργητικού) πρέπει να αφαιρεθούν οι ίδιες μετοχές που κατέχει η εταιρία καθώς και οι υποχρεώσεις. Πράγματι, τα στοιχεία του ενεργητικού της μέχρι το ύψος των υποχρεώσεων δεν υπολογίζονται, από χρηματοοικονομικής απόψεως, υπέρ της υπό εξαγορά εταιρίας³⁹. Δυνάμει του άρθρου 74, παράγραφος 2, του FITL, αν η υπό εξαγορά εταιρία είναι η μητρική οντότητα ομίλου, ως βάση υπολογισμού λαμβάνονται τα στοιχεία της τελευταίας ενοποιημένης ετήσιας οικονομικής καταστάσεως. Αυτή αναφέρει το σύνολο των εγγεγραμμένων στον ισολογισμό στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού της υπό εξαγορά εταιρίας, καθώς και τις λογιστικές αξίες όλων των ελεγχόμενων θυγατρικών της⁴⁰.

64. Εν προκειμένω, η υπό εξαγορά εταιρία δεν κατέχει το 100 % των μεριδίων σε καμία από τις θυγατρικές της. Κατέχει όμως αρκετές πλειοψηφικές συμμετοχές, οπότε, σύμφωνα με το ΔΠΧΑ, συντάχθηκαν ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις. Συναφώς, σύμφωνα με το ΔΠΧΑ 10:22, οι συμμετοχές των μετόχων μειοψηφίας των θυγατρικών οντοτήτων (οι επανομαζόμενες μη ελέγχουσες συμμετοχές) δεν εγγράφονται από την υπό εξαγορά εταιρία στο παθητικό των ενοποιημένων ετήσιων οικονομικών καταστάσεων ως μέρος των εξωτερικών κεφαλαίων, αλλά ως ενότητα διακριτή από τα ίδια κεφάλαια. Για τον λόγο αυτόν, η ΕΚΜΚ θεωρεί ότι και οι συμμετοχές αυτές υπολογίζονται στα καθαρά στοιχεία ενεργητικού της υπό εξαγορά εταιρίας. Συγκεκριμένα, όπως προκύπτει από το άρθρο 74, παράγραφος 1, σημείο 3, του FITL, κατά τον υπολογισμό των καθαρών στοιχείων του ενεργητικού εκτός από τις ίδιες μετοχές μπορούν να αφαιρούνται μόνον υποχρεώσεις και όχι ίδια κεφάλαια.

³⁸ Επί του ζητήματος αυτού, βλ. επίσης σημεία 50 και 51 των παρούσων προτάσεων.

³⁹ Βεβαίως, από λογιστικής απόψεως, οι ίδιες μετοχές δεν συνδέονται με κανέναν άλλο κάτοχο. Όμως, σε περίπτωση εκκαθαρίσεως της εταιρίας, στερούνται αξίας. Ως εκ τούτου, δεν προστίθενται στα καθαρά στοιχεία του ενεργητικού.

⁴⁰ Βλ. άρθρο 14, παράγραφος 1, του λεττονικού νόμου περί ενοποιημένων ετήσιων οικονομικών καταστάσεων.

65. Στο πλαίσιο αυτό, το αιτούν δικαστήριο ζητεί με το πρώτο ερώτημά του να διευκρινιστεί αν το άρθρο 5, παράγραφος 4, της οδηγίας 2004/25 αντίκειται σε ρύθμιση κατά την οποία για τον καθορισμό δίκαιης τιμής προσφοράς, ακόμη και στην περίπτωση που η υπό εξαγορά εταιρία δεν συμμετέχει κατά 100 % στα στοιχεία ενεργητικού θυγατρικής τα οποία υπολογίζονται υπέρ των μετόχων μειοψηφίας της θυγατρικής, τα εν λόγω στοιχεία ενεργητικού προστίθενται καθ' ολοκληρία στα καθαρά στοιχεία ενεργητικού της υπό εξαγορά εταιρίας. Με το δεύτερο προδικαστικό ερώτημα το αιτούν δικαστήριο ζητεί να διευκρινιστεί, σε περίπτωση που κριθεί ότι μια τέτοια ρύθμιση δεν επιτρέπεται, αν η τελεολογική συστολή του άρθρου 74, παράγραφος 1, σημείο 3, του FITL είναι αποδεκτή υπό το πρίσμα του δικαίου της Ένωσης. Τούτο διότι, αν η εφαρμογή της κριθεί αναγκαία, κατά την εκτίμηση του αιτούντος δικαστηρίου αυτό θα είχε, ενδεχομένως, ως αποτέλεσμα η εν λόγω διάταξη να μην θεωρείται πλέον αρκούντως σαφής, ακριβής και προβλέψιμη υπό το φως της νομολογίας που παρατίθεται στο σημείο 52 των παρουσών προτάσεων.

66. Αφετηρία του ελέγχου πρέπει και εν προκειμένω να αποτελέσουν πάλι δύο στοιχεία. Πρώτον, όταν για την υποχρεωτική προσφορά τα κράτη μέλη λαμβάνουν κατ' εξαίρεση ως βάση τιμή διαφορετική από εκείνη που αναφέρεται ως τιμή προσφοράς στο άρθρο 5, παράγραφος 4, πρώτο εδάφιο, οφείλουν να διασφαλίζουν ότι η τιμή αυτή είναι δίκαιη (συναφώς κατωτέρω υπό 1). Δεύτερον, τα κριτήρια υπολογισμού της τιμής αυτής πρέπει να καθορίζονται σαφώς, δηλαδή να μπορούν να συναχθούν από τη ρύθμιση με επαρκή σαφήνεια, ακρίβεια και προβλεψιμότητα (συναφώς κατωτέρω υπό 2) με βάση τις ερμηνευτικές μεθόδους που αναγνωρίζονται από το εθνικό δίκαιο.

1. Επί του δικαίου χαρακτήρα της τιμής

67. Το άρθρο 5, παράγραφος 4, δεύτερο εδάφιο, της οδηγίας 2004/25 αναφέρει, ενδεικτικώς, κριτήρια για την εφαρμογή των οποίων η εθνική εποπτική αρχή μπορεί να εξουσιοδοτηθεί να καθορίζει τιμή διαφορετική από εκείνη του άρθρου 5, παράγραφος 4, πρώτο εδάφιο, της οδηγίας αυτής. Σε αυτά συγκαταλέγονται η αξία εκκαθαρίσεως της υπό εξαγορά εταιρίας ή άλλα αντικειμενικά κριτήρια αξιολόγησης, χρησιμοποιούμενα εν γένει σε χρηματοοικονομικές αναλύσεις. Με βάση τα προεκτεθέντα⁴¹, σε τέτοιου είδους κριτήρια πρέπει να στηρίζεται και η νομοθετική διάταξη που αφορά τον καθορισμό διαφορετικής δίκαιης τιμής. Τα παραδείγματα αυτά καταδεικνύουν ότι, όταν αποκλείεται η προσφυγή σε χρηματιστηριακές τιμές, αφετηρία για τον καθορισμό διαφορετικής τιμής μετοχής πρέπει να αποτελεί η αξία της υπό εξαγορά εταιρίας που προσδιορίζεται με άλλο τρόπο.

68. Η αξία μιας επιχείρησης μπορεί να καθορίζεται βάσει πλήθους διαφορετικών κριτηρίων και διαδικασιών. Από τη διατύπωση του άρθρου 5, παράγραφος 4, δεύτερο εδάφιο, της οδηγίας προκύπτει ότι, στο πλαίσιο αυτό, ο Ευρωπαίος νομοθέτης θέλησε να αναγνωρίσει στα κράτη μέλη ευρύ περιθώριο εκτιμήσεως ως προς την επιλογή της κατάλληλης διαδικασίας⁴², υπό τον όρο ότι αυτά επιλέγουν ένα ή περισσότερα από τα κριτήρια που χρησιμοποιούνται γενικώς στη χρηματοοικονομική ανάλυση.

⁴¹ Βλ. σημεία 48 έως 50 των παρουσών προτάσεων.

⁴² Στο πνεύμα αυτό κινούνται και οι προτάσεις του γενικού εισαγγελέα N. Wahl στην υπόθεση Marco Tronchetti Provera κ.λπ. (C-206/16, EU:C:2017:212, σημείο 38).

69. Ωστόσο, το περιθώριο εκτιμήσεως που παρέχεται στα κράτη μέλη κατά τον καθορισμό των κριτηρίων οριοθετείται από το πνεύμα και τον σκοπό της διατάξεως. Το σχετικό όριο συνίσταται στον καθορισμό δίκαιης τιμής μετοχών προκειμένου περί υποβολής υποχρεωτικής προσφοράς στους μειοψηφούντες μετόχους της υπό εξαγορά εταιρίας.

70. Συναφώς, υπενθυμίζεται ότι από την απαίτηση περί δίκαιου χαρακτήρα της τιμής στο πλαίσιο του άρθρου 5, παράγραφος 4, της οδηγίας δεν προκύπτει υποχρέωση να λαμβάνεται ως βάση η υψηλότερη δυνατή τιμή των μετοχών⁴³. Αντιθέτως, κατά την έννοια του άρθρου 5, παράγραφος 4, της οδηγίας 2004/25 η δίκαιη τιμή των μετοχών πρέπει να αντανακλά την πραγματική οικονομική αξία της συμμετοχής στην υπό εξαγορά εταιρία. Τούτο διότι, αφενός, πρέπει να διευκολύνονται οι εξαγορές που αποσκοπούν στην πραγμάτωση της ελευθερίας εγκαταστάσεως και, αφετέρου, να μην περιέρχονται εξ αυτού του λόγου σε μειονεκτική θέση οι μέτοχοι της μειοψηφίας, ή ακόμη και να παραβιάζεται το θεμελιώδες δικαίωμά τους στην ιδιοκτησία. Τούτο καταδεικνύει επίσης η βασική νομοθετική επιλογή, να θεωρείται κατά κανόνα δίκαιη η ανώτερη τιμή που καταβάλλει ο προσφέρων. Ο λόγος είναι ότι σε μια ομαλώς λειτουργούσα κεφαλαιαγορά, η οποία λαμβάνεται ως πρότυπο, μια επιχείρηση δεν είναι ούτε υποτιμημένη ούτε υπερεκτιμημένη⁴⁴.

71. Επομένως, προκειμένου να καθορίσουν κατ' εξαίρεση τιμή μετοχής διαφορετική από την προβλεπόμενη στο άρθρο 5, παράγραφος 4, πρώτο εδάφιο, της οδηγίας 2004/25, τα κράτη μέλη μπορούν να προβλέπουν οποιοδήποτε αναγνωριζόμενο από τη χρηματοοικονομική ανάλυση κριτήριο αξιολόγησης που αντανακλά την πραγματική οικονομική αξία της συμμετοχής της υπό εξαγορά εταιρίας.

72. Στο πλαίσιο αυτό, απόκειται στο αιτούν δικαστήριο να εξακριβώσει, αφενός, αν η αποτίμηση μιας επιχειρήσεως με βάση τα καθαρά στοιχεία του ενεργητικού της και τα στοιχεία που περιλαμβάνονται στις ετήσιες ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις σύμφωνα με τους κανόνες του Διεθνούς Προτύπου Χρηματοοικονομικής Αναφοράς 10 (ΔΠΧΑ 10) συνιστά μέθοδο αναγνωρισμένη μεταξύ των οικονομικών αναλυτών. Αφετέρου, στο αιτούν δικαστήριο απόκειται να εξακριβώσει κατά πόσον οι τρόποι υπολογισμού που προβλέπει συναφώς το εθνικό δίκαιο αντανακλούν την πραγματική οικονομική αξία της συμμετοχής στην οικεία επιχείρηση.

73. Όσον αφορά την πρώτη πτυχή, κατά την ενώπιον του Δικαστηρίου διαδικασία η Επιτροπή επισήμανε ότι μια μέθοδος αποτίμησης βασισμένη στη λογιστική ενδέχεται να μην αποτυπώνει επαρκώς την πραγματική αξία της επιχειρήσεως, αναλόγως του είδους αυτής⁴⁵.

74. Εντούτοις, όπως ορθώς επισήμανε η Λεττονική Κυβέρνηση, ρύθμιση κατά την οποία για τον καθορισμό της τιμής προσφοράς πρέπει να διαιρείται η αξία των καθαρών στοιχείων του ενεργητικού της υπό εξαγορά εταιρίας με τον αριθμό των εκδοθεισών μετοχών προσομοιάζει, επί της ουσίας, με ρύθμιση που στηρίζεται στην αξία εκκαθαρίσεως της οικείας εταιρίας. Το κριτήριο αυτό προβλέπεται ρητώς στην οδηγία και επομένως, κατά την άποψή μου, δεν είναι κατ' αρχήν απορριπτέο, λαμβανομένου υπόψη του ευρέος περιθωρίου εκτιμήσεως που αναγνωρίζει στα κράτη μέλη η οδηγία.

⁴³ Βλ. συναφώς σημεία 42 έως 44 των παρούσων προτάσεων.

⁴⁴ Βλ. συναφώς σημείο 37 των παρούσων προτάσεων.

⁴⁵ Τούτο μπορεί να συμβαίνει, για παράδειγμα, όταν την αξία της οντότητας αντιπροσωπεύουν κυρίως τα άυλα στοιχεία του ενεργητικού, αρκεί δε να αναλογιστεί κανείς συναφώς διαδικτυακές επιχειρήσεις που βασίζονται σε ψηφιακά εμπορικά μοντέλα, όπως η Facebook ή η Google.

75. Επιπλέον, φρονώ ότι δύσκολα μπορεί να αμφισβητηθεί ότι οι τιμές των ετήσιων ενοποιημένων οικονομικών καταστάσεων που καταρτίστηκαν δυνάμει του ΔΠΧΑ 10 συνιστούν, κατ' αρχήν, κριτήρια αξιολόγησης, χρησιμοποιούμενα εν γένει σε χρηματοοικονομικές αναλύσεις. Πράγματι, τα εν λόγω διεθνή λογιστικά πρότυπα περιελήφθησαν στο δίκαιο της Ένωσης με τον κανονισμό 1254/2012 και, κατά την αιτιολογική σκέψη 9 του κανονισμού 1606/2002⁴⁶, αποσκοπούν στην πραγματική και αμερόληπτη απεικόνιση της χρηματοπιστωτικής κατάστασης και των επιδόσεων μιας επιχείρησης.

76. Ωστόσο, όσον αφορά τη δεύτερη πτυχή, η ιδιαιτερότητα της υποθέσεως της κύριας δίκης έγκειται στο γεγονός ότι για τον καθορισμό της αξίας εξαγοράς της μητρικής οντότητας του ομίλου λαμβάνονται υπόψη οι τελευταίες ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις του ομίλου που καταρτίστηκαν σύμφωνα με το ΔΠΧΑ 10. Οι ενοποιημένες ετήσιες οικονομικές καταστάσεις όμως συμπεριλαμβάνουν στο ενεργητικό το σύνολο των στοιχείων του ενεργητικού της μητρικής οντότητας και των θυγατρικών, ανεξαρτήτως του ποσοστού συμμετοχής της μητρικής στις θυγατρικές οντότητες. Οι μη ελέγχουσες συμμετοχές που κατέχουν τρίτοι σε θυγατρικές ανήκουσες στη μητρική επιχειρηματική οντότητα του ομίλου εγγράφονται στο παθητικό ως στοιχείο διακριτό από τα ίδια κεφάλαια⁴⁷.

77. Ο λόγος έγκειται στο ότι το ΔΠΧΑ 10 αποσκοπεί κυρίως στην παροχή στους πιστωτές μιας όσο το δυνατόν πιο ακριβούς εικόνας των περιουσιακών στοιχείων του *ομίλου*. Προς τούτο, σύμφωνα με το προσάρτημα Α του ΔΠΧΑ 10, τα στοιχεία ενεργητικού, τα χρέη, τα ίδια κεφάλαια, τα έσοδα, τα έξοδα και οι ταμειακές ροές της μητρικής οντότητας και των θυγατρικών της εμφανίζονται ως εάν να επρόκειτο για ενιαία οικονομική οντότητα⁴⁸. Επομένως, ο ενιαίος υπολογισμός μητρικών και θυγατρικών οντοτήτων δικαιολογείται λόγω του ειδικού σκοπού που επιδιώκεται με το ΔΠΧΑ 10. Στο πλαίσιο αυτό, η χωριστή μνεία των μη ελεγχουσών συμμετοχών ως «ίδια κεφάλαια» αποσκοπεί στην ενημέρωση των πιστωτών, προκειμένου να καθίσταται σαφές ότι η αντίστοιχη θυγατρική οντότητα δεν ανήκει κατά 100 % στη μητρική και, επομένως, δεν μπορεί αυτά να εξομοιώνονται με τα «συνήθη» ίδια κεφάλαια.

78. Στο πλαίσιο αυτό, απόκειται στο αιτούν δικαστήριο να εξετάσει κατά πόσον ο ενιαίος υπολογισμός του συνόλου των στοιχείων του ενεργητικού των μητρικών και θυγατρικών οντοτήτων, χωρίς δυνατότητα διορθώσεως διά της αναλογικής αφαιρέσεως μη ελεγχουσών συμμετοχών, είναι πρόσφορη για τον καθορισμό της οικονομικής αξίας του μεριδίου συμμετοχής στη μητρική οντότητα. Συναφώς, το αιτούν δικαστήριο οφείλει, μεταξύ άλλων, να λάβει υπόψη το γεγονός ότι, σύμφωνα με το προσάρτημα Α του ΔΠΧΑ 10⁴⁹, οι μη ελέγχουσες συμμετοχές τρίτων ορίζονται ως ίδια κεφάλαια θυγατρικής οντότητας τα οποία δεν υπολογίζονται, ούτε άμεσα ούτε έμμεσα, υπέρ μητρικής οντότητας και, ως εκ τούτου, παρουσιάζονται χωριστά στις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις του ομίλου. Τούτο θα μπορούσε να συνηγορεί υπέρ της απόψεως ότι για τον υπολογισμό της αξίας εξαγοράς της μητρικής οντότητας οι εν λόγω συμμετοχές που ανήκουν σε τρίτους πρέπει να τυγχάνουν της ίδιας μεταχειρίσεως με τα ξένα κεφάλαια.

⁴⁶ Κανονισμός (ΕΚ) του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 19ης Ιουλίου 2002, για την εφαρμογή διεθνών λογιστικών προτύπων (ΕΕ 2002, L 243, σ. 1), όπως τροποποιήθηκε με τον κανονισμό (ΕΚ) 297/2008 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 11ης Μαρτίου 2008 (ΕΕ 2008, L 97, σ. 62).

⁴⁷ Βλ. ΔΠΧΑ 10:22.

⁴⁸ Τούτο σε καμία περίπτωση δεν έχει υποχρεωτικό χαρακτήρα, αλλά δικαιολογείται αντιθέτως από το γεγονός ότι το ΔΠΧΑ 10 βασίζεται στη λεγόμενη «θεωρία της οντότητας» («entity theory») που εφαρμόζεται στη λογιστική συγχωνεύσεων και εξαγορών. Αν βασιζόταν στην αντίθετη προς αυτή την προσέγγιση θεωρία της μητρικής οντότητας («parent company concept»), οι εταίροι που δεν κατέχουν ελέγχουσες συμμετοχές θα έπρεπε να θεωρούνται, από λογιστικής απόψεως, ως εξωτερικοί επενδυτές. Βλ. επίσης, συναφώς, Pellens/Amshoff/Sellhorn, *Einheitstheorie in der M&A-Bilanzierung, Betriebsberater (BB)*, 2008, σ. 602 επ.

⁴⁹ Βλ. σημείο 11 των παρούσων προτάσεων.

79. Από τις ανωτέρω σκέψεις προκύπτει ότι, ως κριτήριο για τον νομοθετικό καθορισμό δίκαιης τιμής διαφορετικής από την προβλεπόμενη στο άρθρο 5, παράγραφος 4, πρώτο εδάφιο, της οδηγίας 2004/25 μπορεί να λαμβάνεται υπόψη κάθε αντικειμενικό κριτήριο αξιολόγησης που χρησιμοποιείται εν γένει σε χρηματοοικονομικές αναλύσεις για τον καθορισμό της πραγματικής οικονομικής αξίας μεριδίου συμμετοχής σε υπό εξαγορά εταιρία. Στο αιτούν δικαστήριο απόκειται να εκτιμήσει κατά πόσον η τιμή που καθορίστηκε κατ' εφαρμογή της εθνικής κανονιστικής ρυθμίσεως αντανakλά την αξία αυτή.

2. Επί του σαφούς καθορισμού των κριτηρίων υπολογισμού

80. Επιπλέον, η μέθοδος υπολογισμού η οποία, κατά το αιτούν δικαστήριο, αντανakλά την πραγματική οικονομική αξία της συμμετοχής σε υπό εξαγορά εταιρία πρέπει να μπορεί να συναχθεί κατά τρόπο αρκούντως σαφή, ακριβή και προβλέψιμο με βάση τις ερμηνευτικές μεθόδους που αναγνωρίζει το εθνικό δίκαιο⁵⁰.

81. Το αιτούν δικαστήριο φαίνεται να συντάσσεται με την άποψη ότι η υποχρέωση χρησιμοποίησης των στοιχείων των ετήσιων ενοποιημένων οικονομικών καταστάσεων συνεπάγεται κατ' ανάγκη ότι, στο πλαίσιο του υπολογισμού που πρέπει να πραγματοποιείται δυνάμει του άρθρου 74, παράγραφος 1, σημείο 3, του FITL, αφαιρείται μόνον ό,τι οι ετήσιες ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις αναφέρουν ως «υποχρεώσεις». Αν όμως η πραγματική οικονομική αξία μεριδίου συμμετοχής στην υπό εξαγορά εταιρία δεν είναι δυνατόν να καθοριστεί κατ' αυτόν τον τρόπο, το αιτούν δικαστήριο θα αναγκαστεί να καταφύγει σε τελεολογική συστολή του άρθρου 74, παράγραφος 1, σημείο 3, του FITL. Στο πλαίσιο αυτό, το αιτούν δικαστήριο αμφιβάλλει για το κατά πόσον η μέθοδος υπολογισμού που προβλέπει η διάταξη αυτή είναι σαφής.

82. Συναφώς, υπενθυμίζεται ότι η αρχή της σύμφωνης προς το δίκαιο της Ένωσης ερμηνείας επιβάλλει στο αιτούν δικαστήριο να λάβει υπόψη το σύνολο των διατάξεων της εθνικής νομοθεσίας και να εφαρμόσει όλες τις αναγνωριζόμενες από το εθνικό δίκαιο μεθόδους ερμηνείας, προκειμένου να ερμηνεύσει το εθνικό δίκαιο, στο μέτρο του δυνατού, υπό το φως του κειμένου και του σκοπού της επίμαχης οδηγίας, συμμορφούμενο με τον τρόπο αυτό προς το άρθρο 288, παράγραφος 3, ΣΛΕΕ⁵¹.

83. Συνεπώς, στο αιτούν δικαστήριο απόκειται να εξακριβώσει κατά προτεραιότητα αν το άρθρο 74, παράγραφος 1, σημείο 3, του FITL μπορεί να ερμηνευθεί υπό την έννοια ότι για τον καθορισμό των καθαρών στοιχείων του ενεργητικού της υπό εξαγορά εταιρίας πρέπει να αφαιρεθεί από το συνολικό ποσό της περιουσίας που αναφέρει το άρθρο αυτό ποσό που αντιστοιχεί στο μερίδιο επί της λογιστικής αξίας των θυγατρικών οντοτήτων το οποίο, από χρηματοοικονομικής απόψεως, δεν υπολογίζεται στην υπό εξαγορά εταιρία (ήτοι οι μη ελέγχουσες συμμετοχές). Εκ πρώτης όψεως φαίνεται να συνηγορεί υπέρ της απόψεως αυτής το ότι, κατά τα φαινόμενα, το εθνικό δίκαιο δεν αφορά ρητώς υποχρεώσεις υπό την έννοια του ΔΠΧΑ 10.

⁵⁰ Βλ. συναφώς σημείο 52 των παρούσων προτάσεων.

⁵¹ Αποφάσεις της 5ης Οκτωβρίου 2004, Pfeiffer κ.λπ. (C-397/01 έως C-403/01, EU:C:2004:584, σκέψεις 113 και 114), της 19ης Ιανουαρίου 2010, Küçükdeveci (C-555/07, EU:C:2010:21, σκέψη 48), και της 19ης Απριλίου 2016, DI (C-441/14, EU:C:2016:278, σκέψη 31).

84. Αν κατά το αιτούν δικαστήριο η λύση αυτή δεν επιτευχθεί μέσω της κλασικής ερμηνείας, θα πρέπει επίσης να εξεταστεί το ενδεχόμενο της τελολογικής συστολής, εφόσον ο θεσμός αυτός απαντάται και στη λεττονική έννομη τάξη. Ομοίως, κατά περίπτωση, πρέπει να αφήσει (εν μέρει) ανεφάρμοστη τυχόν αντίθετη εθνική διάταξη, προκειμένου να επιτευχθεί αποτέλεσμα που να συνάδει με το δίκαιο της Ένωσης⁵².

85. Εντούτοις, αν απαιτείται η τελολογική συστολή της διατάξεως ή η (εν μέρει) μη εφαρμογή της, εκτιμώ ότι η μέθοδος υπολογισμού δεν μπορεί να θεωρηθεί αρκούντως σαφής, ακριβής και προβλέψιμη κατά την έννοια της νομολογίας που παρατίθεται στο σημείο 52 των παρουσών προτάσεων. Πράγματι, η απαίτηση αυτή έχει την έννοια ότι παρέχει στον προσφέροντα ασφάλεια δικαίου ως προς την τιμή προσφοράς που καλείται να καταβάλει.

86. Επομένως, πρέπει να γίνει δεκτό ότι κριτήριο για τον νομοθετικό καθορισμό δίκαιης τιμής διαφορετικής από την προβλεπόμενη στο άρθρο 5, παράγραφος 4, πρώτο εδάφιο, της οδηγίας 2004/25 δεν μπορεί να θεωρηθεί αρκούντως σαφές, ακριβές και προβλέψιμο αν για την εφαρμογή του απαιτείται ο τελολογικός περιορισμός της διατάξεως ή η μη εφαρμογή της επειδή αντιβαίνει σε διάταξη του δικαίου της Ένωσης.

Γ. Επί του έκτου προδικαστικού ερωτήματος

87. Με το έκτο ερώτημά του το αιτούν δικαστήριο ζητεί να διευκρινιστεί αν οι διατάξεις της οδηγίας 2004/25, ιδίως το άρθρο 5, παράγραφος 4, αυτής, έχουν ως αντικείμενο την απονομή δικαιωμάτων στον προσφέροντα στο πλαίσιο της εξαγοράς.

88. Αφορμή για τη διατύπωση του ερωτήματος αυτού αποτελεί το γεγονός ότι, κατά πάγια νομολογία, η ευθύνη κράτους μέλους για ζημίες που προκαλούνται σε ιδιώτες λόγω παραβάσεων του δικαίου της Ένωσης από το εν λόγω κράτος μέλος εξαρτάται από τη συνδρομή τριών προϋποθέσεων: ο παραβιαζόμενος κανόνας του δικαίου της Ένωσης να αποσκοπεί στην απονομή δικαιωμάτων στους ιδιώτες, η παράβαση του κανόνα αυτού να είναι κατάφωρη και να υφίσταται άμεση αιτιώδης συνάφεια μεταξύ της παραβάσεως αυτής και της προκληθείσας ζημίας⁵³.

89. Εν προκειμένω, η ιδιαιτερότητα έγκειται στο ότι, δυνάμει του άρθρου 4, παράγραφος 6, της οδηγίας 2004/25 τα κράτη μέλη έχουν την εξουσία να ρυθμίζουν εάν και υπό ποιες προϋποθέσεις οι μετέχοντες στην προσφορά έχουν δικαίωμα να προβάλλουν τα δικαιώματά τους στο πλαίσιο διοικητικής ή δικαστικής διαδικασίας. Ειδικότερα, μπορούν να μη δέχονται την κίνηση σχετικής διαδικασίας και να αποφασίζουν εάν μια τέτοια διαδικασία θα επηρεάσει την έκβαση της προσφοράς. Επιπλέον, η οδηγία δεν θίγει την εξουσία των κρατών μελών να καθορίζουν τη νομική κατάσταση όσον αφορά την ευθύνη των εποπτικών αρχών.

⁵² Βλ. σχετικά με την υποχρέωση αυτή απλώς την απόφαση της 19ης Απριλίου 2016, DI (C-441/14, EU:C:2016:278, σκέψη 37).

⁵³ Αποφάσεις της 5ης Μαρτίου 1996, Brasserie du pêcheur και Factortame (C-46/93 και C-48/93, EU:C:1996:79, σκέψη 51), της 30ής Σεπτεμβρίου 2003, Köbler (C-224/01, EU:C:2003:513, σκέψη 51), και της 28ης Ιουλίου 2016, Tomášová (C-168/15, EU:C:2016:602, σκέψη 22).

90. Ένας τέτοιος περιορισμός των δικαιωμάτων των συμμετεχόντων σε διαδικασία προσφοράς δικαιολογείται από τη σκέψη ότι η εξαγορά δεν πρέπει να εμποδίζεται από μακροχρόνιες διαμάχες που μπορεί να αφορούν, επί παραδείγματι, τον δίκαιο χαρακτήρα της τιμής προσφοράς⁵⁴. Ωστόσο, σκοπός της οδηγίας δεν είναι να θίξει το δικαίωμα του ζημιωθέντος να προσφύγει στη δικαιοσύνη τουλάχιστον προς αποκατάσταση της βλάβης του⁵⁵.

91. Κατά συνέπεια, αν στο πλαίσιο αυτό τα κράτη μέλη μπορούν να ρυθμίζουν τον τρόπο ασκήσεως των δικαιωμάτων από τους συμμετέχοντες στη διαδικασία της προσφοράς και, κατά περίπτωση, να περιορίζουν την εξαγορά σε ορισμένα στάδια αυτής, δεν είναι δυνατόν, κατά τη γνώμη μου, να συναχθεί από το άρθρο 4, παράγραφος 6, της οδηγίας 2004/25 ότι τα κράτη μέλη μπορούν ευχερώς να αποκλείουν δικαιώματα, ενώ αυτά προβλέπονται από την οδηγία.

92. Πράγματι, το κατά πόσον ένας κανόνας έχει ως αντικείμενο την απονομή δικαιωμάτων σε ιδιώτες πρέπει πάντοτε να εξετάζεται υπό το πρίσμα της οικείας διατάξεως. Συναφώς, το Δικαστήριο έκρινε ότι δεν είναι δυνατό να δοθεί συνολική απάντηση στο εν λόγω ζήτημα, παραπέμποντας στους σκοπούς της οδηγίας στην οποία περιλαμβάνεται η διάταξη αυτή⁵⁶. Επιπλέον, το γεγονός ότι μια διάταξη εξυπηρετεί και άλλα συμφέροντα δεν αποκλείει ότι σκοπεύει επίσης στην προστασία των ιδιωτών⁵⁷.

93. Για την υπόθεση της κύριας δίκης τούτο σημαίνει ότι ο δεδηλωμένος σκοπός της οδηγίας 2004/25, ο οποίος συνίσταται στην προστασία των μετόχων μειοψηφίας της υπό εξαγορά εταιρίας⁵⁸, δεν αποκλείει το ενδεχόμενο το άρθρο 5, παράγραφος 4, της οδηγίας αυτής να σκοπεύει και στην προστασία του προσφέροντος. Συναφώς, έχει ήδη διαπιστωθεί ανωτέρω ότι ο κανόνας της ανώτερης καταβληθείσας τιμής που περιλαμβάνεται στο άρθρο 5, παράγραφος 4, πρώτο εδάφιο, της οδηγίας σκοπεύει στην κατοχύρωση της ασφάλειας δικαίου προς το συμφέρον του προσφέροντος⁵⁹. Επιπλέον, με το κριτήριο του δίκαιου χαρακτήρα της τιμής προσφοράς επιδιώκεται να διασφαλιστεί ότι ο μειοψηφών μέτοχος θα αποζημιωθεί για την πραγματική οικονομική αξία της συμμετοχής του στην υπό εξαγορά εταιρία⁶⁰. Όμως, η προβλεπόμενη στο άρθρο 5, παράγραφος 4, δεύτερο εδάφιο, της οδηγίας δυνατότητα διορθώσεως *προς τα κάτω* της ανώτερης τιμής που καταβάλλει ο προσφέρων καταδεικνύει ότι ο τελευταίος πρέπει συγχρόνως να προστατεύεται από την υποχρέωση καταβολής ποσού που υπερβαίνει τη δίκαιη τιμή.

94. Παρά ταύτα, κρίσιμο κατά τη γνώμη μου είναι ότι το άρθρο 5, παράγραφος 4, της οδηγίας 2004/25 επηρεάζει άμεσα τη νομική κατάσταση του προσφέροντος και, ειδικότερα, το δικαίωμα ιδιοκτησίας, καθόσον αυτός υποχρεούται να καταβάλει τη δίκαιη τιμή της προσφοράς. Συναφώς, το Δικαστήριο, προκειμένου να απαντήσει στο ερώτημα αν μια διάταξη αποσκοπεί στην προστασία των ιδιωτών, εξέτασε κατά πόσον η εφαρμογή της επίμαχης διατάξεως παράγει άμεσα αποτελέσματα επί της νομικής καταστάσεως των ιδιωτών⁶¹.

⁵⁴ Βλ., συναφώς, έκθεση Winter, σ. 57.

⁵⁵ Βλ. πρόταση οδηγίας, σ. 4 (παρατηρήσεις σχετικά με το άρθρο 4). Το άρθρο 4, παράγραφος 6, υιοθετήθηκε αυτούσιο, όπως προβλεπόταν στο κείμενο της πρότασης οδηγίας.

⁵⁶ Πρβλ. απόφαση της 12ης Οκτωβρίου 2004, Paul κ.λπ. (C-222/02, EU:C:2004:606, σκέψη 40).

⁵⁷ Απόφαση της 8ης Οκτωβρίου 1996, Dillenkofer κ.λπ. (C-178/94, C-179/94 και C-188/94 έως C-190/94, EU:C:1996:375, σκέψη 39).

⁵⁸ Βλ., επί παραδείγματι, αιτιολογική σκέψη 2 και άρθρο 3, παράγραφος 1, στοιχείο α', της οδηγίας 2004/25, καθώς και απόφαση της 20ής Ιουλίου 2017, Marco Tronchetti Provera κ.λπ. (C-206/16, EU:C:2017:572, σκέψη 24).

⁵⁹ Επί του ζητήματος αυτού, βλ. επίσης σημεία 38 και 43 των παρούσων προτάσεων.

⁶⁰ Επί του ζητήματος αυτού, βλ. σημεία 37 και 70 των παρούσων προτάσεων.

⁶¹ Βλ. απόφαση της 4ης Οκτωβρίου 2018, Kantarev (C-571/16, EU:C:2018:807, σκέψη 103).

95. Ωστόσο, κατά τη διαδικασία ενώπιον του Δικαστηρίου, η Λεττονική Κυβέρνηση αντέτεινε ότι από το άρθρο 5, παράγραφος 4, της οδηγίας 2004/25 δεν δύναται να συναχθεί συγκεκριμένη τιμή προσφοράς; αλλά ότι τα κράτη μέλη διατηρούν ένα περιθώριο εκτιμήσεως στο πλαίσιο του δίκαιου χαρακτήρα που πρέπει να έχει αυτή. Με τον τρόπο αυτό όμως συγχέει το ζήτημα του ατομικού προστατευτικού χαρακτήρα ενός κανόνα με το ζήτημα της άμεσης εφαρμογής του. Τούτο διότι μόνον στην τελευταία αυτή περίπτωση ο οικείος κανόνας απαιτείται να είναι ανεπιφύλακτος και επαρκώς ακριβής⁶². Είναι γεγονός ότι, στο πλαίσιο της ευθύνης του κράτους, ο βαθμός σαφήνειας και ακρίβειας του παραβιαζομένου κανόνα και το εύρος του περιθωρίου εκτιμήσεως που αυτός αφήνει στις εθνικές αρχές ασκούν επιρροή στην εκτίμηση της υπάρξεως κατάφωρης παραβάσεως⁶³. Εντούτοις, το κατά πόσον συντρέχει η προϋπόθεση αυτή δεν αποτελεί αντικείμενο του έκτου προδικαστικού ερωτήματος και πρέπει να εκτιμηθεί από το αιτούν δικαστήριο.

96. Πάντως, η απευθείας εφαρμογή ενός κανόνα δεν συνιστά προϋπόθεση βάσει της οποίας μπορεί να θεωρηθεί ότι ο κανόνας αυτός αποσκοπεί στην προστασία των ιδιωτών⁶⁴. Αντιθέτως, ο ιδιώτης πρέπει να έχει τη δυνατότητα να προβάλει αξίωση αποζημιώσεως κατά του κράτους στις περιπτώσεις που δεν μπορεί να επικαλεστεί απευθείας το δίκαιο της Ένωσης⁶⁵.

97. Το πώς ακριβώς διασφαλίζεται η επιδιωκόμενη με το άρθρο 5, παράγραφος 4, προστασία του προσφέροντος κατά τη διαδικασία υποβολής προσφορών ρυθμίζεται από τα κράτη μέλη στο πλαίσιο του οικείου εθνικού διοικητικού, αστικού και δικονομικού δικαίου κατά την ενάσκηση των εξουσιών που τους απονέμει το άρθρο 4, παράγραφος 6, της οδηγίας 2004/25. Όσον αφορά την υπόθεση της κύριας δίκης, αρκεί υπό το πρίσμα αυτό η διαπίστωση ότι το λεττονικό δίκαιο φαίνεται να παρέχει στον προσφέροντα δικαίωμα προσφυγής κατά της αποφάσεως της εποπτικής αρχής.

98. Κατά συνέπεια, στο έκτο προδικαστικό ερώτημα πρέπει να δοθεί η απάντηση ότι το άρθρο 5, παράγραφος 4, της οδηγίας 2004/25 έχει την έννοια ότι η διάταξη αυτή σκοπεί στην προστασία του προσφέροντος στο πλαίσιο διαδικασίας υποβολής προσφοράς, προκειμένου να μην υποχρεωθεί να καταβάλει τιμή υψηλότερη της δίκαιης τοιαύτης στο πλαίσιο υποχρεωτικής προσφοράς.

Δ. Επί του πέμπτου προδικαστικού ερωτήματος

99. Τέλος, με το πέμπτο προδικαστικό του ερώτημα, το Augstākā tiesa (Senāts) (Ανώτατο Δικαστήριο) ζητεί να διευκρινιστεί αν αντιβαίνει στο δίκαιο της Ένωσης εθνική ρύθμιση η οποία προβλέπει, από ένα ορισμένο ποσό ζημίας και πάνω, τη δυνατότητα κατ' αποκοπή μειώσεως της αξιώσεως για αποζημίωση λόγω παραβάσεως του δικαίου της Ένωσης.

100. Κατά πάγια νομολογία, ελλείψει σχετικών διατάξεων του δικαίου της Ένωσης, απόκειται στην αρμοδιότητα κάθε κράτους μέλους να αποκαταστήσει, στο πλαίσιο της εθνικής νομοθεσίας περί ευθύνης, τις συνέπειες ζημίας προκληθείσας από παράβαση του δικαίου της Ένωσης. Συναφώς, αρκεί να διασφαλίζεται, αφενός, ότι οι προϋποθέσεις που ορίζουν οι εθνικές νομοθεσίες περί αποκαταστάσεως ζημιών δεν είναι λιγότερο ευνοϊκές από εκείνες που αφορούν

⁶² Απόφαση της 19ης Νοεμβρίου 1991, Francovich κ.λπ. (C-6/90 και C-9/90, EU:C:1991:428, σκέψεις 11 και 12).

⁶³ Αποφάσεις της 5ης Μαρτίου 1996, Brasserie du pêcheur και Factortame (C-46/93 και C-48/93, EU:C:1996:79, σκέψη 56), της 28ης Ιουλίου 2016, Tomášová (C-168/15, EU:C:2016:602, σκέψη 25), και της 29ης Ιουλίου 2019, Hochtief Solutions Magyarországi Fióktelepe (C-620/17, EU:C:2019:630, σκέψη 42).

⁶⁴ Απόφαση της 4ης Οκτωβρίου 2018, Kantarev (C-571/16, EU:C:2018:807, σκέψη 97).

⁶⁵ Απόφαση της 5ης Μαρτίου 1996, Brasserie du pêcheur και Factortame (C-46/93 και C-48/93, EU:C:1996:79, σκέψη 21).

παρόμοιες απαιτήσεις εσωτερικού δικαίου (αρχή της ισοδυναμίας). Αφετέρου, δεν επιτρέπεται να διαμορφώνονται κατά τρόπον ώστε να καθιστούν στην πράξη αδύνατη ή εξαιρετικώς δυσχερή την αποζημίωση (αρχή της αποτελεσματικότητας)⁶⁶. Το ίδιο ισχύει κατά κανόνα και για τον καθορισμό του ύψους της αποζημιώσεως⁶⁷.

101. Όσον αφορά την αρχή της ισοδυναμίας, από το πέμπτο προδικαστικό ερώτημα προκύπτει ότι η δυνατότητα κατ' αποκοπή μείωσης που προβλέπεται στο άρθρο 13, παράγραφος 3, σημείο 3, του VPINZAL εφαρμόζεται κατά τον ίδιο τρόπο επί αξιώσεων αποζημιώσεως από ευθύνη του Δημοσίου λόγω παραβάσεως είτε του εθνικού δικαίου είτε του δικαίου της Ένωσης.

102. Απομένει, επομένως, να εξεταστεί κατά πόσον ο περιορισμός της αποζημιώσεως θίγει αδικαιολόγητα την αποτελεσματικότητα του δικαιώματος αποζημιώσεως λόγω θεμελιούμενης στο δίκαιο της Ένωσης ευθύνης του Δημοσίου.

103. Συναφώς, από τη νομολογία του Δικαστηρίου προκύπτει ότι η αποκατάσταση των ζημιών που προκαλούνται στους ιδιώτες από παραβάσεις του δικαίου της Ένωσης πρέπει να είναι ανάλογη προς τη ζημία που υπέστησαν, ώστε να διασφαλίζεται η αποτελεσματική προστασία των δικαιωμάτων τους⁶⁸. Από τα ανωτέρω η Λεττονική Κυβέρνηση συνάγει ότι η αποκατάσταση της ζημίας δεν πρέπει να είναι κατ' ανάγκην πλήρης, αρκεί η αποζημίωση να μπορεί να θεωρηθεί προσήκουσα.

104. Εν προκειμένω, δεν είναι αναγκαίο να διευκρινιστεί αν το Δικαστήριο αρκέστηκε σε ορισμένες περιπτώσεις στο παρελθόν σε μια προσήκουσα αποζημίωση *αντί* της πλήρους αποκαταστάσεως της ζημίας⁶⁹. Πράγματι, για τις ανάγκες της υποθέσεως της κύριας δίκης αρκεί η διαπίστωση ότι, εν πάση περιπτώσει, η αποζημίωση για ποσό μικρότερο εκείνου που καλύπτει το σύνολο της προκληθείσας ζημίας, εφόσον πρόκειται περί σαφώς προσδιορίσιμης χρηματικής ζημίας, δεν μπορεί να θεωρηθεί προσήκουσα⁷⁰. Υπό αυτή την έννοια το Δικαστήριο έχει επίσης κρίνει ότι ο κατ' αποκοπήν αποκλεισμός ορισμένων ειδών ζημίας που μπορεί να αποκατασταθεί δεν συνιστά προσήκουσα αποζημίωση⁷¹.

105. Όσον αφορά τον ισχυρισμό που προέβαλε συναφώς η Λεττονική Κυβέρνηση και κατά την επ' ακροατηρίου διαδικασία ότι με τη μείωση της αποζημιώσεως μπορεί να ληφθεί υπόψη η σχετική ασάφεια της διατάξεως του άρθρου 5, παράγραφος 4, της οδηγίας 2004/25 και το ευρύ περιθώριο εκτιμήσεως που διαθέτουν τα κράτη μέλη, αυτός δεν μπορεί να ευδοκιμήσει. Εν προκειμένω, αρκεί η διαπίστωση ότι οι περιστάσεις αυτές ασκούν επιρροή το πολύ κατά την εκτίμηση της υπέρθεσης κατάφωρης παραβάσεως⁷².

⁶⁶ Αποφάσεις της 30ής Σεπτεμβρίου 2003, Köbler (C-224/01, EU:C:2003:513, σκέψεις 46 και 58), της 26ης Ιανουαρίου 2010, Transportes Urbanos y Servicios Generales (C-118/08, EU:C:2010:39, σκέψη 31), και της 4ης Οκτωβρίου 2018, Kantarev (C-571/16, EU:C:2018:807, σκέψη 122).

⁶⁷ Βλ. αποφάσεις της 5ης Μαρτίου 1996, Brasserie du pêcheur και Factortame (C-46/93 και C-48/93, EU:C:1996:79, σκέψη 83), και της 28ης Ιουλίου 2016, Tomášová (C-168/15, EU:C:2016:602, σκέψη 39).

⁶⁸ Αποφάσεις της 5ης Μαρτίου 1996, Brasserie du pêcheur και Factortame (C-46/93 και C-48/93, EU:C:1996:79, σκέψη 82), της 25ης Νοεμβρίου 2010, Fuß (C-429/09, EU:C:2010:717, σκέψη 92), και της 29ης Ιουλίου 2019, Hochtief Solutions Magyarországi Fióktelepe (C-620/17, EU:C:2019:630, σκέψη 46).

⁶⁹ Βλ. επ' αυτού του ζητήματος τις προτάσεις του γενικού εισαγγελέα G. Hogan στις συνεκδικασθείσες υποθέσεις Sole-Mizo και Dalmandi Mezőgazdasági (C-13/18 και C-126/18, EU:C:2019:708, σημεία 43 επ.).

⁷⁰ Απόφαση της 2ας Αυγούστου 1993, Marshall (C-271/91, EU:C:1993:335, σκέψη 30). Πρβλ. επίσης απόφαση της 17ης Δεκεμβρίου 2015, Arjona Camacho (C-407/14, EU:C:2015:831, σκέψη 33).

⁷¹ Αποφάσεις της 5ης Μαρτίου 1996, Brasserie du pêcheur και Factortame (C-46/93 και C-48/93, EU:C:1996:79, σκέψη 87), της 29ης Ιουλίου 2019, Hochtief Solutions Magyarországi Fióktelepe (C-620/17, EU:C:2019:630, σκέψη 47), και της 23ης Απριλίου 2020, Sole-Mizo και Dalmandi Mezőgazdasági (C-13/18 και C-126/18, EU:C:2020:292, σκέψη 49).

⁷² Βλ. συναφώς σημείο 95 των παρούσων προτάσεων.

106. Επιπλέον, η Λεττονική Κυβέρνηση επισημαίνει αφενός ότι ο περιορισμός του ύψους της αξιώσεως έχει ως σκοπό να μην επιβαρύνει δυσανάλογα τον δημόσιο προϋπολογισμό από αξιώσεις που ερείδονται στην ευθύνη του Δημοσίου. Αφετέρου, υποστηρίζει ότι ο διαγωνιζόμενος θα μπορούσε να ανακτήσει το αχρεωστήτως καταβληθέν ποσό από τους μετόχους μειοψηφίας βάσει των διατάξεων περί αδικαιολόγητου πλουτισμού.

107. Όσον αφορά τις αντιρρήσεις αυτές, επισημαίνεται πρώτον ότι το Δικαστήριο εξέτασε το ενδεχόμενο περιορισμού της υποχρεώσεως των κρατών μελών να διαμορφώνουν καθεστώς που να συνάδει με το δίκαιο της Ένωσης, υπό την προϋπόθεση ωστόσο ότι συντρέχουν όλως εξαιρετικές περιστάσεις και ότι, εν πάση περιπτώσει, μόνο αρμόδιο να αποφανθεί συναφώς είναι το Δικαστήριο⁷³. Αντιθέτως, το άρθρο 13 του VPINZAL προβλέπει τη μείωση της αξιώσεως αποζημιώσεως ως γενικό κανόνα. Επίσης, στην υπόθεση της κύριας δίκης η μείωση δεν φαίνεται να βασίσθηκε σε επαπειλούμενο κίνδυνο για τη σταθερότητα των δημοσίων εσόδων⁷⁴. Κατά συνέπεια, αυτές οι αμιγώς δημοσιονομικές θεωρήσεις δεν μπορούν να δικαιολογήσουν περιορισμό του δικαιώματος αποζημιώσεως της προσφέρουσας.

108. Δεύτερον, η προσφέρουσα δεν είναι δυνατόν να παραπέμπεται σε άσκηση αγωγής αδικαιολόγητου πλουτισμού κατά των μετόχων μειοψηφίας. Είναι γεγονός ότι, όπως επισημάνθηκε ανωτέρω, σύμφωνα με το άρθρο 4, παράγραφος 6, της οδηγίας 2004/25 τα κράτη μέλη μπορούν να καθορίσουν τη νομική κατάσταση όσον αφορά την ευθύνη των εποπτικών αρχών ή τις διαφορές μεταξύ των μετεχόντων στην προσφορά. Εντούτοις, οι ως άνω διατάξεις πρέπει να συνάδουν, και αυτές, προς την αρχή της αποτελεσματικότητας. Επομένως, το εθνικό δίκαιο θα πρέπει να προβλέπει έναν αποδεκτό μηχανισμό ανακτήσεως του υπέρ το δέον καταβληθέντος στους μετόχους μειοψηφίας ποσού. Δεν μπορεί, όμως, να αναμένεται από την προσφέρουσα να εκκινήσει δικαστικές διαδικασίες κατά κάθε μειοψηφούντος μετόχου χωριστά. Σε αντίθετη περίπτωση θα αναλάμβανε επιπλέον πλήρως τον κίνδυνο ελαττώσεως της περιουσίας και πτωχεύσεως του αντιδίκου. Επομένως, η επιδίκαση αποζημιώσεως θα μπορούσε, ενδεχομένως, να αποκλειστεί ή, εν πάση περιπτώσει, να καταστεί υπερβολικά δυσχερής. Ως εκ τούτου, στο πλαίσιο αυτό, το δίκαιο της Ένωσης δεν απαιτεί οι ζημιωθέντες να ασκούν συστηματικά όλα τα ένδικα βοηθήματα που έχουν στη διάθεσή τους εάν αυτό θα συνεπαγόταν υπερβολικές δυσχέρειες ή δεν μπορεί να απαιτηθεί ευλόγως από αυτούς⁷⁵. Τούτο βεβαίως δεν αποκλείει την άρνηση αναγνώρισεως δικαιώματος αποζημιώσεως στην περίπτωση κατά την οποία η προσφέρουσα έχει πράγματι επιτύχει ήδη την επιστροφή των αχρεωστήτως καταβληθέντων ποσών από τρίτους⁷⁶.

109. Με βάση τα προεκτεθέντα, στο πέμπτο ερώτημα του αιτούντος δικαστηρίου πρέπει να δοθεί η απάντηση ότι το δίκαιο της Ένωσης δεν επιτρέπει την εφαρμογή εθνικής ρυθμίσεως η οποία, σε περίπτωση σαφώς αποτιμητής χρηματικής ζημίας που προκλήθηκε από το οικείο κράτος μέλος άμεσα σε ιδιώτη λόγω κατάφωρης παραβάσεως διατάξεως του δικαίου της Ένωσης που τον προστατεύει, συνεπάγεται, από ένα ορισμένο ποσό ζημίας και πάνω, κατ' αποκοπή μείωση της τάξεως του 50 %.

⁷³ Πρβλ. αποφάσεις της 15ης Μαρτίου 2005, Bidar (C-209/03, EU:C:2005:169, σκέψεις 67 έως 69), της 29ης Ιουλίου 2010, Brouwer (C-577/08, EU:C:2010:449, σκέψεις 33 επ.), και της 29ης Σεπτεμβρίου 2015, Gmina Wrocław (C-276/14, EU:C:2015:635, σκέψη 45).

⁷⁴ Βλ. συναφώς τις προτάσεις του γενικού εισαγγελέα G. Hogan στις συνεκδικασθείσες υποθέσεις Sole-Mizo και Dalmandi Mezögazdasági (C-13/18 και C-126/18, EU:C:2019:708, σημείο 41).

⁷⁵ Αποφάσεις της 24ης Μαρτίου 2009, Danske Slagterier (C-445/06, EU:C:2009:178, σκέψη 62), της 25ης Νοεμβρίου 2010, Fuß (C-429/09, EU:C:2010:717, σκέψη 77), και της 4ης Οκτωβρίου 2018, Kantarev (C-571/16, EU:C:2018:807, σκέψη 142).

⁷⁶ Πρβλ. απόφαση της 13ης Ιουλίου 2006, Manfredi κ.λπ. (C-295/04 έως C-298/04, EU:C:2006:461, σκέψη 94).

V. Πρόταση

110. Λαμβανομένων υπόψη των ανωτέρω εκτιμήσεων προτείνω στο Δικαστήριο να απαντήσει ως ακολούθως στα ερωτήματα που υπέβαλε το Augstākā tiesa (Senāts) (Ανώτατο Δικαστήριο):

1. Το άρθρο 5, παράγραφος 4, της οδηγίας 2004/25/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 21ης Απριλίου 2004, σχετικά με τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς, έχει την έννοια ότι τα κράτη μέλη οφείλουν, κατά γενικό κανόνα, να προβλέπουν την προβλεπόμενη στην παράγραφο 1 του άρθρου αυτού τιμή ως ελάχιστη τιμή των υποχρεωτικών προσφορών. Τούτο δεν απαιτείται σε περιπτώσεις όπως αυτές περί των οποίων γίνεται λόγος στο δεύτερο εδάφιο της ίδιας διατάξεως, στις οποίες η υψηλότερη τιμή που κατέβαλε ο προσφέρων κατά τη διάρκεια διαστήματος καθοριζόμενου από το οικείο κράτος μέλος πριν από την υποβολή της προσφοράς δεν θεωρείται δίκαιη, πράγμα το οποίο απόκειται στο εθνικό δικαστήριο να εκτιμήσει. Επομένως, το άρθρο 5, παράγραφος 4, πρώτο εδάφιο, της οδηγίας αυτής δεν εμποδίζει εθνική ρύθμιση η οποία, σε μια τέτοια περίπτωση, λαμβάνει υπόψη τιμή διαφορετική από την προβλεπόμενη στη διάταξη αυτή, εφόσον οι προϋποθέσεις υπό τις οποίες θεωρείται ότι η τιμή αυτή δεν είναι δίκαιη και τα κριτήρια βάσει των οποίων καθορίζεται η εναλλακτική αξία είναι αρκούντως σαφή, ακριβή και προβλέψιμα σύμφωνα με τις ερμηνευτικές μεθόδους που αναγνωρίζονται από το εθνικό δίκαιο.
 - α) Η «έλλειψη ρευστότητας» των τίτλων συμμετοχών της υπό εξαγορά εταιρίας δεν μπορεί να θεωρηθεί ως αρκούντως σαφής, ακριβής και προβλέψιμη προϋπόθεση για τη συνδρομή ειδικών περιστάσεων η οποία να δικαιολογεί παρέκκλιση από τον κανόνα που προβλέπεται στο άρθρο 5, παράγραφος 4, πρώτο εδάφιο, της οδηγίας 2004/25 αν εκ του νόμου δεν καθορίζονται σαφώς συγκεκριμένες ποσότητες ή συχνότητες εμπορίας, κάτω από τις οποίες ο τίτλος θεωρείται μη ρευστοποιήσιμος.
 - β) Ως κριτήριο για τον νομοθετικό καθορισμό δίκαιης τιμής διαφορετικής από την προβλεπόμενη στο άρθρο 5, παράγραφος 4, πρώτο εδάφιο, της οδηγίας 2004/25 μπορεί να λαμβάνεται υπόψη κάθε αντικειμενικό κριτήριο αξιολόγησης που χρησιμοποιείται εν γένει σε χρηματοοικονομικές αναλύσεις για τον καθορισμό της πραγματικής οικονομικής αξίας μεριδίου συμμετοχής σε υπό εξαγορά εταιρία. Στον εθνικό δικαστή απόκειται να εκτιμήσει κατά πόσον η τιμή που καθορίστηκε κατ' εφαρμογή της εθνικής κανονιστικής ρυθμίσεως αντιπροσωπεύει την αξία αυτή.
 - γ) Εντούτοις, ένα κριτήριο αξιολόγησης δεν μπορεί να θεωρηθεί αρκούντως σαφές, ακριβές και προβλέψιμο αν για την εφαρμογή του απαιτείται ο τελολογικός περιορισμός μιας διατάξεως ή η εφαρμογή του αποκλείεται επειδή αντιβαίνει στο δίκαιο της Ένωσης.
2. Το άρθρο 5, παράγραφος 4, της οδηγίας 2004/25 έχει την έννοια ότι η διάταξη αυτή σκοπεύει στην προστασία του προσφέροντος στο πλαίσιο της διαδικασίας υποβολής προσφοράς, προκειμένου να μην υποχρεωθεί να καταβάλει τιμή υψηλότερη της δίκαιης τοιαύτης στο πλαίσιο υποχρεωτικής προσφοράς.
3. Το δίκαιο της Ένωσης αντίκειται στην εφαρμογή εθνικής ρυθμίσεως η οποία, σε περίπτωση σαφώς αποτιμητής χρηματικής ζημίας που προκλήθηκε από το οικείο κράτος μέλος άμεσα σε ιδιώτη λόγω κατάφωρης παραβάσεως διατάξεως του δικαίου της Ένωσης που τον προστατεύει, συνεπάγεται, από ένα ορισμένο ποσό ζημίας και πάνω, κατ' αποκοπή μείωση της τάξεως του 50 %.