



Recopilación de la Jurisprudencia

SENTENCIA DEL TRIBUNAL DE JUSTICIA (Sala Cuarta)

de 10 de diciembre de 2020^{*i}

«Procedimiento prejudicial — Derecho de sociedades — Directiva 2004/25/CE — Oferta pública de adquisición — Artículo 5, apartado 4, párrafos primero y segundo — Protección de los accionistas minoritarios — Oferta obligatoria de adquisición — Método de cálculo del valor de las acciones para determinar el precio equitativo — Facultad de modificación del precio equitativo — Excepciones al método de cálculo estándar en circunstancias y según criterios claramente determinados — Responsabilidad del Estado miembro de que se trate — Perjuicio sufrido por el oferente como resultado de una oferta de precio demasiado elevada»

En el asunto C-735/19,

que tiene por objeto una petición de decisión prejudicial planteada, con arreglo al artículo 267 TFUE, por la Augstākā tiesa (Senāts) (Tribunal Supremo, Letonia), mediante resolución de 30 de septiembre de 2019, recibida en el Tribunal de Justicia el 7 de octubre de 2019, en el procedimiento entre

Euromin Holdings (Cyprus) Limited,

con intervención de:

Finanšu un kapitāla tirgus komisija,

EL TRIBUNAL DE JUSTICIA (Sala Cuarta),

integrado por el Sr. M. Vilaras (Ponente), Presidente de Sala, y los Sres. N. Piçarra, D. Šváby y S. Rodin y la Sra. K. Jürimäe, Jueces;

Abogada General: Sra. J. Kokott;

Secretario: Sr. M. Aleksejev, jefe de unidad;

habiendo considerado los escritos obrantes en autos y celebrada la vista el 9 de julio de 2020;

consideradas las observaciones presentadas:

– en nombre de Euromin Holdings (Cyprus) Limited, por la Sra. K. Bērziņa, advokāta palīgs, y por la Sra. I. Kramiņa, advokāte;

* Lengua de procedimiento: letón.

- en nombre del Gobierno letón, por las Sras. V. Soņeca, V. Kalniņa y K. Pommere, en calidad de agentes;
- en nombre del Gobierno alemán, por los Sres. J. Möller y D. Klebs, en calidad de agentes;
- en nombre del Gobierno polaco, por el Sr. B. Majczyna, en calidad de agente;
- en nombre de la Comisión Europea, por los Sres. H. Støvlbæk, V. Di Bucci y I. Naglis, en calidad de agentes;

oídas las conclusiones de la Abogada General, presentadas en audiencia pública el 10 de septiembre de 2020;

dicta la siguiente

Sentencia

- 1 La petición de decisión prejudicial tiene por objeto la interpretación, por una parte, del artículo 5, apartado 4, de la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición (DO 2004, L 142, p. 12), y, por otra parte, del principio de efectividad.
- 2 Esta petición se ha presentado en el contexto de un litigio entre Euromin Holdings (Cyprus) Limited y la Finanšu un kapitāla tirgus komisija (Comisión de Mercados Financieros y de Capitales, Letonia; en lo sucesivo, «Comisión de Mercados Financieros»), en relación con una demanda por la que se solicita, por un lado, que se declare la ilegalidad de la decisión de 15 de octubre de 2015 mediante la cual dicha comisión autorizó la compra de las acciones de Ventspils nafta AS, que eran objeto de una oferta pública de adquisición (en lo sucesivo, «OPA»), a un precio de 4,56 euros por acción (en lo sucesivo, «decisión controvertida»), y, por otro lado, que se indemnice el perjuicio sufrido como consecuencia de la mencionada decisión.

Marco jurídico

Derecho de la Unión

Directiva 2004/25

- 3 El considerando 9 de la Directiva 2004/25 dispone:

«Los Estados miembros deben tomar las medidas oportunas para proteger a los titulares de valores y, en especial, los que posean participaciones minoritarias, en caso de cambio del control de su sociedad. Es preciso que dicha protección se garantice mediante la imposición a todo comprador que haya adquirido el control de una sociedad de la obligación de presentar una oferta que proponga a todos los titulares de valores adquirir la totalidad de sus títulos a un precio equitativo que sea objeto de definición común. Los Estados miembros deben poder establecer medios suplementarios para la protección de los intereses de los titulares de valores, tales como

la obligación de presentar una oferta parcial cuando el oferente no adquiriera el control de la sociedad o la obligación de presentar una oferta simultáneamente a la adquisición del control de la sociedad.»

4 El artículo 3 de esta Directiva establece lo siguiente:

«1. A efectos de la aplicación de la presente Directiva, los Estados miembros velarán por que se respeten los principios siguientes:

a) todos los titulares de valores de una sociedad afectada de la misma clase deberán recibir un trato equivalente; en particular, cuando una persona adquiriera el control de una sociedad, deberá protegerse a los demás titulares de valores;

[...]

2. A efectos del respeto de los principios contemplados en el apartado 1, los Estados miembros:

a) velarán por que se cumplan los requisitos mínimos establecidos en la presente Directiva;

b) podrán establecer condiciones complementarias y disposiciones más estrictas que las previstas en la presente Directiva con vistas a reglamentar las ofertas.»

5 A tenor del artículo 4, apartado 6, de la citada Directiva:

«La presente Directiva no afectará a la facultad de los Estados miembros de designar a las autoridades, judiciales u otras, encargadas de conocer de los litigios y decidir sobre los incumplimientos cometidos durante el procedimiento de oferta, ni a la facultad de los Estados miembros de establecer disposiciones que determinen si las partes de la oferta tienen derecho a emprender acciones judiciales o interponer recursos administrativos y en qué circunstancias. En particular, la presente Directiva no afectará a la facultad de que puedan disfrutar los tribunales de un Estado miembro de renunciar a entender un litigio y de determinar si este influye o no en el resultado de la oferta. La presente Directiva no afectará a la facultad de los Estados miembros de determinar las normas jurídicas relativas a la responsabilidad de las autoridades supervisoras o a la resolución de litigios entre las partes de una oferta.»

6 El artículo 5 de la misma Directiva dispone:

«1. Cuando una persona física o jurídica, de resultas de una adquisición por su parte o por la de personas que actúen de concierto con ella, venga en posesión de valores de una sociedad a efectos del apartado 1 del artículo 1 tales que, sumados, en su caso, a los que ya poseyera y a los de las personas que actúen de concierto con ella, le confieran directa o indirectamente un determinado porcentaje de derechos de voto en dicha sociedad y le brinden así el control de la misma, los Estados miembros velarán por que dicha persona esté obligada a presentar una oferta a fin de proteger a los accionistas minoritarios de la sociedad. Dicha oferta se dirigirá cuanto antes a todos los titulares de valores y se realizará por la totalidad de sus valores al precio equitativo que se define en el apartado 4.

[...]

4. Se considerará precio equitativo el precio más elevado que [hayan] abonado por los mismos valores el oferente o personas que actúen de concierto con el mismo durante un período que determinarán los Estados miembros y que no podrá ser inferior a seis meses ni superior a doce, antes de la oferta contemplada en el apartado 1. Si el oferente o personas que actúen de concierto con el mismo compran valores a un precio superior al de la oferta después de que esta se haya hecho pública y antes del cierre del plazo de aceptación, el oferente deberá incrementar el precio de su oferta hasta alcanzar como mínimo el precio más alto pagado por los valores adquiridos de esta forma.

Siempre y cuando se respeten los principios generales a que se refiere el apartado 1 del artículo 3, los Estados miembros podrán autorizar a las autoridades supervisoras a modificar el precio contemplado en el primer párrafo en circunstancias y según criterios claramente determinados. A tal fin, los Estados miembros podrán elaborar una lista de circunstancias en las que el precio podrá modificarse al alza o a la baja, tales como, por ejemplo, en caso de que el precio más elevado se haya fijado por acuerdo entre el comprador y un vendedor, de que los precios del mercado de valores en cuestión se hayan manipulado, de que los precios de mercado en general o de determinados precios en particular se hayan visto afectados por acontecimientos excepcionales o a fin de permitir el saneamiento de una empresa en crisis. Los Estados miembros podrán también definir los criterios que deberán utilizarse en estos casos, tales como, por ejemplo, el valor medio del mercado en un determinado período, el valor de liquidación de la sociedad u otros criterios de evaluación objetivos generalmente utilizados en el análisis financiero.

[...]»

Reglamento (UE) n.º 1254/2012

- 7 El artículo 1, apartado 1, letra a), del Reglamento (UE) n.º 1254/2012 de la Comisión, de 11 de diciembre de 2012, que modifica el Reglamento (CE) n.º 1126/2008, por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) n.º 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a la Norma Internacional de Información Financiera 10, a la Norma Internacional de Información Financiera 11, a la Norma Internacional de Información Financiera 12, a la Norma Internacional de Contabilidad 27 (2011), y a la Norma Internacional de Contabilidad 28 (2011) (DO 2012, L 360, p. 1), insertó la Norma Internacional de Información Financiera NIIF 10, titulada «Estados financieros consolidados» (en lo sucesivo, «NIIF 10»), que figura en el anexo de dicho Reglamento, en el Reglamento (CE) n.º 1126/2008 de la Comisión, de 3 de noviembre de 2008 (DO 2008, L 320, p. 1).
- 8 El párrafo 22 de la parte del anexo del Reglamento n.º 1254/2012 relativa a la NIIF 10 establece:
- «Una dominante deberá presentar las participaciones no dominantes en el estado de situación financiera consolidado dentro del patrimonio neto, de forma separada del patrimonio neto de los propietarios de la dominante.»
- 9 A tenor del apéndice A de la parte del anexo del Reglamento n.º 1254/2012 relativa a la NIIF 10, el concepto de «participación no dominante» se define por referencia al «patrimonio neto de una dependiente no atribuible, directa o indirectamente, a la dominante».

Derecho letón

- 10 El artículo 5 de la Finanšu instrumentu tirgus likums (Ley del Mercado de los Instrumentos Financieros; *Latvijas Vēstnesis*, 2003, n.º 175), en su versión aplicable al litigio principal (en lo sucesivo, «FITL»), dispone:

«La Comisión [de Mercados Financieros], sus agentes y mandatarios no responderán de los daños causados a los agentes del mercado de instrumentos financieros o a terceros y no podrán ser considerados responsables de los actos que hayan realizado legalmente, de manera precisa, legítimamente y de buena fe, desempeñando debidamente sus funciones de vigilancia con arreglo a lo dispuesto en la ley y en las demás disposiciones reglamentarias.»

- 11 El artículo 74, apartado 1, de la FITL dispone lo siguiente:

«En el marco de una oferta obligatoria de adquisición de acciones, el precio por acción no deberá ser inferior:

- 1) al precio al que el oferente o las personas que actúen de concierto con él hayan obtenido acciones de la sociedad afectada durante los últimos 12 meses. En caso de adquisición de acciones a precios diferentes, el precio de recompra estará constituido por el más elevado de los precios de adquisición de las acciones durante los 12 meses anteriores al nacimiento de las circunstancias contempladas en el artículo 66, apartado 1, de la presente Ley;
- 2) al precio medio ponderado de la acción en el mercado regulado o en el sistema de negociación multilateral con el mayor volumen de transacción de las acciones de que se trate durante los últimos 12 meses. El precio medio ponderado de la acción se calculará sobre la base de los 12 meses anteriores al nacimiento de las circunstancias contempladas en el artículo 66, apartado 1, de la presente Ley;
- 3) al valor de la acción calculado dividiendo los activos netos de la sociedad objetivo por el número de acciones emitidas. Los activos netos se calcularán deduciendo del importe total de los elementos del activo de la sociedad afectada la parte de las acciones propias y los pasivos. Si la sociedad afectada dispone de acciones con distintos valores nominales, para calcular el valor de la acción, los activos netos se dividirán en proporción al porcentaje que represente cada valor nominal de la acción en el capital social.»

- 12 Con arreglo al artículo 74, apartado 2, de la FITL:

«A efectos del cálculo del valor de una acción adquirida con arreglo al apartado 1, punto 3, del presente artículo, los datos utilizados serán los procedentes de las últimas cuentas anuales de la sociedad afectada aprobadas por la junta de accionistas y que hayan sido objeto de un informe de auditoría. El intervalo temporal entre el último día del ejercicio objeto del informe anual y la fecha en que se presente la oferta a la Comisión [de Mercados Financieros] no podrá ser superior a 16 meses. Cuando, de conformidad con las normas aplicables, la empresa afectada elabore un informe anual a más tardar siete meses después del final del año de referencia, el intervalo temporal entre el último día del ejercicio para el que se prepare el informe anual y la fecha en que se presente la oferta a la Comisión [de Mercados Financieros] no podrá ser superior a 19 meses. A efectos del cálculo del valor de una acción, se utilizarán los datos procedentes del último informe trimestral de la sociedad afectada si el valor de las acciones calculado utilizando esos datos es al menos superior en un 10 % al valor obtenido sobre la base de los datos del informe anual. Si la sociedad afectada elabora también un informe anual consolidado, utilizará los datos procedentes de dicho informe para determinar el valor

de la acción adquirida. Si la sociedad afectada elabora cuentas anuales tanto con arreglo a la legislación del Estado en el que esté establecida como a las normas internacionales de información financiera, deberá utilizar los datos procedentes de las cuentas elaboradas de conformidad con las normas internacionales de información financiera.»

- 13 El artículo 13 de la Valsts pārvaldes iestāžu nodarīto zaudējumu atlīdzināšanas likums (Ley relativa a la reparación del perjuicio causado por las autoridades nacionales; *Latvijas Vēstnesis*, 2005, n.º 96), en su versión aplicable al litigio principal (en lo sucesivo, «Ley de reparación del perjuicio»), titulado «Determinación del daño material», establece:

«1. Para calcular el importe adecuado de la cantidad que debe concederse para reparar el perjuicio causado por la autoridad de que se trate, se tendrán en cuenta los motivos de hecho y de Derecho que fundamentan los actos de dicha autoridad, así como los actos de la persona perjudicada.

2. Para determinar el importe adecuado de la cantidad que debe concederse como reparación del perjuicio causado por la autoridad en cuestión, también se tendrán en cuenta las demás circunstancias pertinentes del caso de que se trate, si es posible demostrarlas objetivamente.

3. El importe de la indemnización se determinará normalmente sobre la base del importe calculado de conformidad con lo dispuesto en el artículo 12 de la presente Ley y se fijará:

- 1) si el importe calculado no supera los 142 288 euros, en el 100 % de dicho importe;
- 2) si el importe calculado se sitúa entre 142 289 y 1 422 872 euros, en entre el 50 y el 100 % de dicho importe;
- 3) si el importe calculado es superior a 1 422 872 euros, en una cantidad equitativa que podrá ser inferior al 50 % de dicho importe;

4. La autoridad podrá reparar de oficio el perjuicio material sufrido por la persona perjudicada, no abonándole una indemnización, sino colocándola en la situación de hecho en la que se encontraba antes de que su patrimonio sufriera dicho perjuicio.»

- 14 El artículo 14, apartado 1, del Konsolidēto gada pārskatu likums (Ley relativa a los Estados Financieros Consolidados Anuales; *Latvijas Vēstnesis*, 2006, n.º 178), en su versión aplicable al litigio principal, titulado «Modalidades de consolidación de las cuentas anuales de las sociedades», dispone:

«Los estados financieros consolidados anuales serán el resultado de la agregación de los estados financieros anuales de la sociedad matriz de un grupo con los de sus filiales por lo que respecta a los valores de activos y pasivos, el patrimonio neto, los ingresos y los gastos indicados en los estados financieros anuales. Los activos y pasivos que figuren en los balances de las sociedades consolidadas se incluirán por completo en el balance consolidado. Los beneficios o las pérdidas de dichas sociedades se incluirán íntegramente en el cálculo de los beneficios y pérdidas consolidados.»

15 A tenor del artículo 21 de la citada Ley, titulado «Presentación de las participaciones de los accionistas minoritarios»:

«1. La parte del patrimonio neto de las filiales consolidadas correspondiente a las acciones y participaciones de sus accionistas minoritarios deberá mencionarse en el concepto de “Participaciones de los accionistas minoritarios” como partida separada dentro de su patrimonio neto.

2. Los beneficios y las pérdidas del año que figuren en las cuentas de las filiales consolidadas y correspondan a las acciones y a las participaciones de los accionistas minoritarios se indicarán en una partida consolidada distinta relativa al cálculo de los beneficios y de las pérdidas, titulada “Participación de los accionistas minoritarios en los beneficios y en las pérdidas”.»

Litigio principal y cuestiones prejudiciales

16 Al haber adquirido el 93,24 % de las acciones con derecho de voto de Ventspils nafta, la recurrente en el litigio principal estaba obligada, en virtud de la FITL, a presentar una oferta obligatoria de compra de las acciones de dicha sociedad. A tal efecto, presentó a la Comisión de Mercados Financieros un «prospecto» en el que exponía su oferta de compra, indicando que el precio de compra era de 3,12 euros por acción de esa sociedad.

17 Basándose en el artículo 74, apartado 1, punto 3, de la FITL, la Comisión de Mercados Financieros rechazó, el 6 de octubre de 2015, los cálculos de la recurrente en el litigio principal. A continuación, mediante la decisión controvertida, autorizó a esta a realizar una oferta obligatoria de compra por un precio de 4,56 euros por acción de la citada sociedad.

18 La recurrente en el litigio principal interpuso un recurso ante la Administratīvā apgabaltiesa (Tribunal Regional de lo Contencioso-Administrativo, Letonia) con objeto de que se declarara la ilegalidad de dicha decisión y se la indemnizara por el perjuicio que alegaba haber sufrido como consecuencia de ella.

19 La recurrente en el litigio principal sostuvo que el artículo 74 de la FITL tenía como finalidad fijar el método de cálculo del precio de compra de una acción, de modo que este fuera justo y conforme con la situación del mercado de que se trata. Para ello, debían tenerse en cuenta los activos totales reales de Ventspils nafta y no el importe de los activos indicados en el informe anual consolidado relativo a dicha sociedad, que comprendía los elementos de activo y de pasivo de todas sus filiales, incluidas las participaciones en esas filiales de accionistas minoritarios, que no constituían ni activos ni obligaciones de esa sociedad. Llegó a la conclusión de que, en la decisión controvertida, la Comisión de Mercados Financieros había aumentado de manera injustificada el precio de la acción de Ventspils nafta, al haber tomado en consideración activos no pertenecientes a esta.

20 La Comisión de Mercados Financieros afirmó haberse basado en la NIIF 10, recogida en el Reglamento n.º 1254/2012, que establece los principios relativos a la elaboración de cuentas anuales consolidadas en los casos en que una sociedad controle una o varias otras entidades y cuyo párrafo 22 establece que una participación no dominante debe indicarse, en los estados de situación financiera consolidados, como un elemento del «patrimonio neto». Precisó que el importe de los activos indicado en esos estados financieros no permitía determinar qué parte de los activos pertenecía a accionistas mayoritarios y qué parte a accionistas minoritarios. De ello dedujo que habría sido contrario al objetivo del artículo 74 de la FITL descontar de los activos de

Ventspils nafta las participaciones no dominantes, ya que la determinación del precio por acción por medio del valor total de los activos de dicha sociedad permitía fijar el precio más aproximado al valor real de esa acción.

- 21 Mediante sentencia de 10 de marzo de 2017, la Administratīvā apgabaltiesa (Tribunal Regional de lo Contencioso-Administrativo) estimó parcialmente el recurso de la recurrente en el litigio principal, declaró ilegal la decisión controvertida y condenó a la Comisión de Mercados Financieros al pago de una indemnización por daños y perjuicios por importe del 50 % del perjuicio sufrido como consecuencia de la mencionada decisión.
- 22 La Administratīvā apgabaltiesa (Tribunal Regional de lo Contencioso-Administrativo) señaló que el artículo 74, apartado 1, punto 3, de la FITL no contenía ninguna precisión sobre los conceptos de «importe total de los elementos del activo» y de «activos netos» que utilizaba. En este sentido, indicó que ello no había sido discutido cuando, en 2006, el legislador letón había previsto, en relación con esta disposición, la obligación de utilizar datos procedentes de cuentas anuales consolidadas para determinar el precio de una acción. Señaló que, si bien el artículo 74, apartado 1, punto 1, de la FITL no estaba redactado en el sentido de que los métodos contemplados en los puntos 2 y 3 de dicho apartado solo pudieran utilizarse en circunstancias excepcionales, tal utilización podría resultar del hecho de que el mercado de las acciones letón era extremadamente restringido.
- 23 Consideró que procedía basarse en criterios objetivos de valoración para calcular el precio de una acción y que debía interpretarse el artículo 74, apartado 1, punto 3, de la FITL en el sentido de que el concepto de «activos netos» no comprendía las participaciones minoritarias.
- 24 Por otra parte, la Administratīvā apgabaltiesa (Tribunal Regional de lo Contencioso-Administrativo) consideró que, con arreglo al artículo 13, apartado 3, de la Ley de reparación del perjuicio, existían circunstancias que justificaban una reducción de la indemnización calculada, pero sin que dicha reducción pudiera exceder del 50 % del importe solicitado.
- 25 La Comisión de Mercados Financieros y la recurrente en el litigio principal interpusieron sendos recursos de casación contra la sentencia de la Administratīvā apgabaltiesa (Tribunal Regional de lo Contencioso-Administrativo), de 10 de marzo de 2017, ante la Augstākā tiesa (Senāts) (Tribunal Supremo, Letonia).
- 26 La Comisión de Mercados Financieros estima que la Administratīvā apgabaltiesa (Tribunal Regional de lo Contencioso-Administrativo) no tuvo en cuenta varias circunstancias que excluían la interpretación que hizo del artículo 74, apartado 1, punto 3, de la FITL. Así, la obligación de incluir, para el cálculo del precio de compra por acción, datos procedentes de las cuentas anuales consolidadas forma parte, a su juicio, de las modificaciones de la FITL adoptadas para transponer la Directiva 2004/25 al Derecho letón.
- 27 La Comisión de Mercados Financieros sostiene que la Administratīvā apgabaltiesa (Tribunal Regional de lo Contencioso-Administrativo) interpretó el artículo 74, apartado 1, punto 3, de la FITL de forma contraria al objetivo primero de la Directiva 2004/25, que es proteger los intereses de los accionistas minoritarios en el proceso de fijación del precio de las acciones compradas. Esta comisión precisa que, al incluir en el cálculo del precio de compra de las acciones de Ventspils nafta la participación de los accionistas minoritarios de esta en el capital de sus filiales, se ajustó

al objetivo de la Directiva 2004/25, calculando ese precio de conformidad con el artículo 5, apartado 4, párrafo segundo, de dicha Directiva, a saber, en función de «criterios de evaluación objetivos generalmente utilizados en el análisis financiero».

- 28 La recurrente en el litigio principal solicita la anulación de la sentencia de la Administratīvā apgabaltiesa (Tribunal Regional de lo Contencioso-Administrativo) en la medida en que esta desestimó parcialmente su pretensión de indemnización del perjuicio sufrido a causa de la decisión controvertida. Alega que el artículo 13, apartado 3, punto 3, de la Ley de reparación del perjuicio permite reparar la totalidad del perjuicio sufrido y que admitir, a falta de circunstancias particulares, una reducción de la reparación que puede llegar hasta el 50 % de dicho perjuicio puede dar lugar a situaciones en las que la autoridad pública trate con menos rigor cuestiones difíciles de interpretación de la ley.
- 29 El órgano jurisdiccional remitente señala que, para interpretar correctamente el artículo 74, apartado 1, punto 3, de la FITL, es necesario determinar si el método que esta disposición prevé para calcular el precio por acción es un método equitativo de fijación del precio, en el sentido de la Directiva 2004/25.
- 30 Se pregunta si la inclusión de una participación minoritaria en los activos netos, que sirven de base para el cálculo del precio de compra por acción, lleva a determinar un precio equitativo, en el sentido de la citada Directiva, y si, por consiguiente, es conforme con los objetivos de esta.
- 31 Recuerda que el Tribunal de Justicia ha declarado que los Estados miembros disponen de un margen de apreciación para definir las circunstancias en las que sus autoridades de control pueden modificar el precio de compra por acción, a condición, no obstante, de que tales circunstancias estén claramente determinadas. Pues bien, se pregunta si el método de cálculo de los activos netos que figura en el artículo 74, apartado 1, punto 3, de la FITL cumple este requisito, señalando que los conceptos de «importe total de los elementos del activo» y de «activos netos» no se explicitan ni en esta disposición ni en ninguna otra disposición de dicha Ley.
- 32 El órgano jurisdiccional remitente alberga dudas acerca de si los artículos 74, apartado 1, punto 3, y 74, apartado 2, de la FITL, que no indican claramente si, a efectos del cálculo del precio de compra por acción, los activos netos deben incluir también una participación minoritaria, son conformes con el artículo 5, apartado 4, párrafo segundo, de la Directiva 2004/25.
- 33 Por último, el órgano jurisdiccional remitente se pregunta sobre la compatibilidad del artículo 13, apartado 3, de la Ley de reparación del perjuicio con los principios fundamentales del Derecho de la Unión, más concretamente con el principio de efectividad, habida cuenta de que, con arreglo a dicha disposición, el importe de la indemnización puede reducirse sin límite cuando el daño sufrido es superior a 1 422 872 euros. También se pregunta si concurren todos los requisitos para que se genere la responsabilidad del Estado, en particular, si las normas aplicables de la Directiva 2004/25 confieren derechos a los particulares.
- 34 En estas circunstancias, la Augstākā tiesa (Senāts) (Tribunal Supremo) decidió suspender el procedimiento y plantear al Tribunal de Justicia las siguientes cuestiones prejudiciales:
 - «1) ¿Es contraria a la aplicación correcta del artículo 5 de la Directiva 2004/25 [...] una normativa nacional que establece que el precio de la acción para una oferta obligatoria se calcula dividiendo los activos netos de la sociedad afectada (incluidas las participaciones no dominantes —minoritarias—) entre el número de acciones emitidas?

- 2) En caso de respuesta negativa a la primera cuestión, es decir, en el sentido de que los activos netos de la sociedad afectada no han de incluir las participaciones no dominantes o minoritarias, ¿puede considerarse claramente determinado, en el sentido del artículo 5, apartado 4, párrafo segundo, de la Directiva 2004/25 [...], un método de fijación del precio de la acción para cuya comprensión es necesario aplicar uno de los métodos de desarrollo jurisprudencial del Derecho —la reducción teleológica—?
- 3) ¿Es conforme con el artículo 5, apartado 4, de la Directiva 2004/25 [...], es decir, con la fijación de un precio equitativo, una normativa que prevé que se deba elegir el precio más elevado entre estas tres posibles variantes:
 - a) el precio al que el oferente o las personas que actúen de concierto con él adquirieron las acciones de la sociedad afectada en los 12 meses anteriores. En caso de adquisición de acciones a precios diferentes, el precio de recompra estará constituido por el más elevado de los precios de adquisición de las acciones durante los 12 meses anteriores al nacimiento de la obligación legal de presentar una oferta de recompra;
 - b) el precio medio ponderado de la acción en el mercado regulado o en el sistema de negociación multilateral con el mayor volumen de transacción de las acciones de que se trate durante los últimos 12 meses. El precio medio ponderado de la acción se calculará sobre la base de los 12 meses anteriores al nacimiento de la obligación legal de presentar una oferta de recompra;
 - c) el valor de la acción calculado dividiendo los activos netos de la sociedad afectada entre el número de acciones emitido. Los activos netos se calcularán deduciendo del importe total de los elementos del activo de la sociedad afectada la parte de las acciones propias y los pasivos. Si la sociedad afectada dispone de acciones con distintos valores nominales, para calcular el valor de la acción, los activos netos se dividirán en proporción al porcentaje que represente cada valor nominal de la acción en el capital social?
- 4) Si el método de cálculo establecido por el Derecho nacional haciendo uso del margen de apreciación que concede [a los Estados miembros] el artículo 5, apartado 4, párrafo segundo, de la Directiva 2004/25 [...] da como resultado un precio más elevado que el del artículo 5, apartado 4, párrafo primero, ¿es conforme con el objetivo de la Directiva elegir siempre el precio más elevado?
- 5) Si se genera un perjuicio a un particular como consecuencia de la aplicación incorrecta del Derecho de la Unión Europea, ¿puede el Derecho nacional prever una limitación de la reparación de dicho perjuicio si esta limitación se aplica igualmente tanto a los perjuicios sufridos por la aplicación incorrecta del Derecho nacional como a los sufridos por la aplicación incorrecta del Derecho de la Unión?
- 6) ¿Confieren las disposiciones aplicables al presente asunto de la Directiva 2004/25 [...] derechos a los particulares, esto es, se cumple el correspondiente requisito para generar la responsabilidad del Estado?»

Sobre las cuestiones prejudiciales

- 35 Según el órgano jurisdiccional remitente, la solución del litigio principal depende, en esencia, de la cuestión de si, por una parte, el artículo 5, apartado 4, de la Directiva 2004/25 se opone al método de fijación del precio equitativo previsto por una normativa nacional que establece que, a efectos de una OPA, el valor de la acción se obtiene dividiendo los activos netos de la sociedad afectada,

incluida la participación de un accionista minoritario y, por tanto, no dominante, por el número de acciones emitidas. Por otra parte, considera necesario obtener una respuesta sobre la cuestión de si dicha Directiva confiere derechos a los particulares y si el Derecho de la Unión se opone a una normativa nacional que limita la reparación del daño sufrido como consecuencia de la aplicación errónea de ese Derecho.

- 36 Habida cuenta de que las diferentes cuestiones prejudiciales se solapan en distintos planos, deben ser reagrupadas para dar al órgano jurisdiccional remitente las respuestas más precisas posibles.

Cuestiones prejudiciales tercera y cuarta

- 37 Mediante sus cuestiones prejudiciales tercera y cuarta, que procede examinar conjuntamente, el órgano jurisdiccional remitente pregunta si el artículo 5, apartado 4, de la Directiva 2004/25 se opone a una normativa nacional que establece tres métodos para determinar el precio equitativo al que el oferente debe comprar las acciones de una sociedad, entre ellos el método resultante de la aplicación del artículo 5, apartado 4, párrafo primero, de dicha Directiva, y que obliga en todo caso a utilizar el método que conduce al precio más elevado.
- 38 Como resulta, entre otros, del considerando 9 de la Directiva 2004/25, esta tiene por objeto proteger los intereses de los titulares de valores de las sociedades cuyo control haya sido adquirido por una persona física o jurídica y, en esta perspectiva, garantizar la claridad y la transparencia de las normas en materia de OPA (sentencia de 20 de julio de 2017, Marco Tronchetti Provera y otros, C-206/16, EU:C:2017:572, apartado 24).
- 39 A tal efecto, esta Directiva establece, en su artículo 1, apartado 1, medidas de coordinación de los Derechos de los Estados miembros en relación con las OPA de valores de sociedades sujetas al Derecho de un Estado miembro, cuando todos o parte de dichos valores estén admitidos a negociación en un mercado regulado (sentencia de 20 de julio de 2017, Marco Tronchetti Provera y otros, C-206/16, EU:C:2017:572, apartado 25).
- 40 El artículo 3, apartado 1, de esta Directiva fija los principios rectores que deben respetarse al aplicarla, calificándolos de principios generales, entre los que figura el principio según el cual, cuando una persona adquiera el control de una sociedad, debe protegerse a los titulares de valores (sentencia de 20 de julio de 2017, Marco Tronchetti Provera y otros, C-206/16, EU:C:2017:572, apartado 26).
- 41 A fin de garantizar el respeto de tales principios, el artículo 3, apartado 2, letras a) y b), de la Directiva 2004/25 dispone que los Estados miembros, por una parte, velarán por que se cumplan los requisitos mínimos establecidos en la Directiva y, por otra parte, podrán establecer condiciones complementarias y disposiciones más estrictas que las previstas en la Directiva con vistas a reglamentar las ofertas (sentencia de 20 de julio de 2017, Marco Tronchetti Provera y otros, C-206/16, EU:C:2017:572, apartado 27).
- 42 Bajo el epígrafe «Protección de los accionistas minoritarios, oferta obligatoria y precio equitativo», el artículo 5 de esta misma Directiva establece esencialmente dos normas que se imponen a los Estados miembros y una tercera que estos pueden decidir aplicar, con el fin de proteger los intereses de los titulares de valores de sociedades (sentencia de 20 de julio de 2017, Marco Tronchetti Provera y otros, C-206/16, EU:C:2017:572, apartado 28).

- 43 En primer lugar, el artículo 5, apartado 1, de la Directiva 2004/25 establece el principio de la oferta obligatoria de adquisición de valores de una sociedad determinada. Dispone así que, cuando una persona física o jurídica, de resultas de una adquisición por su parte o por la de personas que actúen de concierto con ella, venga en posesión de valores de una sociedad comprendida en el ámbito de aplicación de la Directiva, tales que, sumados, en su caso, a los que ya posea y a los de las personas que actúen de concierto con ella, le confieran directa o indirectamente un determinado porcentaje de derechos de voto en dicha sociedad y le brinden así su control, los Estados miembros velarán por que esa persona esté obligada a presentar una oferta a fin de proteger a los accionistas minoritarios de la sociedad, oferta que se realizará por la totalidad de los valores de estos accionistas al precio equitativo que se define en el artículo 5, apartado 4, de la citada Directiva (sentencia de 20 de julio de 2017, Marco Tronchetti Provera y otros, C-206/16, EU:C:2017:572, apartado 29).
- 44 A continuación, y también con el fin de garantizar la protección de los accionistas minoritarios de la sociedad objeto de la OPA, el artículo 5, apartado 4, párrafo primero, de la Directiva 2004/25 establece que se considerará precio equitativo el precio más elevado que hayan abonado por los mismos valores el oferente o las personas que actúen de concierto con él, durante un período que determinarán los Estados miembros y que no podrá ser inferior a seis meses ni superior a doce, antes de la oferta contemplada en el artículo 5, apartado 1, de dicha Directiva (sentencia de 20 de julio de 2017, Marco Tronchetti Provera y otros, C-206/16, EU:C:2017:572, apartado 30).
- 45 Por último, el artículo 5, apartado 4, párrafo segundo, de la Directiva 2004/25 dispone que, siempre y cuando se respeten los principios a que se refiere el artículo 3, apartado 1, de dicha Directiva, los Estados miembros pueden autorizar a las autoridades supervisoras, contempladas en el artículo 4 de esta Directiva, a modificar el precio equitativo en circunstancias y según criterios claramente determinados, y que, a tal fin, los Estados miembros pueden, por una parte, elaborar una lista de circunstancias en las que el precio equitativo podrá modificarse al alza o a la baja y, por otra parte, definir los criterios que deben utilizarse en estos casos. El artículo 5, apartado 4, párrafo segundo, de esta Directiva precisa que tales circunstancias y tales criterios deben estar claramente determinados, y menciona algunos ejemplos de ambos (sentencia de 20 de julio de 2017, Marco Tronchetti Provera y otros, C-206/16, EU:C:2017:572, apartado 31).
- 46 Así, para fijar el precio equitativo de los títulos que son objeto de una OPA, el artículo 5, apartado 4, párrafo primero, de la Directiva 2004/25 establece un método que, según su considerando 9, responde a una definición común en la Unión Europea.
- 47 En este sentido, el sistema del artículo 5, apartado 4, de dicha Directiva exige que este método de fijación del precio equitativo sea el único método permitido a este respecto. En efecto, el artículo 5, apartado 4, párrafo segundo, de esa Directiva prevé, cuando los Estados miembros hayan optado por tal facultad, que sea posible modificar el precio equitativo, tal como se establece en el artículo 5, apartado 4, párrafo primero, de la misma Directiva.
- 48 Por consiguiente, solo en el marco de esta facultad de modificación del precio equitativo de los valores que son objeto de una OPA los Estados miembros podrán autorizar a sus autoridades supervisoras a determinar el precio al que deben venderse esos títulos, según métodos distintos del previsto en el artículo 5, apartado 4, párrafo primero, de la Directiva 2004/25.

- 49 No obstante, cuando una normativa nacional dispone que el precio equitativo debe determinarse con arreglo a varios métodos, uno de los cuales reproduce el previsto en el artículo 5, apartado 4, párrafo primero, de dicha Directiva, puede considerarse, en determinadas circunstancias, que los demás métodos previstos corresponden a la facultad de modificación del precio equitativo prevista en el artículo 5, apartado 4, párrafo segundo, de la citada Directiva.
- 50 Los requisitos que deben cumplirse a este respecto son los que se desprenden del propio texto de esta última disposición.
- 51 Por una parte, los métodos de fijación del precio equitativo distintos del previsto en el artículo 5, apartado 4, párrafo primero, de la Directiva 2004/25 deben ser aplicados por las autoridades supervisoras establecidas por los Estados miembros, respetando los principios generales enunciados en el artículo 3, apartado 1, de dicha Directiva. Por otra parte, estos métodos deben aplicarse «en circunstancias y según criterios claramente determinados».
- 52 A este respecto, procede recordar la jurisprudencia según la cual, para respetar tanto el principio de seguridad jurídica como la necesidad de garantizar jurídicamente y no solo de hecho la plena aplicación de las directivas, las disposiciones de la Directiva 2004/25 deben recogerse en disposiciones legales de carácter obligatorio, en un marco legal claro, preciso y transparente que contenga disposiciones vinculantes en el ámbito regulado por esta (véase, en este sentido, la sentencia de 20 de julio de 2017, Marco Tronchetti Provera y otros, C-206/16, EU:C:2017:572, apartado 41).
- 53 Por consiguiente, los Estados miembros están obligados a garantizar, mediante el instrumento jurídico que elijan, que las circunstancias y los criterios en virtud de los cuales se aplica la modificación del precio equitativo estén «claramente determinados», en el sentido del artículo 5, apartado 4, párrafo segundo, de la Directiva 2004/25.
- 54 Corresponde al órgano jurisdiccional remitente comprobar si la FITL, eventualmente interpretada a la luz de los motivos de dicha Ley, responde a tales exigencias.
- 55 Por último, no puede excluirse que, en una circunstancia determinada, la modificación del precio equitativo conduzca siempre a la fijación de un precio más elevado que el resultante de la aplicación del artículo 5, apartado 4, párrafo primero, de la Directiva 2004/25.
- 56 Por lo demás, el artículo 5, apartado 4, párrafo segundo, de dicha Directiva confirma esta hipótesis, ya que prevé que, a la luz de la lista de circunstancias determinadas, eventualmente establecida por el Estado miembro de que se trate, el precio más elevado podrá modificarse al alza o a la baja. De este modo, una circunstancia determinada, en el sentido de esta disposición, puede llevar siempre a la fijación de un precio más elevado que el precio equitativo, como muestran los ejemplos citados en tal disposición, en particular cuando el precio equitativo previsto en el artículo 5, apartado 4, párrafo primero, de esa Directiva se ha fijado mediante un acuerdo celebrado entre el comprador y un vendedor.
- 57 Por consiguiente, procede responder a las cuestiones prejudiciales tercera y cuarta que el artículo 5, apartado 4, de la Directiva 2004/25 debe interpretarse en el sentido de que no se opone a una normativa nacional que establece tres métodos para determinar el precio equitativo al que el oferente debe comprar las acciones de una sociedad, entre ellos el método resultante de la aplicación del artículo 5, apartado 4, párrafo primero, de dicha Directiva, y que obliga en todo caso a aplicar el método que conduce al precio más elevado, siempre que los métodos de determinación

del precio equitativo, distintos del método resultante de la aplicación de dicho artículo 5, apartado 4, párrafo primero, sean aplicados por la autoridad supervisora, respetando los principios generales enunciados en el artículo 3, apartado 1, de la citada Directiva, en circunstancias y según criterios determinados por un marco legal claro, preciso y transparente..

Cuestiones prejudiciales primera y segunda

- 58 Mediante sus cuestiones prejudiciales primera y segunda, que procede examinar conjuntamente, el órgano jurisdiccional remitente pregunta si el artículo 5, apartado 4, párrafo segundo, de la Directiva 2004/25 se opone a una normativa nacional que establece que, a efectos de una OPA, el valor de la acción se obtiene dividiendo los activos netos de la sociedad afectada, incluida la participación de un accionista minoritario y, por consiguiente, no dominante, por el número de acciones emitidas, por cuanto no puede considerarse que se trate de un método de fijación del precio de la acción que responda a criterios «claramente determinados», en el sentido de esa disposición.
- 59 En primer lugar, procede señalar que, mediante la decisión controvertida, la Comisión de Mercados Financieros autorizó a la recurrente en el litigio principal a hacer una oferta obligatoria de compra de las acciones de la sociedad afectada sobre la base del método de fijación del precio de las acciones previsto en el artículo 74, apartado 1, punto 3, de la FITL, que establece que el valor de la acción se calculará dividiendo los activos netos de dicha sociedad por el número de acciones emitidas. Con arreglo al artículo 74, apartado 2, de la FITL, los datos utilizados a este respecto son, cuando la sociedad afectada elabora un informe anual consolidado, los que resulten de él.
- 60 Asimismo, procede indicar, por una parte, que el artículo 14, apartado 1, de la Ley relativa a los Estados Financieros Consolidados Anuales establece que los estados financieros consolidados anuales son el resultado de la agregación de los estados financieros anuales de la sociedad matriz del grupo y de los de las filiales de que se trate y, por otra parte, que el artículo 21 de dicha Ley precisa que la parte de los capitales propios de las filiales consolidadas correspondiente a las acciones y a las participaciones de los accionistas minoritarios se mencionará en una partida separada dentro del patrimonio neto titulada «Participaciones de los accionistas minoritarios».
- 61 Así, para determinar el precio de las acciones de la sociedad afectada, la Comisión de Mercados Financieros incluyó, en la decisión controvertida, entre los activos netos de esta sociedad, las participaciones de accionistas minoritarios en las filiales de esta, es decir, participaciones de las que dicha sociedad no es propietaria.
- 62 En segundo lugar, como se desprende de las consideraciones expuestas en el apartado 45 de la presente sentencia, procede recordar que el artículo 5, apartado 4, párrafo segundo, de la Directiva 2004/25 establece que, siempre y cuando se respeten los principios a que se refiere el artículo 3, apartado 1, los Estados miembros pueden autorizar a las autoridades supervisoras, contempladas en el artículo 4 de esta Directiva, a modificar el precio equitativo en circunstancias y según criterios claramente determinados (sentencia de 20 de julio de 2017, Marco Tronchetti Provera y otros, C-206/16, EU:C:2017:572, apartado 31).
- 63 Asimismo, el artículo 5, apartado 4, párrafo segundo, de la Directiva 2004/25 dispone que, cuando los Estados miembros establezcan que sus autoridades supervisoras pueden modificar el precio equitativo, podrán definir los criterios que deban utilizarse a este respecto, citando a título de

ejemplo el valor medio de mercado dentro de un determinado período, el valor de liquidación de la sociedad u otros criterios objetivos de evaluación utilizados generalmente en el análisis financiero.

- 64 En tercer lugar, procede recordar que, para respetar tanto el principio de seguridad jurídica como la necesidad de garantizar la plena aplicación de las directivas, las disposiciones de la Directiva 2004/25 deben recogerse, como se ha recordado en el apartado 52 de la presente sentencia, en un marco legal claro, preciso y transparente que contenga disposiciones vinculantes en el ámbito regulado por esta (véase en este sentido, la sentencia de 20 de julio de 2017, Marco Tronchetti Provera y otros, C-206/16, EU:C:2017:572, apartado 41).
- 65 Procede determinar a la luz de estos principios si el método de fijación del precio que incluye, entre los activos netos de la sociedad objetivo de una OPA, las participaciones de accionistas minoritarios en sus filiales contiene criterios «claramente determinados», en el sentido del artículo 5, apartado 4, párrafo segundo, de la Directiva 2004/25.
- 66 Por una parte, como indicó la Abogada General en el punto 69 de sus conclusiones, procede señalar que el margen de apreciación que esta disposición concede a los Estados miembros para fijar, en caso de modificación del precio equitativo, los criterios de determinación del precio de los títulos que son objeto de una oferta obligatoria de adquisición está limitado por la finalidad del conjunto del artículo 5, apartado 4, de la Directiva 2004/25, que consiste en calcular el precio equitativo de dichas acciones.
- 67 A tal efecto, como señaló la Abogada General en el punto 71 de sus conclusiones, los Estados miembros pueden establecer cualquier criterio de valoración reconocido en el análisis financiero que permita determinar el valor económico efectivo de una participación en la sociedad afectada.
- 68 Sobre este último aspecto, la NIIF 10, recogida en el Derecho de la Unión en el Reglamento n.º 1254/2012, toma en consideración la totalidad del patrimonio de la sociedad matriz de un grupo y de los patrimonios de sus filiales, con independencia del nivel de la participación de dicha sociedad en estas. De ello se desprende que los activos netos de tal sociedad matriz se determinan teniendo en cuenta las participaciones de los accionistas minoritarios en sus filiales, que se definen, en el apéndice A de la parte del anexo del Reglamento n.º 1254/2012 relativa a la NIIF 10, bajo la denominación «Participaciones no dominantes», por referencia al «patrimonio neto de una dependiente no atribuible, directa o indirectamente, a la dominante».
- 69 Pues bien, las normas internacionales de información financiera contempladas en el Reglamento n.º 1254/2012 tienen un valor informativo, y el objetivo de la norma NIIF 10 es, según el párrafo 1 de la parte del anexo del citado Reglamento relativa a dicha norma, «establecer una serie de principios para la presentación y la elaboración de estados financieros consolidados en los casos en que una entidad controle una o varias otras entidades». A este respecto, la presentación de las participaciones no dominantes permite garantizar una información completa a los terceros acerca del perímetro del grupo de sociedades y el alcance del control ejercido por la sociedad matriz sobre sus filiales.
- 70 Así pues, la identificación y el nivel de las participaciones de los accionistas minoritarios en el capital de las sociedades filiales de una sociedad matriz de un grupo de sociedades pueden ser elementos de información útiles en materia de análisis financiero.

- 71 En el marco de la determinación del valor de las participaciones de la sociedad matriz, corresponde al órgano jurisdiccional remitente, para determinar si ese método de valoración constituye un criterio objetivo de valoración utilizado generalmente en el análisis financiero, prestar especial atención al hecho de que tal método obliga a tener en cuenta, como se desprende de los apartados 68 y 69 de la presente sentencia, las participaciones en las sociedades filiales de una sociedad matriz que no son propiedad de esta.
- 72 Por otra parte, cualquier método de fijación del precio equitativo resultante de la facultad de modificación prevista en el artículo 5, apartado 4, párrafo segundo, de la Directiva 2004/25 debe deducirse de forma suficientemente clara, precisa y previsible del marco legal que lo establezca, que debe ser también claro, preciso y transparente (véase en este sentido, la sentencia de 20 de julio de 2017, Marco Tronchetti Provera y otros, C-206/16, EU:C:2017:572, apartado 41).
- 73 A este respecto, debe señalarse que de los documentos que obran en los autos remitidos al Tribunal de Justicia se desprende, por una parte, que el artículo 74, apartado 1, punto 3, de la FITL no define el concepto de «activos netos», que utiliza como parámetro del método de fijación del precio equitativo previsto en esa disposición, y, por otra parte, que, si bien el artículo 21 de la Ley relativa a los Estados Financieros Consolidados Anuales dispone que la parte de los capitales propios de las filiales consolidadas correspondiente a las acciones y a las participaciones de los accionistas minoritarios se mencionará en una partida separada, titulada «Participaciones de los accionistas minoritarios», dicho artículo no contiene referencia alguna a los activos netos de la sociedad matriz de un grupo de sociedades.
- 74 Habida cuenta de estos elementos, corresponde al órgano jurisdiccional remitente comprobar si el artículo 74, apartado 1, punto 3, de la FITL debe interpretarse en el sentido de que el concepto de «activos netos» puede entenderse de manera suficientemente clara, precisa y previsible en el sentido de que incluye, en el caso de una sociedad matriz de un grupo de sociedades, que elabora un informe anual consolidado, las participaciones de los accionistas minoritarios en las filiales de esa sociedad matriz.
- 75 Asimismo, procede recordar que el principio de interpretación conforme con el Derecho de la Unión exige que el órgano jurisdiccional remitente no solo tome en consideración el conjunto de normas del Derecho interno, sino también que aplique métodos de interpretación reconocidos por este, para interpretarlo, en la medida de lo posible, a la luz de la letra y de la finalidad la directiva en cuestión para alcanzar el resultado que esta persigue y, por lo tanto, atenerse al artículo 288 TFUE, párrafo tercero (véase, en este sentido, la sentencia de 19 de enero de 2010, Küçükdeveci, C-555/07, EU:C:2010:21, apartado 48).
- 76 El órgano jurisdiccional remitente deberá determinar, a la luz de estos principios, si puede adoptar la interpretación del artículo 74, apartado 1, punto 3, de la FITL mencionada en el apartado 74 de la presente sentencia, o si, como se desprende de la petición de decisión prejudicial, debe adoptar una interpretación restrictiva de esta disposición desde el punto de vista teleológico, excluyendo la toma en consideración de las participaciones de los accionistas minoritarios como activos netos de la sociedad objetivo de una OPA para determinar el precio de la acción de dicha sociedad.
- 77 Por consiguiente, procede responder a las cuestiones prejudiciales primera y segunda que el artículo 5, apartado 4, párrafo segundo, de la Directiva 2004/25 debe interpretarse en el sentido de que se opone a una normativa nacional que establece que, a efectos de una OPA, el valor de la acción se obtiene dividiendo los activos netos de la sociedad afectada, incluida la participación de un accionista minoritario y, por consiguiente, no dominante, por el número de acciones emitidas,

a menos que se trate de un método de fijación del precio de la acción que responda a criterios objetivos de valoración generalmente utilizado en el análisis financiero y que pueda considerarse «claramente determinado», en el sentido de dicha disposición, extremo que corresponde comprobar al órgano jurisdiccional remitente.

Sexta cuestión prejudicial

- 78 Mediante su sexta cuestión prejudicial, el órgano jurisdiccional remitente pregunta si la Directiva 2004/25 confiere, en un procedimiento de OPA, derechos al oferente que puedan ejercerse en el marco de una acción de responsabilidad patrimonial del Estado.
- 79 Procede recordar que, por lo que se refiere a los requisitos para que se genere la responsabilidad de un Estado miembro por los daños causados a los particulares como consecuencia de las violaciones del Derecho de la Unión que le son imputables, el Tribunal de Justicia ha declarado de forma reiterada que los particulares perjudicados tienen un derecho a la reparación del perjuicio sufrido siempre que se cumplan tres requisitos, a saber, que la norma del Derecho de la Unión violada tenga por objeto conferir derechos a los particulares, que la violación de dicha norma esté suficientemente caracterizada y que exista una relación de causalidad directa entre esta violación y el daño sufrido por estos particulares (sentencia de 28 de julio de 2016, Tomášová, C-168/15, EU:C:2016:602, apartado 22 y jurisprudencia citada).
- 80 Igualmente, se desprende de una jurisprudencia reiterada que la comprobación de que se cumplen estos requisitos, que permiten determinar la responsabilidad de los Estados miembros por daños causados a los particulares como consecuencia de violaciones del Derecho de la Unión, corresponde, en principio, a los órganos jurisdiccionales nacionales, conforme a las orientaciones facilitadas por el Tribunal de Justicia para dicha aplicación (sentencia de 4 de octubre de 2018, Kantarev, C-571/16, EU:C:2018:807, apartado 95 y jurisprudencia citada).
- 81 En primer lugar, en cuanto al efecto directo del artículo 5, apartado 4, de la Directiva 2004/25, procede señalar que la jurisprudencia no exige tal requisito para que se genere la responsabilidad de un Estado miembro por infracción del Derecho de la Unión, ya que el requisito exigido por la jurisprudencia es que tal disposición confiera derechos a los particulares (véase, en este sentido, la sentencia de 4 de octubre de 2018, Kantarev, C-571/16, EU:C:2018:807, apartados 97 y 104 y jurisprudencia citada).
- 82 En segundo lugar, el artículo 4, apartado 6, de la Directiva 2004/25 establece, ciertamente, que esta no afectará a la facultad de los Estados miembros, por un lado, de establecer disposiciones que determinen si las partes de la oferta tienen derecho a emprender acciones judiciales o interponer recursos administrativos y en qué circunstancias, en particular, a la facultad de que puedan disfrutar los tribunales de un Estado miembro de renunciar a entender un litigio y de determinar si este influye o no en el resultado de la oferta, y, por otra parte, a la facultad de determinar las normas jurídicas relativas a la responsabilidad de las autoridades supervisoras o a la resolución de litigios entre las partes de una oferta.
- 83 Sin embargo, la tercera frase del artículo 4, apartado 6, de la Directiva 2004/25, relativa a las normas jurídicas sobre la responsabilidad de las autoridades supervisoras, no puede significar que los Estados miembros puedan adoptar disposiciones que prohíban a las partes de una OPA ejercitar una acción de responsabilidad patrimonial del Estado por una infracción caracterizada del Derecho de la Unión con motivo de tal oferta, y ello por dos razones.

- 84 Por una parte, esta tercera frase se limita a indicar que la Directiva 2004/25 no afecta a la facultad de los Estados miembros de determinar las normas jurídicas relativas a la responsabilidad de las autoridades supervisoras, pero en ningún caso permite a los Estados miembros, como en la primera frase del artículo 4, apartado 6, de dicha Directiva, no ofrecer un procedimiento administrativo o judicial a las partes de la OPA.
- 85 Por otra parte, procede recordar que, en su caso, es posible garantizar la plena eficacia del Derecho de la Unión y la protección efectiva de los derechos que este confiere a los particulares recurriendo al principio de la responsabilidad del Estado por los daños causados a los particulares por violaciones del Derecho de la Unión que le sean imputables, principio que es inherente al sistema de los Tratados en los que se basa la Unión y que rige en cualquier supuesto de violación del Derecho de la Unión por parte de un Estado miembro, independientemente de cuál sea la autoridad pública responsable de esta violación (sentencia de 19 de diciembre de 2019, *Deutsche Umwelthilfe*, C-752/18, EU:C:2019:1114, apartados 54 y 55 y jurisprudencia citada).
- 86 En tercer lugar, es cierto que el objetivo principal de la Directiva 2004/25 es proteger a los accionistas minoritarios de una sociedad objetivo de una OPA.
- 87 A tal efecto, por un lado, el artículo 5, apartado 1, de la Directiva 2004/25 establece que la persona que venga en posesión de valores de una sociedad que, sumados a todas las participaciones en esos títulos que ya poseyera y a los de las personas que actúen en concierto con ella, le confieran directa o indirectamente un determinado porcentaje de derechos de voto en dicha sociedad y le brinden así su control, está obligada a presentar una oferta a fin de proteger a los accionistas minoritarios de la sociedad. Por otro lado, el artículo 5, apartado 4, párrafo primero, de esta Directiva indica que la persona que esté obligada a hacer una oferta de adquisición de los títulos de los accionistas minoritarios deberá proponer un precio equitativo, correspondiente al precio más elevado pagado por los mismos valores por ella, o por personas que actúen de concierto con ella, durante un período anterior a la oferta, determinado por los Estados miembros y que no podrá ser inferior a seis meses ni superior a doce.
- 88 No obstante, la regla de fijación de un precio equitativo, que figura en el artículo 5, apartado 4, de la Directiva 2004/25, tiene también por objeto proteger al oferente en la medida en que permite determinar el precio máximo que este deberá abonar a los accionistas minoritarios en el marco de una OPA, que corresponde, como señaló la Abogada General en el punto 38 de sus conclusiones, a lo que ese oferente haya estado dispuesto a pagar durante el período que precedió a dicha oferta.
- 89 Además, la facultad de modificación del precio equitativo, prevista en el artículo 5, apartado 4, párrafo segundo, de esta Directiva, también puede proteger los intereses del oferente, ya que esta disposición contempla el supuesto de que ese precio equitativo pueda ser modificado a la baja en determinadas circunstancias definidas por los Estados miembros.
- 90 Así pues, al tener una incidencia directa en la situación jurídica de la persona obligada a hacer una OPA de títulos de los accionistas minoritarios de la sociedad afectada, el artículo 5, apartado 4, párrafos primero y segundo, de la Directiva 2004/25 constituye una norma del Derecho de la Unión que tiene por objeto conferir derechos a los particulares, en este caso al oferente.
- 91 Por consiguiente, procede responder a la sexta cuestión planteada que la Directiva 2004/25 debe interpretarse en el sentido de que confiere, en un procedimiento de OPA, derechos al oferente que pueden ejercerse en el marco de una acción de responsabilidad patrimonial del Estado.

Quinta cuestión prejudicial

- 92 Mediante su quinta cuestión prejudicial, el órgano jurisdiccional remitente pregunta si el Derecho de la Unión debe interpretarse en el sentido de que se opone a una normativa nacional que establece que, en el supuesto de que un Estado miembro incurra en responsabilidad por los daños debidos a una infracción de una norma del Derecho de la Unión por una decisión de una autoridad administrativa de ese Estado, la reparación del perjuicio material resultante puede limitarse al 50 % del importe de dicho perjuicio.
- 93 El artículo 13 de la Ley de reparación del perjuicio establece que, cuando el importe de la cantidad calculada de conformidad con el artículo 12 de dicha Ley no exceda de 142 288 euros, la reparación adecuada de un daño material causado por una autoridad pública ascenderá al 100 % de este; que, cuando ese importe esté comprendido entre 142 289 y 1 422 872 euros, dicha indemnización podrá fijarse entre el 50 y el 100 % de este; y que, cuando ese importe sea superior a 1 422 872 euros, la referida indemnización podrá ser inferior al 50 % de este.
- 94 Con arreglo a esta disposición, la Administratīvā apgabaltiesa (Tribunal Regional de lo Contencioso-Administrativo) limitó la reparación del perjuicio sufrido por la recurrente en el litigio principal, que se estimaba en un importe superior a 1 422 872 euros, al 50 % de este.
- 95 Si bien, como resulta del apartado 82 de la presente sentencia, el artículo 4, apartado 6, de la Directiva 2004/25 menciona que esta no afecta a la facultad de los Estados miembros de determinar las normas jurídicas relativas a la responsabilidad de las autoridades supervisoras o a la resolución de litigios entre las partes de una oferta, procede señalar que los requisitos establecidos por la legislación nacional en materia de indemnización de daños no pueden ser menos favorables que los que se aplican a reclamaciones semejantes de naturaleza interna (principio de equivalencia) ni pueden articularse de manera que hagan en la práctica imposible o excesivamente difícil obtener la indemnización (principio de efectividad) (sentencia de 29 de julio de 2019, Hochtief Solutions Magyarországi Fióktelepe, C-620/17, EU:C:2019:630, apartado 45 y jurisprudencia citada).
- 96 Por lo que respecta al principio de equivalencia, de la petición de decisión prejudicial se desprende que la posibilidad de limitar el importe de la reparación del perjuicio material es válida tanto en caso de infracción del Derecho letón como en caso de infracción del Derecho de la Unión.
- 97 En cuanto al principio de efectividad, de la jurisprudencia del Tribunal de Justicia se desprende que la reparación de los daños causados a los particulares por violaciones del Derecho de la Unión debe ser adecuada a la reparación del perjuicio sufrido, de forma que permita garantizar una tutela efectiva de sus derechos (véase, en este sentido, la sentencia de 29 de julio de 2019, Hochtief Solutions Magyarországi Fióktelepe, C-620/17, EU:C:2019:630, apartado 46 y jurisprudencia citada).
- 98 Pues bien, como señaló la Abogada General, en esencia, en el punto 104 de sus conclusiones, una norma de Derecho nacional en virtud de la cual, cuando se ha generado la responsabilidad de un Estado miembro por los daños debidos a una infracción de una norma del Derecho de la Unión por una decisión de una autoridad administrativa de ese Estado, la reparación del perjuicio material resultante, que puede cuantificarse con precisión, puede limitarse al 50 % del importe de dicho perjuicio, no responde a la exigencia de una reparación adecuada de ese perjuicio.
- 99 De ello se desprende que tal norma de Derecho nacional no respeta el principio de efectividad.

100 Por consiguiente, procede responder a la quinta cuestión prejudicial planteada que el Derecho de la Unión debe interpretarse en el sentido de que se opone a una normativa nacional que establece que, en el supuesto de que un Estado miembro incurra en responsabilidad por los daños debidos a una infracción de una norma del Derecho de la Unión por una decisión de una autoridad administrativa de ese Estado, la reparación del perjuicio material resultante puede limitarse al 50 % del importe de dicho perjuicio.

Costas

101 Dado que el procedimiento tiene, para las partes del litigio principal, el carácter de un incidente promovido ante el órgano jurisdiccional nacional, corresponde a este resolver sobre las costas. Los gastos efectuados por quienes, no siendo partes del litigio principal, han presentado observaciones ante el Tribunal de Justicia no pueden ser objeto de reembolso.

En virtud de todo lo expuesto, el Tribunal de Justicia (Sala Cuarta) declara:

- 1) **El artículo 5, apartado 4, de la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición, debe interpretarse en el sentido de que no se opone a una normativa nacional que establece tres métodos para determinar el precio equitativo al que el oferente debe comprar las acciones de una sociedad, entre ellos el método resultante de la aplicación del artículo 5, apartado 4, párrafo primero, de dicha Directiva, y que obliga en todo caso a aplicar el método que conduce al precio más elevado, siempre que los métodos de determinación del precio equitativo, distintos del método resultante de la aplicación de dicho artículo 5, apartado 4, párrafo primero, sean aplicados por la autoridad supervisora, respetando los principios generales enunciados en el artículo 3, apartado 1, de la citada Directiva, en circunstancias y según criterios determinados por un marco legal claro, preciso y transparente.**
- 2) **El artículo 5, apartado 4, párrafo segundo, de la Directiva 2004/25 debe interpretarse en el sentido de que se opone a una normativa nacional que establece que, a efectos de una oferta pública de adquisición, el valor de la acción se obtiene dividiendo los activos netos de la sociedad afectada, incluida la participación de un accionista minoritario y, por consiguiente, no dominante, por el número de acciones emitidas, a menos que se trate de un método de fijación del precio de la acción que responda a criterios objetivos de valoración generalmente utilizado en el análisis financiero y que pueda considerarse «claramente determinado», en el sentido de dicha disposición, extremo que corresponde comprobar al órgano jurisdiccional remitente.**
- 3) **La Directiva 2004/25 debe interpretarse en el sentido de que confiere, en un procedimiento de oferta pública de adquisición, derechos al oferente que pueden ejercerse en el marco de una acción de responsabilidad patrimonial del Estado.**

- 4) El Derecho de la Unión debe interpretarse en el sentido de que se opone a una normativa nacional que establece que, en el supuesto de que un Estado miembro incurra en responsabilidad por los daños debidos a una infracción de una norma del Derecho de la Unión por una decisión de una autoridad administrativa de ese Estado, la reparación del perjuicio material resultante puede limitarse al 50 % del importe de dicho perjuicio.**

Firmas

ⁱ — El apartado 57 y el punto 1 del fallo del presente texto han sufrido una modificación de carácter lingüístico con posterioridad a su primera publicación en línea.