



Jurisprudentie

ARREST VAN HET HOF (Vierde kamer)

10 december 2020*

„Prejudiciële verwijzing – Vennootschapsrecht – Richtlijn 2004/25/EG –
Openbaar overnamebod – Artikel 5, lid 4, eerste en tweede alinea – Bescherming van
minderheidsaandeelhouders – Verplicht overnamebod – Berekeningsmethode van de waarde
van de aandelen om de billijke prijs te bepalen – Bevoegdheid om de billijke prijs te wijzigen –
Uitzonderingen op de standaardberekeningswijze in welomlijnde omstandigheden en op grond
van duidelijk omschreven criteria – Aansprakelijkheid van de betrokken lidstaat – Schade van
de bieder als gevolg van een te hoge biedprijs”

In zaak C-735/19,

betreffende een verzoek om een prejudiciële beslissing krachtens artikel 267 VWEU, ingediend
door de Augstākā tiesa (hoogste rechterlijke instantie, Letland) bij beslissing van
30 september 2019, ingekomen bij het Hof op 7 oktober 2019, in de procedure

Euromin Holdings (Cyprus) Limited

in tegenwoordigheid van:

Finanšu un kapitāla tirgus komisija,

wijst

HET HOF (Vierde kamer),

samengesteld als volgt: M. Vilaras (rapporteur), kamerpresident, N. Piçarra, D. Šváby, S. Rodin en
K. Jürimäe, rechters,

advocaat-generaal: J. Kokott,

griffier: M. Aleksejev, hoofd van een administratieve eenheid,

gezien de stukken en na de terechtzitting op 9 juli 2020,

gelet op de opmerkingen van:

- Euromin Holdings (Cyprus) Limited, vertegenwoordigd door K. Bērziņa, advokāta palīgs,
en I. Kramiņa, advokāte,

* Procestaal: Lets.

- de Letse regering, vertegenwoordigd door V. Soņeca, V. Kalniņa en K. Pommere als gemachtigden,
- de Duitse regering, vertegenwoordigd door J. Möller en D. Klebs als gemachtigden,
- de Poolse regering, vertegenwoordigd door B. Majczyna als gemachtigde,
- de Europese Commissie, vertegenwoordigd door H. Støvlbæk, V. Di Bucci en I. Naglis als gemachtigden,

gehoord de conclusie van de advocaat-generaal ter terechtzitting van 10 september 2020,

het navolgende

Arrest

- 1 Het verzoek om een prejudiciële beslissing betreft de uitlegging van artikel 5, lid 4, van richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod (PB 2004, L 142, blz. 12), en van het doeltreffendheidsbeginsel.
- 2 Dit verzoek is ingediend in het kader van een geding tussen Euromin Holdings (Cyprus) Limited en de Finanšu un kapitāla tirgus komisija (commissie voor financiële en kapitaalmarkten, Letland; hierna: „commissie”) over een verzoek tot, ten eerste, vaststelling van de onrechtmatigheid van het besluit van 15 oktober 2015 waarbij die commissie de aankoop heeft toegestaan van de aandelen van Ventspils nafta AS die voorwerp waren van een openbaar overnamebod (hierna: „overnamebod”), tegen een prijs van 4,65 EUR per aandeel (hierna: „bestreden besluit”), en, ten tweede, schadeloosstelling voor de door dat besluit veroorzaakte schade.

Toepasselijke bepalingen

Unierecht

Richtlijn 2004/25

- 3 Overweging 9 van richtlijn 2004/25 luidt:

„De lidstaten dienen het nodige te doen ter bescherming van houders van effecten, inzonderheid die met een minderheidsbelang, nadat de zeggenschap over hun vennootschap is gewijzigd. De lidstaten dienen die bescherming te waarborgen door degene die de zeggenschap over een vennootschap heeft verkregen, ertoe te verplichten een tot alle houders van de effecten van die vennootschap gericht bod te doen om al hun effecten te verwerven voor een billijke prijs, welke in een gemeenschappelijke definitie is omschreven. De lidstaten moeten in andere instrumenten ter bescherming van de belangen van de houders van effecten kunnen voorzien, zoals de verplichting om een partieel bod uit te brengen wanneer de bieder niet de zeggenschap over de vennootschap verkrijgt of de verplichting om tegelijk met de verkrijging van de zeggenschap over de vennootschap een bod uit te brengen.”

4 Artikel 3 van deze richtlijn bepaalt:

„1. Voor de toepassing van deze richtlijn dragen de lidstaten er zorg voor dat aan de volgende beginselen wordt voldaan:

- a) alle houders van effecten van een doelvennootschap van dezelfde soort moeten op gelijkwaardige wijze worden behandeld; bovendien dienen, indien een persoon de zeggenschap over een vennootschap verkrijgt, de overige houders van effecten te worden beschermd;

[...]

2. Teneinde de naleving van de in lid 1 neergelegde beginselen te waarborgen:

- a) zien de lidstaten erop toe dat wordt voldaan aan de in deze richtlijn opgenomen minimumvereisten;
- b) kunnen de lidstaten aanvullende voorwaarden en strengere voorschriften vaststellen dan die welke bij deze richtlijn met betrekking tot biedingen zijn vereist.”

5 Artikel 4, lid 6, van die richtlijn luidt:

„Deze richtlijn laat de bevoegdheid van de lidstaten onverlet om rechterlijke of andere instanties aan te wijzen die tot taak hebben geschillen te beslechten en uitspraak te doen over onregelmatigheden die zich in een biedingsprocedure hebben voorgedaan; zij laat ook de bevoegdheid van de lidstaten onverlet om te bepalen of en onder welke omstandigheden partijen bij een bod het recht hebben om een administratieve of gerechtelijke vordering in te stellen. Met name laat deze richtlijn de bevoegdheid van de rechterlijke instanties van een lidstaat onverlet om een vordering niet ontvankelijk te verklaren en om zich uit te spreken over de vraag of een dergelijke vordering gevolgen heeft voor het resultaat van het bod. Deze richtlijn laat tevens de bevoegdheid van de lidstaten onverlet om rechtsregels vast te stellen met betrekking tot de aansprakelijkheid van de toezichthoudende autoriteiten of de beslechting van geschillen tussen de partijen bij een bod.”

6 In artikel 5 van die richtlijn is het volgende bepaald:

„1. De lidstaten dragen er zorg voor dat een natuurlijke of rechtspersoon die, ten gevolge van eigen verwerving of verwerving door in onderling overleg met hem handelende personen, effecten van een vennootschap als bedoeld in artikel 1, lid 1, in zijn bezit krijgt welke – in voorkomend geval samen met de effecten die hij reeds bezit en de effecten die in het bezit zijn van in onderling overleg met hem handelende personen –, rechtstreeks of middellijk een bepaald percentage van de stemrechten in de vennootschap vertegenwoordigen waarmee de zeggenschap over de vennootschap wordt verkregen, verplicht is een bod uit te brengen ter bescherming van de minderheidsaandeelhouders van de vennootschap. Dat bod wordt zo spoedig mogelijk gedaan aan alle houders van effecten, voor al hun effecten en tegen de in lid 4 bepaalde billijke prijs.

[...]

4. De hoogste prijs die tijdens een door de lidstaten te bepalen periode van niet minder dan zes en niet meer dan twaalf maanden vóór het bod als bedoeld in lid 1 door de bieder of door in onderling overleg met hem handelende personen voor dezelfde effecten is betaald, geldt als de billijke prijs.

Indien na openbaarmaking van het bod en vóór sluiting van het bod voor aanvaarding de bieder of in onderling overleg met hem handelende personen effecten aankopen boven de biedingsprijs, verhoogt de bieder zijn bod tot ten minste de hoogste prijs die is betaald voor de aldus verworven effecten.

Op voorwaarde dat de algemene beginselen van artikel 3, lid 1, worden nageleefd, mogen de lidstaten de toezichthoudende autoriteiten ertoe machtigen om onder welomlijnde omstandigheden en op grond van duidelijk omschreven criteria de in de eerste alinea bedoelde prijs te wijzigen. Daartoe kunnen zij een lijst opstellen van de omstandigheden waaronder de hoogste prijs zowel opwaarts als neerwaarts kan worden bijgesteld, zoals bijvoorbeeld wanneer de hoogste prijs bij overeenkomst tussen de koper en een verkoper werd vastgesteld, wanneer de marktprijzen van de effecten in kwestie zijn gemanipuleerd, wanneer de marktprijzen in het algemeen of bepaalde marktprijzen in het bijzonder door uitzonderlijke gebeurtenissen zijn beïnvloed of om de redding van een onderneming in moeilijkheden mogelijk te maken. Zij kunnen tevens de in dergelijke gevallen te hanteren criteria vaststellen, zoals bijvoorbeeld de gemiddelde marktwaarde over een bepaalde periode, de liquidatiewaarde van de vennootschap of andere objectieve waarderingscriteria die gewoonlijk bij de financiële analyse worden toegepast.

[...]

Verordening nr. 1254/2012

- 7 Bij artikel 1, lid 1, onder a), van verordening (EU) nr. 1254/2012 van de Commissie van 11 december 2012 houdende wijziging van verordening (EG) nr. 1126/2008 tot goedkeuring van bepaalde internationale standaarden voor jaarrekeningen overeenkomstig verordening (EG) nr. 1606/2002 van het Europees Parlement en de Raad met het oog op de invoering van International Financial Reporting Standard 10, International Financial Reporting Standard 11, International Financial Reporting Standard 12, International Financial Reporting Standard 27 (2011) en International Financial Reporting Standard 28 (2011) (PB 2012, L 360, blz. 1, met rectificatie in PB 2013, L 64, blz. 10), is de internationale standaard voor financiële informatie IFRS 10, met als opschrift „Geconsolideerde jaarrekening” (hierna: „IFRS-norm 10”), die in de bijlage bij deze verordening is opgenomen, ingevoegd in verordening (EG) nr. 1126/2008 van de Commissie van 3 november 2008 (PB 2008, L 320, blz. 1).
- 8 Punt 22 van het deel van de bijlage bij verordening nr. 1254/2012 dat betrekking heeft op IFRS-norm 10 bepaalt:

„Een moedermaatschappij moet belangen zonder overheersende zeggenschap in het geconsolideerde overzicht van de financiële positie afzonderlijk van het eigen vermogen van de eigenaars van de moedermaatschappij in haar eigen vermogen presenteren.”
- 9 Volgens bijlage A bij het deel van de bijlage bij verordening nr. 1254/2012 betreffende IFRS-norm 10 wordt het begrip „belang zonder overheersende zeggenschap” aldus gedefinieerd dat het ziet op „het eigen vermogen in een dochteronderneming dat niet direct of indirect aan een moedermaatschappij kan worden toegerekend”.

Lets recht

- 10 Artikel 5 van de Finanšu instrumentu tirgus likums (wet betreffende de markt van financiële instrumenten) (*Latvijas Vēstnesis* 2003, nr. 175), in de op het hoofdgeding toepasselijke versie (hierna: „FITL”), bepaalt:

„De commissie [voor de financiële markten], haar ambtenaren en gemachtigden zijn niet aansprakelijk voor de schade die aan kapitaalmarktdeelnemers of derden is berokkend en kunnen niet aansprakelijk worden gesteld voor maatregelen die zij rechtmatig, correct, legitiem en te goeder trouw hebben genomen in het kader van de goede uitvoering van de hun bij wet of andere regelgeving opgedragen toezichthoudende taken.”

- 11 Artikel 74, lid 1, FITL bepaalt:

„In het kader van een openbaar overnamebod mag de prijs per aandeel niet lager zijn dan:

- 1) de prijs waartegen de bieder of in onderling overleg met hem handelende personen de aandelen van de doelvennootschap in de voorafgaande twaalf maanden hebben verkregen. Bij koop van aandelen tegen verschillende prijzen zal de overnameprijs de hoogste van de aankoopprijzen zijn die is betaald in de twaalf maanden vóór het ontstaan van de wettelijke verplichting om een overnamebod uit te brengen;
- 2) de gewogen gemiddelde prijs van het aandeel op de gereguleerde markt of op de multilaterale handelsfaciliteit met het grootste transactievolume van die aandelen gedurende de laatste twaalf maanden. De gewogen gemiddelde prijs van het aandeel wordt berekend op basis van de twaalf maanden voorafgaand aan het ontstaan van de wettelijke verplichting om een overnamebod uit te brengen;
- 3) de waarde van het aandeel die wordt verkregen door de netto-activa van de doelvennootschap te delen door het aantal uitgegeven aandelen. De netto-activa worden berekend door van het totale bedrag aan activa van de doelvennootschap de passiva en de eigen aandelen af te trekken. Indien de doelvennootschap beschikt over aandelen met een verschillende nominale waarde worden ter berekening van de waarde van het aandeel de netto-activa gedeeld naar verhouding van het percentage dat elk aandeel met een verschillende nominale waarde vertegenwoordigt in het maatschappelijk kapitaal.”

- 12 Artikel 74, lid 2, van de FITL luidt als volgt:

„De waarde van een overeenkomstig lid 1, punt 3, van dit artikel verworven aandeel wordt berekend op basis van de gegevens die afkomstig zijn uit de laatste jaarrekeningen van de doelvennootschap, die zijn goedgekeurd door de aandeelhoudersvergadering en waarover een auditverslag is opgemaakt. De tijdspanne tussen de laatste dag van het boekjaar waarop het jaarverslag betrekking heeft, en de datum waarop het bod aan de commissie [voor financiële markten] wordt voorgelegd, mag niet meer bedragen dan zestien maanden. Wanneer de doelvennootschap overeenkomstig de toepasselijke voorschriften uiterlijk zeven maanden na het einde van het referentiejaar een jaarverslag opstelt, mag de tijdspanne tussen de laatste dag van het boekjaar waarvoor het jaarverslag wordt opgesteld en de datum waarop het bod aan de commissie [voor financiële markten] wordt voorgelegd, niet meer bedragen dan 19 maanden. De waarde van een aandeel wordt berekend op basis van de gegevens uit het laatste driemaandelijkse verslag van de doelvennootschap indien de waarde van de aandelen, berekend op basis van deze gegevens, ten minste 10 % hoger is dan de waarde die op basis van de gegevens van het jaarverslag is verkregen. Indien de doelvennootschap ook een geconsolideerd

jaarverslag opstelt, gebruikt zij de uit dit verslag afkomstige gegevens om de waarde van het overgenomen aandeel te bepalen. Indien de doelvennootschap zowel uit hoofde van de wetgeving van de staat waar zij is gevestigd als uit hoofde van internationale financiële informatienormen, jaarrekeningen opstelt, gebruikt zij de gegevens uit de jaarrekeningen die overeenkomstig de internationale standaarden voor financiële informatie zijn opgesteld.”

- 13 Artikel 13 van de Valsts pārvaldes iestāžu nodarīto zaudējumu atlīdzināšanas likums (wet betreffende de vergoeding van schade veroorzaakt door nationale overheidsinstanties) (*Latvijas Vēstnesis* 2005, nr. 96), in de op het hoofdgeding toepasselijke versie (hierna: „wet op de schadevergoeding”), bepaalt onder het opschrift „Vaststelling van de materiële schade”:

„1. Bij de vaststelling van het passende bedrag dat ter vergoeding van de door de betrokken instantie veroorzaakte schade moet worden toegekend, wordt rekening gehouden met de feitelijke en juridische gronden waarop de handelingen van die instantie zijn gebaseerd, en met de handelingen van de benadeelde persoon.

2. Bij de vaststelling van het passende bedrag dat ter vergoeding van de door de betrokken instantie veroorzaakte schade moet worden toegekend, wordt ook rekening gehouden met de andere relevante omstandigheden van het concrete geval, indien dit objectief kan worden aangetoond.

3. De hoogte van de schadeloosstelling wordt gewoonlijk vastgesteld aan de hand van het overeenkomstig artikel 12 van deze wet berekende bedrag en bedraagt:

- 1) wanneer het berekende bedrag niet meer bedraagt dan 142 288 EUR, 100 % van dit bedrag;
- 2) wanneer dat bedrag tussen 142 289 en 1 422 872 EUR ligt, tussen 50 % en 100 % van dit bedrag;
- 3) wanneer datzelfde bedrag meer bedraagt dan 1 422 872 EUR, een billijk bedrag dat minder dan 50 % van dit bedrag kan bedragen;

4. De instantie kan de door de benadeelde geleden materiële schade ambtshalve vergoeden, niet door hem een vergoeding te betalen, maar door hem weer in de feitelijke situatie te brengen waarin hij zich vóór de vermogensschade bevond.”

- 14 Artikel 14, lid 1, van de Konsolidēto gada pārskatu likums (wet betreffende de geconsolideerde jaarrekening) (*Latvijas Vēstnesis* 2006, nr. 178), in de op het hoofdgeding toepasselijke versie (hierna: „wet betreffende de geconsolideerde jaarrekening”), met als opschrift „Wijze van consolidatie van de jaarrekening van vennootschappen”, bepaalt:

„De geconsolideerde jaarrekening is de jaarrekening waarin de activa, de passiva, het eigen vermogen, de baten en de lasten van de moedermaatschappij van een groep en die van haar dochtervennootschappen, zoals gepresenteerd in hun respectieve jaarrekeningen, als één geheel worden opgenomen. De activa en passiva op de balansen van de geconsolideerde vennootschappen worden in hun geheel opgenomen in de geconsolideerde balans. De winst of het verlies van deze vennootschappen wordt volledig in aanmerking genomen bij de berekening van de geconsolideerde winst en verliezen.”

15 Artikel 21 van deze wet, met als opschrift „Presentatie van de minderheidsbelangen”, luidt:

„1. Het deel van het eigen vermogen van geconsolideerde dochtervennootschappen dat overeenstemt met aandelen en deelnemingen van minderheidsaandeelhouders, moet in hun eigen vermogen worden opgenomen onder de aparte post ‚Minderheidsbelangen’.

2. De winst en het verlies van het jaar die zijn opgenomen in de rekeningen van de geconsolideerde dochterondernemingen en die overeenkomen met de aandelen en de deelnemingen van minderheidsaandeelhouders, worden vermeld in een afzonderlijke geconsolideerde post voor de berekening van de winst en het verlies, met als opschrift ‚Aandeel van de minderheidsaandeelhouders in de winst en het verlies’.”

Hoofdgeding en prejudiciële vragen

- 16 Aangezien verzoekster in het hoofdgeding 93,24 % van de stemgerechtigde aandelen van Ventspils nafta had verworven, was zij krachtens de FITL verplicht om een openbaar overnamebod op de aandelen van deze vennootschap uit te brengen. Daartoe heeft zij bij de commissie een „prospectus” neergelegd met een overnamebod, waarin werd aangegeven dat de overnameprijs 3,12 EUR per aandeel van deze vennootschap bedroeg.
- 17 Op basis van artikel 74, lid 1, punt 3, FITL heeft de commissie op 6 oktober 2015 de berekeningen van verzoekster in het hoofdgeding afgewezen. Vervolgens heeft zij haar bij het bestreden besluit toegestaan een overnamebod uit te brengen tegen een prijs van 4,56 EUR per aandeel van dezelfde vennootschap.
- 18 Verzoekster in het hoofdgeding heeft bij de Administratīvā apgabaltiesa (regionale bestuursrechter, Letland) beroep ingesteld tot vaststelling van de onrechtmatigheid van dat besluit en tot vergoeding van de schade die zij stelt daardoor te hebben geleden.
- 19 Verzoekster in het hoofdgeding heeft betoogd dat artikel 74 FITL tot doel had de methode vast te stellen voor de berekening van de overnameprijs van een aandeel die billijk is en in overeenstemming met de situatie op de betrokken markt. Daartoe moet worden uitgegaan van de reële totale activa van Ventspils nafta en niet met het bedrag van de activa die zijn vermeld in het geconsolideerde jaarverslag van deze vennootschap dat de activa en passiva van al haar dochterondernemingen omvat, met inbegrip van de minderheidsbelangen in deze dochterondernemingen, die noch activa noch verplichtingen van die vennootschap zijn. Zij is tot de slotsom gekomen dat de commissie in het bestreden besluit de prijs van het aandeel van Ventspils nafta op ongerechtvaardigde wijze had verhoogd door activa in aanmerking te nemen die niet in het bezit van laatstgenoemde waren.
- 20 De commissie heeft verklaard zich te hebben gebaseerd op de IFRS-norm 10 – die is overgenomen in verordening nr. 1254/2012 – waarin de beginselen betreffende de opstelling van geconsolideerde jaarrekeningen zijn neergelegd voor de gevallen waarin een vennootschap zeggenschap over een of meer andere vennootschappen heeft, en waarvan punt 22 bepaalt dat belangen zonder overheersende zeggenschap in de geconsolideerde financiële overzichten moet worden vermeld in haar „eigen vermogen”. Zij heeft gepreciseerd dat aan de hand van het in die financiële overzichten vermelde bedrag van de activa niet kon worden bepaald welk deel van de activa in handen was van meerderheidsaandeelhouders en welk deel in handen was van minderheidsaandeelhouders. Zij heeft daaruit afgeleid dat het in strijd met het doel van artikel 74

FITL zou zijn geweest om van de activa van Ventspils nafta de belangen zonder overheersende zeggenschap af te trekken, aangezien de vaststelling van de prijs per aandeel op basis van de totale waarde van de activa van deze vennootschap het mogelijk maakte deze prijs zo dicht mogelijk bij de werkelijke waarde van deze aandelen vast te stellen.

- 21 Bij uitspraak van 10 maart 2017 heeft de Administratīvā apgabaltiesa dit verzoek van verzoekster in het hoofdgeding gedeeltelijk toegewezen, het bestreden besluit onwettig verklaard en de commissie ertoe veroordeeld om verzoekster in het hoofdgeding 50 % van de wegens dat besluit geleden schade te vergoeden.
- 22 De Administratīvā apgabaltiesa heeft opgemerkt dat artikel 74, lid 1, punt 3, FITL geen nadere gegevens bevatte met betrekking tot de daarin opgenomen begrippen „totale activa” en „netto-activa”. Deze rechter heeft benadrukt dat dit niet is besproken toen de Letse wetgever in 2006 met betrekking tot die bepaling had voorzien in de verplichting om gegevens uit de geconsolideerde jaarrekening te gebruiken om de prijs van een aandeel te bepalen. Hij heeft opgemerkt dat artikel 74, lid 1, FITL weliswaar niet aldus is opgesteld dat de in de punten 2 en 3 van dit lid bedoelde methoden slechts in uitzonderlijke omstandigheden kunnen worden gebruikt, maar dat een dergelijk gebruik kan voortvloeien uit het feit dat de Letse aandelenmarkt uiterst beperkt is.
- 23 De Administratīvā apgabaltiesa was van oordeel dat voor de berekening van de prijs van een aandeel objectieve waarderingscriteria moesten worden gehanteerd en dat artikel 74, lid 1, punt 3, FITL aldus moest worden uitgelegd dat het begrip „netto-activa” niet de minderheidsbelangen omvat.
- 24 Voorts heeft de Administratīvā apgabaltiesa geoordeeld dat er overeenkomstig artikel 13, lid 3, van de wet op de schadevergoeding sprake was van omstandigheden die een verlaging van de berekende vergoeding rechtvaardigden, maar die verlaging niet meer dan 50 % van het gevorderde bedrag mocht bedragen.
- 25 De commissie en verzoekster in het hoofdgeding hebben elk cassatieberoep ingesteld bij de Augstākā tiesa (hoogste rechterlijke instantie, Letland) tegen het arrest van de Administratīvā apgabaltiesa van 10 maart 2017.
- 26 De commissie is van mening dat de Administratīvā apgabaltiesa geen rekening heeft gehouden met meerdere omstandigheden die de door haar aan artikel 74, lid 1, punt 3, FITL gegeven uitlegging uitsluiten. Zo maakt de verplichting om voor de berekening van de overnameprijs per aandeel gegevens uit de geconsolideerde jaarrekening op te nemen, deel uit van de wijzigingen van de FITL die zijn aangebracht ter omzetting van richtlijn 2004/25 in het Letse recht.
- 27 De commissie betoogt dat de Administratīvā apgabaltiesa artikel 74, lid 1, punt 3, FITL heeft uitgelegd op een wijze die in strijd is met de primaire doelstelling van richtlijn 2004/25, namelijk de bescherming van de belangen van de minderheidsaandeelhouders in het kader van de vaststelling van de prijs van de overgenomen aandelen. Deze commissie preciseert dat zij, door bij de berekening van de overnameprijs van de aandelen van Ventspils nafta rekening te houden met de deelneming van de minderheidsaandeelhouders van Ventspils nafta in het kapitaal van haar dochterondernemingen, zich heeft gehouden aan de doelstelling van richtlijn 2004/25. Zij heeft deze prijs namelijk berekend overeenkomstig artikel 5, lid 4, tweede alinea, van deze richtlijn, te weten op basis van „objectieve waarderingscriteria die gewoonlijk bij de financiële analyse worden toegepast”.

- 28 Verzoekster in het hoofdgeding vordert vernietiging van de uitspraak van de Administratīvā apgabaltiesa voor zover deze haar vordering tot vergoeding van de schade die zij als gevolg van het bestreden besluit heeft geleden, gedeeltelijk heeft afgewezen. Zij betoogt dat artikel 13, lid 3, punt 3, van de wet op de schadevergoeding het mogelijk maakt de geleden schade volledig te vergoeden en dat, bij gebreke van bijzondere omstandigheden, een vermindering van de vergoeding tot maximaal 50 % van deze schade kan leiden tot situaties waarin het overheidsorgaan minder strikt omgaat met moeilijke uitleggingsvraagstukken met betrekking tot de wet.
- 29 De verwijzende rechter benadrukt dat voor een juiste uitlegging van artikel 74, lid 1, punt 3, FITL moet worden vastgesteld of de in deze bepaling vastgestelde methode voor de berekening van de prijs per aandeel een billijke methode is voor de vaststelling van de prijs in de zin van richtlijn 2004/25.
- 30 Hij vraagt zich af of de opname van een minderheidsbelang in de netto-activa, die als grondslag dienen voor de berekening van de overnameprijs per aandeel, leidt tot de vaststelling van een billijke prijs in de zin van deze richtlijn en bijgevolg in overeenstemming is met de doelstellingen daarvan.
- 31 Hij herinnert eraan dat het Hof heeft geoordeeld dat de lidstaten over een beoordelingsmarge beschikken om te bepalen onder welke omstandigheden hun toezichthoudende autoriteiten de overnameprijs per aandeel kunnen wijzigen, op voorwaarde evenwel dat deze omstandigheden duidelijk zijn omschreven. Hij vraagt zich af of de methode voor de berekening van de netto-activa in artikel 74, lid 1, punt 3, FITL voldoet aan deze voorwaarde, en merkt op dat de begrippen „totale activa” en „netto-activa” noch in deze bepaling, noch in enige andere bepaling van deze wet worden geëxpliciteerd.
- 32 De verwijzende rechter betwijfelt of artikel 74, lid 1, punt 3, en artikel 74, lid 2, FITL, waarin niet duidelijk is aangegeven of de netto-activa voor de berekening van de overnameprijs per aandeel ook minderheidsbelangen moeten omvatten, in overeenstemming zijn met artikel 5, lid 4, tweede alinea, van richtlijn 2004/25.
- 33 Ten slotte vraagt de verwijzende rechter zich af of artikel 13, lid 3, van de wet op de schadevergoeding verenigbaar is met de fundamentele beginselen van het Unierecht, meer in het bijzonder met het doeltreffendheidsbeginsel, gelet op het feit dat het bedrag van de schadevergoeding op grond van deze bepaling onbeperkt kan worden verlaagd wanneer de geleden schade meer dan 1 422 872 EUR bedraagt. Hij vraagt zich ook af of aan alle voorwaarden voor aansprakelijkheid van de staat is voldaan, met name of de toepasselijke regels van richtlijn 2004/25 rechten toekennen aan particulieren.
- 34 Daarop heeft de Augstākās tiesa de behandeling van de zaak geschorst en het Hof verzocht om een prejudiciële beslissing over de volgende vragen:
- „1) Is een nationale regeling die bepaalt dat de prijs van een aandeel bij een verplicht overnamebod wordt berekend door de netto-activa van de doelvennootschap [met inbegrip van de belangen zonder overheersende zeggenschap (minderheidsbelangen)] te delen door het aantal uitgegeven aandelen, in strijd met de juiste toepassing van richtlijn [2004/25]?

- 2) Indien het antwoord op de eerste vraag ontkennend luidt, en de belangen zonder overheersende zeggenschap of minderheidsbelangen dus niet tot de netto-activa van de doelvennootschap moeten worden gerekend, kan een methode tot vaststelling van de prijs van een aandeel dan als duidelijk omschreven worden beschouwd in de zin van artikel 5, lid 4, tweede alinea, van richtlijn [2004/25], wanneer het voor een juist begrip daarvan noodzakelijk is om een methode van jurisprudentiële rechtsontwikkeling toe te passen, namelijk de teleologische reductie?
- 3) Is het verenigbaar met artikel 5, lid 4, van richtlijn [2004/25], dat wil zeggen met de bepaling van die richtlijn betreffende een billijke prijs, wanneer een regeling bepaalt dat de hoogste prijs moet worden gekozen uit de volgende drie varianten:
 - a) de prijs waartegen de bieder of in onderling overleg met hem handelende personen de aandelen van de doelvennootschap in de voorafgaande twaalf maanden hebben verkregen. Bij koop van aandelen tegen verschillende prijzen zal de overnameprijs de hoogste van de aankooprijzen zijn die is betaald in de twaalf maanden vóór het ontstaan van de wettelijke verplichting om een overnamebod uit te brengen;
 - b) de gewogen gemiddelde prijs van het aandeel op de gereguleerde markt of op de multilaterale handelsfaciliteit met het grootste transactievolume van die effecten gedurende de laatste twaalf maanden. De gewogen gemiddelde prijs van het aandeel wordt berekend op basis van de twaalf maanden voorafgaand aan het ontstaan van de wettelijke verplichting om een overnamebod uit te brengen;
 - c) de waarde van het aandeel die wordt verkregen door de netto-activa van de doelvennootschap te delen door het aantal uitgegeven aandelen. De netto-activa worden berekend door van het totale bedrag aan activa van de doelvennootschap de passiva en de eigen aandelen af te trekken. Indien de doelvennootschap beschikt over aandelen met een verschillende nominale waarde worden ter berekening van de waarde van het aandeel de netto-activa verdeeld naar verhouding van het percentage dat de aandelen met een bepaalde nominale waarde vertegenwoordigen in het maatschappelijk kapitaal?
- 4) Indien de berekeningsmethode die in het nationale recht is vastgesteld met gebruikmaking van de beoordelingsmarge die artikel 5, lid 4, tweede alinea, van richtlijn [2004/25] de lidstaten verleent, een hogere prijs oplevert dan de prijs berekend volgens artikel 5, lid 4, eerste alinea, van die richtlijn is het dan in overeenstemming met de doelstelling van de richtlijn om steeds de hoogste prijs te kiezen?
- 5) Kan het nationale recht voor het geval dat een particulier schade ondervindt door de onjuiste toepassing van het recht van de Europese Unie, in een beperking van het herstel van die schade voorzien wanneer die beperking zowel wordt toegepast ten aanzien van schade die het gevolg is van de onjuiste toepassing van het nationale recht als ten aanzien van schade die wordt veroorzaakt door de onjuiste toepassing van het Unierecht?
- 6) Verlenen de op deze zaak toepasselijke bepalingen van richtlijn [2004/25] rechten aan particulieren, dat wil zeggen, is voldaan aan dat vereiste voor aansprakelijkheid van de staat?"

De prejudiciële vragen

- 35 Volgens de verwijzende rechter hangt de beslechting van het hoofdgeding in wezen af van de vraag of artikel 5, lid 4, van richtlijn 2004/25 in de weg staat aan de in een nationale regeling neergelegde methode voor de vaststelling van de billijke prijs, die bepaalt dat bij een openbaar overnamebod de

waarde van het aandeel wordt verkregen door de netto-activa van de doelvennootschap, waaronder de belangen zonder overheersende zeggenschap of minderheidsbelangen, te delen door het aantal uitgegeven aandelen. Voorts acht hij het noodzakelijk een antwoord te krijgen op de vraag of deze richtlijn rechten toekent aan particulieren en of het Unierecht zich verzet tegen een nationale regeling die de vergoeding van de wegens de onjuiste toepassing van dat recht geleden schade beperkt.

- 36 Aangezien de verschillende prejudiciële vragen elkaar op meerdere punten overlappen, moeten zij worden gegroepeerd om de verwijzende rechter een zo nauwkeurig mogelijk antwoord te geven.

Derde en vierde vraag

- 37 Met zijn derde en vierde vraag, die samen moeten worden onderzocht, wenst de verwijzende rechter te vernemen of artikel 5, lid 4, van richtlijn 2004/25 zich verzet tegen een nationale regeling die voorziet in drie methoden ter bepaling van de billijke prijs waartegen de bieder de aandelen van een vennootschap moet overnemen, waaronder de methode die voortvloeit uit de toepassing van artikel 5, lid 4, eerste alinea, van deze richtlijn, welke inhoudt dat steeds de methode moet worden gehanteerd die leidt tot de hoogste prijs.
- 38 Richtlijn 2004/25 heeft blijkens met name overweging 9 ervan tot doel de belangen te beschermen van de houders van effecten van vennootschappen waarover een natuurlijke of rechtspersoon de zeggenschap heeft verkregen, en strekt er in dit verband toe de duidelijkheid en de transparantie van de regels inzake het OOB te waarborgen (arrest van 20 juli 2017, Marco Tronchetti Provera e.a., C-206/16, EU:C:2017:572, punt 24).
- 39 Daartoe schrijft die richtlijn volgens artikel 1, lid 1, ervan maatregelen voor tot coördinatie van de wetgevingen van de lidstaten betreffende OOB's op effecten van onder het recht van een van die staten vallende vennootschappen, wanneer alle of een deel van deze effecten zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt (arrest van 20 juli 2017, Marco Tronchetti Provera e.a., C-206/16, EU:C:2017:572, punt 25).
- 40 In artikel 3, lid 1, van die richtlijn zijn de – als algemene beginselen gekwalificeerde – leidende beginselen vastgesteld waaraan moet worden voldaan bij de toepassing van die richtlijn, waaronder dat wanneer een persoon de zeggenschap verkrijgt over een vennootschap de houders van effecten dienen te worden beschermd (zie in die zin arrest van 20 juli 2017, Marco Tronchetti Provera e.a., C-101/16, EU:C:2017:572, punt 26).
- 41 Artikel 3, lid 2, onder a) en b), van richtlijn 2004/25 bepaalt dat de lidstaten, teneinde de naleving van die beginselen te waarborgen, erop toezien dat wordt voldaan aan de in deze richtlijn opgenomen minimumvereisten en voorts aanvullende voorwaarden en strengere voorschriften kunnen vaststellen dan die welke bij deze richtlijn met betrekking tot het reglementeren van biedingen zijn vereist (arrest van 20 juli 2017, Marco Tronchetti Provera e.a., C-206/16, EU:C:2017:572, punt 27).
- 42 Ter bescherming van de belangen van de houders van effecten van vennootschappen bevat artikel 5 van die richtlijn, met als opschrift „Bescherming van minderheidsaandeelhouders, verplicht bod en billijke prijs”, in hoofdzaak twee regels die bindend zijn voor de lidstaten en één regel waarvan de toepassing facultatief is (arrest van 20 juli 2017, Marco Tronchetti Provera e.a., C-206/16, EU:C:2017:572, punt 28).

- 43 Allereerst is in artikel 5, lid 1, van richtlijn 2004/25 het beginsel neergelegd dat verplicht een overnamebod wordt uitgebracht op de participatiebewijzen van een bepaalde vennootschap. Zo bepaalt dat artikel dat de lidstaten er zorg voor dragen dat een natuurlijke of rechtspersoon die, ten gevolge van eigen verwerving of verwerving door in onderling overleg met hem handelende personen, binnen de werkingssfeer van die richtlijn vallende effecten van een vennootschap in zijn bezit krijgt welke – in voorkomend geval samen met de effecten die hij en in onderling overleg met hem handelende personen reeds bezitten – rechtstreeks of middellijk een bepaald percentage van de stemrechten in de vennootschap vertegenwoordigen waarmee de zeggenschap over de vennootschap wordt verkregen, verplicht is een bod uit te brengen ter bescherming van de minderheidsaandeelhouders van de vennootschap. Dat bod moet voor alle effecten van die aandeelhouders tegen de in artikel 5, lid 4, van die richtlijn bepaalde billijke prijs worden gedaan (arrest van 20 juli 2017, Marco Tronchetti Provera e.a., C-206/16, EU:C:2017:572, punt 29).
- 44 Vervolgens bepaalt artikel 5, lid 4, eerste alinea, van richtlijn 2004/25 – onder meer ter bescherming van de minderheidsaandeelhouders van de vennootschap waarop het OOB betrekking heeft – dat de hoogste prijs die tijdens een door de lidstaten te bepalen periode van niet minder dan zes en niet meer dan twaalf maanden vóór het bod als bedoeld in artikel 5, lid 1, van die richtlijn door de bieder of door in onderling overleg met hem handelende personen voor dezelfde effecten is betaald, als de billijke prijs geldt (arrest van 20 juli 2017, Marco Tronchetti Provera e.a., C-206/16, EU:C:2017:572, punt 30).
- 45 Ten slotte bepaalt artikel 5, lid 4, tweede alinea, van richtlijn 2004/25 dat de lidstaten, op voorwaarde dat de beginselen van artikel 3, lid 1, worden nageleefd, de in artikel 4 van die richtlijn bedoelde toezichthoudende autoriteiten ertoe mogen machtigen om onder bepaalde omstandigheden en op grond van bepaalde criteria de billijke prijs te wijzigen. Daartoe kunnen de lidstaten een lijst opstellen van de omstandigheden waaronder die billijke prijs zowel opwaarts als neerwaarts kan worden bijgesteld en voorts de in dergelijke gevallen te hanteren criteria vaststellen, mits die omstandigheden welomlijnd en die criteria duidelijk omschreven zijn. Artikel 5, lid 4, tweede alinea, van die richtlijn bevat voorbeelden van dergelijke omstandigheden en criteria (arrest van 20 juli 2017, Marco Tronchetti Provera e.a., C-206/16, EU:C:2017:572, punt 31).
- 46 Zo stelt artikel 5, lid 4, eerste alinea, van richtlijn 2004/25 voor de vaststelling van de billijke prijs van de effecten die voorwerp zijn van een openbaar overnamebod, een methode vast die volgens overweging 9 van die richtlijn beantwoordt aan een gemeenschappelijke definitie binnen de Europese Unie.
- 47 In dit verband vereist de opzet van artikel 5, lid 4, van deze richtlijn dat deze methode van vaststelling van de billijke prijs de enige in dit verband toelaatbare methode is. Artikel 5, lid 4, tweede alinea, van deze richtlijn bepaalt immers dat wanneer de lidstaten voor een dergelijke mogelijkheid hebben gekozen, het mogelijk is de billijke prijs, zoals bepaald in artikel 5, lid 4, eerste alinea, van diezelfde richtlijn, te wijzigen.
- 48 Bijgevolg kunnen de lidstaten hun toezichthoudende autoriteiten enkel in het kader van deze bevoegdheid tot wijziging van de billijke prijs van de effecten die het voorwerp uitmaken van een openbaar overnamebod machtigen om de prijs waartegen deze effecten moeten worden verkocht, te bepalen volgens andere methoden dan die van artikel 5, lid 4, eerste alinea, van richtlijn 2004/25.

- 49 Wanneer een nationale regeling bepaalt dat de billijke prijs moet worden vastgesteld volgens verschillende methoden, waarvan er één overeenstemt met die van artikel 5, lid 4, eerste alinea, van deze richtlijn, kan echter onder bepaalde voorwaarden worden geoordeeld dat de andere methoden waarin die regeling voorziet, overeenstemmen met de in artikel 5, lid 4, tweede alinea, van die richtlijn bedoelde bevoegdheid tot wijziging van de billijke prijs.
- 50 De in dit verband in acht te nemen voorwaarden zijn die welke voortvloeien uit de tekst zelf van die bepaling.
- 51 Ten eerste moeten de methoden voor de vaststelling van de billijke prijs die verschillen van die van artikel 5, lid 4, eerste alinea, van richtlijn 2004/25, worden toegepast door de door de lidstaten ingestelde toezichthoudende autoriteiten en met inachtneming van de algemene beginselen van artikel 3, lid 1, van deze richtlijn. Ten tweede moeten deze methoden worden toegepast „onder welomlijnde omstandigheden en op grond van duidelijk omschreven criteria”.
- 52 In dit verband zij herinnerd aan de rechtspraak volgens welke de voorschriften van richtlijn 2004/25, teneinde zowel het rechtszekerheidsbeginsel te eerbiedigen als de noodzaak om de volledige toepassing van richtlijnen rechtens en niet alleen feitelijk te waarborgen, moeten worden overgenomen in een duidelijk, nauwkeurig en transparant rechtskader dat voorziet in bindende bepalingen op het gebied waarop zij betrekking heeft (arrest van 20 juli 2017, Marco Tronchetti Provera e.a., C-206/16, EU:C:2017:572, punt 41).
- 53 De lidstaten moeten er dus door middel van het rechtsinstrument van hun keuze voor zorgen dat de omstandigheden en de criteria op grond waarvan de wijziging van de billijke prijs geschiedt, „duidelijk omschreven” zijn in de zin van artikel 5, lid 4, tweede alinea, van richtlijn 2004/25.
- 54 Het staat aan de verwijzende rechter om na te gaan of de FITL, eventueel gelezen in het licht van de memorie van toelichting van deze wet, aan dergelijke vereisten voldoet.
- 55 Ten slotte kan niet worden uitgesloten dat in een specifieke situatie de wijziging van de billijke prijs altijd leidt tot de vaststelling van een hogere prijs dan die welke voortvloeit uit de toepassing van artikel 5, lid 4, eerste alinea, van richtlijn 2004/25.
- 56 Bovendien wordt deze hypothese bevestigd door artikel 5, lid 4, tweede alinea, van deze richtlijn, aangezien daarin is bepaald dat, gelet op de lijst van bepaalde omstandigheden, die de lidstaat kan vaststellen, de hoogste prijs opwaarts of neerwaarts kan worden gewijzigd. Een bepaalde omstandigheid in de zin van deze bepaling kan dus altijd leiden tot de vaststelling van een hogere prijs dan de billijke prijs, zoals blijkt uit de in die bepaling genoemde voorbeelden, met name wanneer de billijke prijs als bedoeld in artikel 5, lid 4, eerste alinea, van die richtlijn is vastgesteld bij een overeenkomst tussen een koper en een verkoper.
- 57 Bijgevolg moet op de derde en de vierde vraag worden geantwoord dat artikel 5, lid 4, van richtlijn 2004/25 aldus moet worden uitgelegd dat het zich niet verzet tegen een nationale regeling die voorziet in drie methoden om de billijke prijs te bepalen waartegen de bieder de aandelen van een vennootschap moet aankopen, waaronder de methode die voortvloeit uit de toepassing van artikel 5, lid 4, eerste alinea, van deze richtlijn, en waarbij steeds moet worden uitgegaan van de methode die leidt tot de hoogste prijs, op voorwaarde dat de andere methoden voor de vaststelling van de billijke prijs, die niet uit de toepassing van artikel 5, lid 4, eerste alinea

voortvloeiën, door de toezichthoudende autoriteit worden toegepast met inachtneming van de algemene beginselen van artikel 3, lid 1, van die richtlijn en in omstandigheden en op grond van criteria die zijn bepaald door een duidelijk, nauwkeurig en transparant rechtskader.

Eerste en tweede vraag

- 58 Met zijn eerste en zijn tweede vraag, die samen moeten worden onderzocht, wenst de verwijzende rechter te vernemen of artikel 5, lid 4, tweede alinea, van richtlijn 2004/25 zich verzet tegen een nationale regeling die bepaalt dat bij een openbaar overnamebod de waarde van het aandeel wordt verkregen door de netto-activa van de doelvennootschap, waaronder de belangen zonder overheersende zeggenschap of minderheidsbelangen, te delen door het aantal uitgegeven aandelen, omdat dit geen methode voor de vaststelling van de prijs is die kan worden geacht te voldoen aan „duidelijk omschreven” criteria in de zin van die bepaling.
- 59 In de eerste plaats zij opgemerkt dat de commissie verzoekster in het hoofdgeding bij het bestreden besluit heeft toegestaan een openbaar overnamebod uit te brengen voor de aankoop van de aandelen van de doelvennootschap op basis van de methode voor de vaststelling van de prijs van de aandelen als bedoeld in artikel 74, lid 1, punt 3, FITL, welke bepaalt dat de waarde van de aandelen wordt berekend door de netto-activa van deze vennootschap te delen door het aantal uitgegeven aandelen. Wanneer de doelvennootschap een geconsolideerd jaarverslag voorbereidt zijn de in dit verband gebruikte gegevens, overeenkomstig artikel 74, lid 2, FITL, de gegevens die uit dit verslag blijken.
- 60 Tevens moet worden opgemerkt dat artikel 14, lid 1, van de wet op de geconsolideerde jaarrekening bepaalt dat de geconsolideerde jaarrekening het resultaat is van de combinatie van de jaarrekeningen van de moedermaatschappij van de groep en die van de betrokken dochterondernemingen, en dat artikel 21 van deze wet preciseert dat het deel van het eigen vermogen van de geconsolideerde dochterondernemingen dat overeenkomt met de aandelen en de deelnemingen van minderheidsaandeelhouders, in hun eigen vermogen wordt opgenomen onder de aparte post „Minderheidsbelangen”.
- 61 Om de prijs van de aandelen van de doelvennootschap te bepalen, heeft de commissie in het bestreden besluit de aandelen van minderheidsaandeelhouders in de dochterondernemingen van deze vennootschap, dat wil zeggen deelnemingen waarvan zij niet de eigenaar is, in de netto-activa van deze vennootschap opgenomen.
- 62 Zoals blijkt uit de overwegingen in punt 45 van dit arrest, dient er in de tweede plaats aan te worden herinnerd dat artikel 5, lid 4, tweede alinea, van richtlijn 2004/25 bepaalt dat de lidstaten, op voorwaarde dat de algemene beginselen van artikel 3, lid 1, worden nageleefd, de in artikel 4 van die richtlijn bedoelde toezichthoudende autoriteiten ertoe mogen machtigen om onder welomlijnde omstandigheden en op grond van duidelijk omschreven criteria de billijke prijs te wijzigen (arrest van 20 juli 2017, Marco Tronchetti Provera e.a., C-206/16, EU:C:2017:572, punt 31).
- 63 Artikel 5, lid 4, tweede alinea, van richtlijn 2004/25 voorziet er voorts in dat wanneer de lidstaten bepalen dat hun toezichthoudende autoriteiten de billijke prijs kunnen wijzigen, zij de in dat verband te hanteren criteria kunnen vaststellen, bijvoorbeeld de gemiddelde marktwaarde over een bepaalde periode, de liquidatiewaarde van de vennootschap of andere objectieve waarderingscriteria die gewoonlijk bij financiële analyse worden toegepast.

- 64 In de derde plaats zij eraan herinnerd dat, teneinde zowel het rechtszekerheidsbeginsel te eerbiedigen als de noodzaak om de volle toepassing van richtlijnen te waarborgen, zoals in punt 52 van het onderhavige arrest in herinnering is gebracht, de voorschriften van richtlijn 2004/25 moeten worden overgenomen in een duidelijk, nauwkeurig en transparant rechtskader dat voorziet in bindende bepalingen op het gebied waarop zij betrekking heeft (zie in die zin arrest van 20 juli 2017, Marco Tronchetti Provera e.a., C-206/16, EU:C:2017:572, punt 41)
- 65 Aan de hand van deze beginselen moet worden bepaald of de methode voor de vaststelling van de prijs, die in de netto-activa van de doelvennootschap van een openbaar overnamebod de aandelen van minderheidsaandeelhouders in haar dochterondernemingen opneemt, „duidelijk omschreven” criteria in de zin van artikel 5, lid 4, tweede alinea, van richtlijn 2004/25 bevat.
- 66 Ten eerste dient erop te worden gewezen dat, zoals de advocaat-generaal in punt 69 van haar conclusie heeft benadrukt, de beoordelingsmarge die deze bepaling de lidstaten biedt om in geval van wijziging van de billijke prijs de criteria vast te stellen voor de bepaling van de prijs van effecten waarvoor een openbaar overnamebod is gedaan, beperkt wordt door het doel van artikel 5, lid 4, van richtlijn 2004/25 in zijn geheel, dat erin bestaat een billijke prijs voor die effecten vast te stellen.
- 67 Zoals de advocaat-generaal in punt 71 van haar conclusie heeft opgemerkt, mogen de lidstaten daartoe elk waarderingscriterium hanteren dat gewoonlijk bij financiële analyse wordt gebruikt en dat geschikt is om de daadwerkelijke economische waarde van een deelneming in de doelvennootschap te bepalen.
- 68 Wat dit laatste aspect betreft, houdt de IFRS-norm 10, die in het Unierecht is overgenomen in verordening nr. 1254/2012, rekening met het gehele vermogen van de moedermaatschappij van een groep en de vermogens van haar dochterondernemingen, ongeacht de omvang van de deelneming van deze vennootschap in die dochterondernemingen. Hieruit volgt dat bij de bepaling van de netto-activa van een dergelijke moedermaatschappij rekening wordt gehouden met de aandelen van minderheidsaandeelhouders in haar dochterondernemingen, die in bijlage A bij het deel van de bijlage bij verordening nr. 1254/2012 betreffende de IFRS-norm 10 onder de benaming „Belangen zonder overheersende zeggenschap” zijn gedefinieerd als betrekking hebbend op „[h]et eigen vermogen in een dochteronderneming dat niet direct of indirect aan een moedermaatschappij kan worden toegerekend”.
- 69 De in verordening nr. 1254/2012 bedoelde internationale normen voor financiële informatie hebben een informatieve waarde, aangezien de doelstelling van de IFRS-norm 10 volgens punt 1 van het deel van de bijlage bij deze verordening betreffende deze norm erin bestaat „beginselen vast te stellen voor de presentatie en de opstelling van geconsolideerde jaarrekeningen wanneer een entiteit zeggenschap over een of meer andere entiteiten heeft”. Door de presentatie van de belangen zonder overheersende zeggenschap, kan er dienaangaande voor worden gezorgd dat derden volledig worden geïnformeerd over de omvang van de groep van vennootschappen en over de omvang van de zeggenschap die de moedermaatschappij over haar dochterondernemingen uitoefent.
- 70 Zo kunnen de identificatie en de omvang van de deelnemingen van minderheidsaandeelhouders in het kapitaal van dochterondernemingen van een moedermaatschappij van een groep van vennootschappen nuttige informatie inzake de financiële analyse vormen.

- 71 In het kader van de bepaling van de waarde van de deelnemingen van de moedermaatschappij staat het aan de verwijzende rechter om, teneinde vast te stellen of deze waarderingsmethode een objectief beoordelingscriterium is dat gewoonlijk bij de financiële analyse wordt toegepast, bijzondere aandacht te schenken aan het feit dat een dergelijke methode, zoals blijkt uit de punten 68 en 69 van het onderhavige arrest, ertoe verplicht om rekening te houden met deelnemingen in dochterondernemingen van een moedermaatschappij die niet eigendom van deze laatste zijn.
- 72 Voorts moet elke uit de wijzigingsbevoegdheid van artikel 5, lid 4, tweede alinea, van richtlijn 2004/25 voortvloeiende methode voor de vaststelling van de billijke prijs op voldoende duidelijke, nauwkeurige en voorzienbare wijze kunnen worden afgeleid uit het rechtskader waarin die bepaling voorziet, dat eveneens duidelijk, nauwkeurig en transparant moet zijn (zie in die zin arrest van 20 juli 2017, Marco Tronchetti Provera e.a., C-206/16, EU:C:2017:572, punt 41).
- 73 In dit verband moet worden opgemerkt dat uit de stukken van het dossier waarover het Hof beschikt, blijkt dat artikel 74, lid 1, punt 3, FITL geen definitie geeft van het begrip „netto-activa”, dat als parameter van de in deze bepaling neergelegde methode voor de vaststelling van de billijke prijs gehanteerd wordt, en dat artikel 21 van de wet op de geconsolideerde jaarrekening weliswaar bepaalt dat het aandeel van het eigen vermogen van de geconsolideerde dochterondernemingen dat overeenkomt met de aandelen en de deelnemingen in het bezit van de minderheidsaandeelhouders, wordt aangeduid onder een aparte post in het eigen vermogen, met als opschrift „Minderheidsbelangen”, maar dat dit artikel niet verwijst naar de netto-activa van de moedermaatschappij van een groep van vennootschappen.
- 74 Gelet op deze elementen staat het aan de verwijzende rechter om na te gaan of artikel 74, lid 1, punt 3, FITL aldus moet worden uitgelegd dat het begrip „netto-activa” op voldoende duidelijke, nauwkeurige en voorzienbare wijze aldus kan worden opgevat dat het in het geval van een moedermaatschappij van een groep van vennootschappen die een geconsolideerd jaarverslag opstelt, de deelnemingen van minderheidsaandeelhouders in de dochterondernemingen van deze moedermaatschappij omvat.
- 75 Bovendien moet eraan worden herinnerd dat het beginsel van een richtlijnconforme uitlegging verlangt dat de verwijzende rechter bij de toepassing van het nationale recht niet alleen rekening houdt met alle regels ervan maar ook de daarin erkende uitleggingsmethoden toepast om dit recht zo veel mogelijk uit te leggen in het licht van de bewoordingen en het doel van de betrokken richtlijn teneinde het met deze richtlijn beoogde resultaat te bereiken en aldus aan artikel 288, derde alinea, VWEU te voldoen (zie in die zin arrest van 19 januari 2010, Küçükdeveci, C-555/07, EU:C:2010:21, punt 48).
- 76 In het licht van deze beginselen staat het aan de verwijzende rechter om te bepalen of hij in staat is om artikel 74, lid 1, punt 3, FITL, uit te leggen op de in punt 74 van het onderhavige arrest vermelde wijze, dan wel of hij, zoals blijkt uit het verzoek om een prejudiciële beslissing, deze bepaling op teleologische gronden restrictief moet uitleggen, waarbij geen rekening wordt gehouden met de deelnemingen van de minderheidsaandeelhouders als netto-activa van de doelvennootschap van een openbaar overnamebod om de prijs van het aandeel van deze vennootschap vast te stellen.
- 77 Bijgevolg moet op de eerste en de tweede vraag worden geantwoord dat artikel 5, lid 4, tweede alinea, van richtlijn 2004/25 aldus moet worden uitgelegd dat het in de weg staat aan een nationale regeling die bepaalt dat voor een openbaar overnamebod de waarde van het aandeel

wordt verkregen door de netto-activa van de doelvennootschap, waaronder de belangen zonder overheersende zeggenschap of minderheidsbelangen, te delen door het aantal uitgegeven aandelen, tenzij het zou gaan om een methode voor de vaststelling van de prijs van de aandelen die is gebaseerd op een objectief waarderingcriterium dat gewoonlijk bij financiële analyse wordt toegepast en dat als „duidelijk omschreven” in de zin van die bepaling kan worden beschouwd, hetgeen aan de verwijzende rechter staat om na te gaan.

Zesde vraag

- 78 Met zijn zesde vraag wenst de verwijzende rechter te vernemen of richtlijn 2004/25 in het kader van de openbare overnamebodprocedure rechten verleent aan de bieder, die in het kader van een aansprakelijkheidsvordering tegen de staat kunnen worden ingeroepen.
- 79 Aangaande de voorwaarden voor aansprakelijkheid van de staat voor schade die particulieren lijden ten gevolge van aan hem toerekenbare schendingen van het Unierecht dient eraan te worden herinnerd dat het Hof herhaaldelijk heeft geoordeeld dat benadeelde particulieren recht hebben op schadevergoeding wanneer is voldaan aan drie voorwaarden, te weten dat het geschonden voorschrift van Unierecht ertoe strekt hun rechten toe te kennen, dat het om een voldoende gekwalificeerde schending van dat voorschrift gaat en dat er een rechtstreeks causaal verband bestaat tussen deze schending en de door de particulieren geleden schade (arrest van 28 juli 2016, Tomášová, C-168/15, EU:C:2016:602, punt 22 en aldaar aangehaalde rechtspraak).
- 80 Het is tevens vaste rechtspraak dat deze voorwaarden voor het vaststellen van de aansprakelijkheid van de lidstaten voor de schade die aan particulieren door schending van het Unierecht is toegebracht, door de nationale rechter in beginsel moeten worden toegepast overeenkomstig de door het Hof voor deze toepassing verstrekte richtsnoeren (arrest van 4 oktober 2018, Kantarev, C-571/16, EU:C:2018:807, punt 95 en aldaar aangehaalde rechtspraak).
- 81 Wat ten eerste de vraag betreft of artikel 5, lid 4, van richtlijn 2004/25 rechtstreekse werking heeft, moet worden benadrukt dat een dergelijke voorwaarde in de rechtspraak niet wordt gesteld voor de aansprakelijkheid van een lidstaat wegens schending van het Unierecht, aangezien de door de rechtspraak gestelde voorwaarde erop ziet dat een dergelijke bepaling particulieren rechten toekent (zie in die zin arrest van 4 oktober 2018, Kantarev, C-571/16, EU:C:2018:807, punt 97 en 104 en aldaar aangehaalde rechtspraak).
- 82 Ten tweede is het juist dat artikel 4, lid 6, van richtlijn 2004/25 met name bepaalt dat die richtlijn de bevoegdheid van de lidstaten onverlet laat om te bepalen of en onder welke omstandigheden partijen bij een bod het recht hebben om een administratieve of gerechtelijke vordering in te stellen, met name de bevoegdheid van de rechterlijke instanties van een lidstaat om een vordering niet ontvankelijk te verklaren en om zich uit te spreken over de vraag of een dergelijke vordering gevolgen heeft voor het resultaat van het bod, en voorts om de rechtsregels vast te stellen met betrekking tot de aansprakelijkheid van de toezichthoudende autoriteiten of de beslechting van geschillen tussen de partijen bij een bod.
- 83 De derde volzin van artikel 4, lid 6, van richtlijn 2004/25, met betrekking tot de rechtsregels betreffende de aansprakelijkheid van de toezichthoudende autoriteiten, kan echter niet betekenen dat de lidstaten bepalingen kunnen vaststellen die de partijen bij een openbaar overnamebod verbieden om bij een dergelijk aanbod een vordering wegens overheidsaansprakelijkheid in te stellen wegens een gekwalificeerde schending van het Unierecht, en wel om twee redenen.

- 84 Deze derde volzin geeft enkel aan dat richtlijn 2004/25 geen afbreuk doet aan de bevoegdheid van de lidstaten om de rechtsregels inzake de aansprakelijkheid van toezichthoudende autoriteiten vast te stellen, maar staat de lidstaten, zoals in de eerste volzin van artikel 4, lid 6, van deze richtlijn, in geen geval toe om de partijen bij het openbaar overnamebod niet het recht te verlenen om een administratieve of gerechtelijke procedure in te stellen.
- 85 Voorts moet eraan worden herinnerd dat de volle werking van het recht van de Unie en de doeltreffende bescherming van de rechten die particulieren daaraan ontleen, in voorkomend geval kunnen worden gewaarborgd door het beginsel dat de staat aansprakelijk is voor schade die particulieren lijden als gevolg van schendingen van het Unierecht die de staat kunnen worden toegerekend, een beginsel dat inherent is aan het stelsel van de Verdragen waarop de Unie is gegrond en dat geldt voor alle gevallen van schending van het Unierecht door een lidstaat, ongeacht de overheidsinstantie die zich aan die schending schuldig heeft gemaakt (arrest van 19 december 2019, *Deutsche Umwelthilfe*, C-752/18, EU:C:2019:1114, punten 54 en 55 en aldaar aangehaalde rechtspraak).
- 86 Ten derde is het juist dat het hoofddoel van richtlijn 2004/25 de bescherming van de minderheidsaandeelhouders van een doelvennootschap van een openbaar overnamebod is.
- 87 Artikel 5, lid 1, van richtlijn 2004/25 bepaalt daartoe dat de persoon die effecten van een vennootschap in bezit krijgt welke - in voorkomend geval samen met alle deelnemingen in deze effecten die hij reeds bezit en de effecten die in het bezit zijn van in onderling overleg met hem handelende personen -, rechtstreeks of middellijk een bepaald percentage van de stemrechten in de vennootschap vertegenwoordigen waarmee de zeggenschap over de vennootschap wordt verkregen, verplicht is een bod uit te brengen ter bescherming van de minderheidsaandeelhouders van de vennootschap. Voorts bepaalt artikel 5, lid 4, eerste alinea, van deze richtlijn dat de persoon die aldus verplicht is een overnamebod uit te brengen op de effecten van de minderheidsaandeelhouders, een billijke prijs moet aanbieden die overeenkomt met de hoogste prijs die hij voor dezelfde effecten heeft betaald, of door personen die in onderling overleg met hem handelen gedurende een door de lidstaten te bepalen periode voorafgaand aan het bod van niet minder dan zes en niet meer dan twaalf maanden.
- 88 Niettemin heeft de regel van vaststelling van een billijke prijs in artikel 5, lid 4, van richtlijn 2004/25 evenzeer tot doel de bieder te beschermen voor zover die regel het mogelijk maakt de maximumprijs te bepalen die hij aan de minderheidsaandeelhouders zal moeten betalen in het kader van een openbaar overnamebod en die, zoals de advocaat-generaal in punt 38 van haar conclusie heeft opgemerkt, overeenkomt met wat deze bieder bereid is geweest te betalen in de periode voorafgaand aan dat aanbod.
- 89 Bovendien kan de in artikel 5, lid 4, tweede alinea, van deze richtlijn neergelegde bevoegdheid tot wijziging van de billijke prijs ook de belangen van de bieder beschermen, aangezien deze bepaling ziet op de hypothese dat deze billijke prijs onder bepaalde door de lidstaten vastgestelde omstandigheden neerwaarts wordt gewijzigd.
- 90 Aangezien artikel 5, lid 4, eerste en tweede alinea, van richtlijn 2004/25 rechtstreekse gevolgen heeft voor de rechtspositie van de persoon die verplicht is om een openbaar overnamebod uit te brengen op de effecten van de minderheidsaandeelhouders van de doelvennootschap, vormt het dus een Unierechtelijke regel die ertoe strekt rechten toe te kennen aan particulieren, in casu aan de bieder.

- 91 Bijgevolg moet op de zesde vraag worden geantwoord dat richtlijn 2004/25 aldus moet worden uitgelegd dat zij in het kader van de openbare overnameprocedure rechten verleent aan de bieder, die in het kader van een aansprakelijkheidsvordering tegen de staat kunnen worden ingeroepen.

Vijfde vraag

- 92 Met zijn vijfde vraag wenst de verwijzende rechter te vernemen of het Unierecht aldus moet worden uitgelegd dat het zich verzet tegen een nationale regeling die bepaalt dat in een geval waarin een lidstaat aansprakelijk wordt gesteld voor schade die is veroorzaakt door een schending van een Unierechtelijke regel door een besluit van een administratieve autoriteit van die staat, de vergoeding van de daaruit voortvloeiende materiële schade kan worden beperkt tot 50 % van het bedrag van die schade.
- 93 Artikel 13 van de wet op de schadevergoeding bepaalt dat wanneer het overeenkomstig artikel 12 van deze wet berekende bedrag niet hoger is dan 142 288 EUR, de passende vergoeding van door een overheidsinstantie veroorzaakte materiële schade 100 % daarvan bedraagt, dat wanneer dat bedrag tussen 142 289 en 1 422 872 EUR ligt, deze vergoeding kan worden vastgesteld op 50 à 100 % daarvan, en dat die vergoeding, wanneer dat bedrag hoger is dan 1 422 872 EUR, lager kan zijn dan 50 % van dat bedrag.
- 94 Op grond van deze bepaling heeft de Administratīvā apgabaltiesa de vergoeding van de door verzoekster in het hoofdgeding geleden schade, die 1 422 872 EUR overschreed, beperkt tot 50 % van de schade.
- 95 Hoewel artikel 4, lid 6, van richtlijn 2004/25, zoals blijkt uit punt 82 van het onderhavige arrest, bepaalt dat deze richtlijn geen afbreuk doet aan de bevoegdheid van de lidstaten om de rechtsregels vast te stellen met betrekking tot de aansprakelijkheid van de toezichthoudende autoriteiten of de beslechting van geschillen tussen de partijen bij een bod, moet worden benadrukt dat de voorwaarden die in de nationale wettelijke regeling ter zake van schadevergoeding zijn vastgesteld niet ongunstiger mogen zijn dan die welke voor gelijksoortige nationale vorderingen gelden (gelijkwaardigheidsbeginsel), en niet van dien aard mogen zijn dat zij het verkrijgen van schadevergoeding in de praktijk onmogelijk of uiterst moeilijk maken (doeltreffendheidsbeginsel) (arrest van 29 juli 2019, Hochtief Solutions Magyarországi Fióktelepe, C-620/17, EU:C:2019:630, punt 45 en aldaar aangehaalde rechtspraak).
- 96 Wat het gelijkwaardigheidsbeginsel betreft, blijkt uit het verzoek om een prejudiciële beslissing dat de mogelijkheid om het bedrag van de vergoeding voor materiële schade te beperken zowel in geval van schending van het Letse recht als in geval van schending van het Unierecht geldt.
- 97 Wat het doeltreffendheidsbeginsel betreft volgt uit de rechtspraak van het Hof dat de vergoeding van de door schendingen van het Unierecht aan particulieren toegebrachte schade adequaat dient te zijn ten opzichte van de geleden schade, zodat de daadwerkelijke bescherming van hun rechten is verzekerd (zie in die zin arrest van 29 juli 2019, Hochtief Solutions Magyarországi Fióktelepe, C-620/17, EU:C:2019:630, punt 46 en aldaar aangehaalde rechtspraak).
- 98 Zoals de advocaat-generaal in punt 104 van haar conclusie in wezen heeft benadrukt, kan een regel van nationaal recht op grond waarvan in een geval waarin een lidstaat aansprakelijk wordt gesteld voor schade die is veroorzaakt als gevolg van een schending van een Unierechtelijke regel door een besluit van een administratieve autoriteit van die staat, de vergoeding van de daaruit

voortvloeiende materiële schade - die precies kan worden becijferd - kan worden beperkt tot 50 % van het bedrag van die schade, niet voldoen aan het vereiste van een adequate vergoeding van deze schade.

- 99 Hieruit volgt dat een dergelijke regel van nationaal recht niet in overeenstemming is met het doeltreffendheidsbeginsel.
- 100 Bijgevolg moet op de vijfde vraag worden geantwoord dat het Unierecht aldus moet worden uitgelegd dat het zich verzet tegen een nationale regeling die bepaalt dat in een geval waarin een lidstaat aansprakelijk wordt gesteld voor schade die is veroorzaakt als gevolg van een schending van een Unierechtelijke regel door een besluit van een administratieve autoriteit van die staat, de vergoeding van de daaruit voortvloeiende materiële schade kan worden beperkt tot 50 % van het bedrag van die schade.

Kosten

- 101 Ten aanzien van de partijen in het hoofdgeding is de procedure als een aldaar gerezen incident te beschouwen, zodat de verwijzende rechterlijke instantie over de kosten heeft te beslissen. De door anderen wegens indiening van hun opmerkingen bij het Hof gemaakte kosten komen niet voor vergoeding in aanmerking.

Het Hof (Vierde kamer) verklaart voor recht:

- 1) Artikel 5, lid 4, van richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod moet aldus worden uitgelegd dat het zich niet verzet tegen een nationale regeling die voorziet in drie methoden om de billijke prijs te bepalen waartegen de bidder de aandelen van een vennootschap moet aankopen, waaronder de methode die voortvloeit uit de toepassing van artikel 5, lid 4, eerste alinea, van deze richtlijn, en waarbij steeds moet worden uitgegaan van de methode die leidt tot de hoogste prijs, op voorwaarde dat de andere methoden voor de vaststelling van de billijke prijs, die niet voortvloeien uit de toepassing van artikel 5, lid 4, eerste alinea, door de toezichthoudende autoriteit worden toegepast met inachtneming van de algemene beginselen van artikel 3, lid 1, van die richtlijn en in omstandigheden en op grond van criteria die zijn bepaald door een duidelijk, nauwkeurig en transparant rechtskader.
- 2) Artikel 5, lid 4, tweede alinea, van richtlijn 2004/25 moet aldus worden uitgelegd dat het in de weg staat aan een nationale regeling die bepaalt dat voor een openbaar overnamebod de waarde van het aandeel wordt verkregen door de netto-activa van de doelvennootschap, waaronder belangen zonder overheersende zeggenschap of minderheidsbelangen, te delen door het aantal uitgegeven aandelen, tenzij het zou gaan om een methode voor de vaststelling van de prijs van de aandelen die is gebaseerd op een objectief waarderingcriterium dat gewoonlijk bij financiële analyse wordt toegepast en dat als „duidelijk omschreven” in de zin van die bepaling kan worden beschouwd, hetgeen aan de verwijzende rechter staat om na te gaan.
- 3) Richtlijn 2004/25 moet aldus worden uitgelegd dat zij in het kader van de openbare overnameprocedure rechten verleent aan de bidder, die in het kader van een aansprakelijkheidsvordering tegen de staat kunnen worden ingeroepen.

- 4) Het Unierecht moet aldus worden uitgelegd dat het zich verzet tegen een nationale regeling die bepaalt dat in een geval waarin een lidstaat aansprakelijk wordt gesteld voor schade die is veroorzaakt als gevolg van een schending van een Unierechtelijke regel door een besluit van een administratieve autoriteit van die staat, de vergoeding van de daaruit voortvloeiende materiële schade kan worden beperkt tot 50 % van het bedrag van die schade.**

ondertekeningen