



Zbiór Orzeczeń

WYROK TRYBUNAŁU (czwarta izba)

z dnia 10 grudnia 2020 r. *

Odesłanie prejudycjalne – Prawo spółek – Dyrektywa 2004/25/WE – Oferta przejęcia – Artykuł 5 ust. 4 akapity pierwszy i drugi – Ochrona akcjonariuszy mniejszościowych – Obowiązkowa oferta nabycia – Metoda obliczania wartości akcji w celu ustalenia ceny uczciwej – Uprawnienie do dostosowania ceny uczciwej – Odstępstwa od standardowej metody obliczeń w jasno określonych okolicznościach i na podstawie jasno określonych kryteriów – Odpowiedzialność danego państwa członkowskiego – Szkoda poniesiona przez oferenta w następstwie zbyt wysokiej oferty cenowej

W sprawie C-735/19

mającej za przedmiot wnioszek o wydanie, na podstawie art. 267 TFUE, orzeczenia w trybie prejudycjalnym, złożony przez Augstākā tiesa Senāts (sąd najwyższy, Łotwa) postanowieniem z dnia 30 września 2019 r., które wpłynęło do Trybunału w dniu 7 października 2019 r., w postępowaniu:

Euromin Holdings (Cyprus) Limited,

przy udziale:

Finanšu un kapitāla tirgus komisija,

TRYBUNAŁ (czwarta izba),

w składzie: M. Vilaras (sprawozdawca), prezes izby, N. Piçarra, D. Šváby, S. Rodin i K. Jürimäe, sędziowie,

rzecznik generalny: J. Kokott,

sekretarz: M. Aleksejev, kierownik wydziału,

uwzględniając pisemny etap postępowania i po przeprowadzeniu rozprawy w dniu 9 lipca 2020 r.,

rozważywszy uwagi, które przedstawili:

- w imieniu Euromin Holdings (Cyprus) Limited – K. Bērziņa, advokāta palīgs, i I. Kramiņa, advokāte,
- w imieniu rządu łotewskiego – V. Soņeca, V. Kalniņa i K. Pommere, w charakterze pełnomocników,
- w imieniu rządu niemieckiego – J. Möller i D. Klebs, w charakterze pełnomocników,
- w imieniu rządu polskiego – B. Majczyna, w charakterze pełnomocnika,

* Język postępowania: łotewski.

– w imieniu Komisji Europejskiej – H. Støvlbæk, V. Di Bucci i I. Naglis, w charakterze pełnomocników,

po zapoznaniu się z opinią rzecznika generalnego na posiedzeniu w dniu 10 września 2020 r.,

wydaje następujący

Wyrok

- 1 Wniosek o wydanie orzeczenia w trybie prejudycjalnym dotyczy, po pierwsze, wykładni art. 5 ust. 4 dyrektywy 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia (Dz.U. 2004, L 142, s. 12) oraz, po drugie, wykładni zasady skuteczności.
- 2 Wniosek ten złożono w ramach sporu pomiędzy Euromin Holdings (Cyprus) Limited a Finanšu un kapitāla tirgus komisija (komisją ds. rynków finansowych i kapitałowych, Łotwa) (zwaną dalej „komisją ds. rynków finansowych”) w przedmiocie żądania, po pierwsze, stwierdzenia niezgodności z prawem decyzji z dnia 15 października 2015 r., w której rzeczona komisja zezwoliła na wykup objętych ofertą przejęcia akcji Ventspils nafta AS po cenie 4,56 EUR za akcję (zwanej dalej „sporną decyzją”), oraz, po drugie, odszkodowania za szkodę poniesioną w następstwie tejże decyzji.

Ramy prawne

Prawo Unii

Dyrektywa 2004/25

- 3 Motyw 9 dyrektywy 2004/25 ma następujące brzmienie:

„Państwa członkowskie powinny podjąć niezbędne kroki dla ochrony posiadaczy papierów wartościowych, w szczególności tych z pakietem mniejszościowym, w razie przejęcia kontroli nad ich spółkami. Państwa członkowskie powinny zapewnić taką ochronę poprzez zobowiązanie osoby, która przejęła kontrolę nad spółką, do złożenia oferty wszystkim posiadaczom papierów wartościowych spółki na wszystkie ich papiery po godziwej [uczciwej] cenie, zgodnie ze wspólną definicją. Państwa członkowskie powinny zachować dowolność ustanowienia dalszych instrumentów dla ochrony interesów posiadaczy papierów wartościowych, takich jak zobowiązanie do złożenia częściowej oferty, tam gdzie oferent nie przejmuje kontroli nad spółką, lub zobowiązanie do ogłoszenia oferty w momencie, gdy przejmowana jest kontrola nad spółką”.

- 4 Artykuł 3 owej dyrektywy przewiduje:

„1. Do celów wykonania niniejszej dyrektywy państwa członkowskie zapewniają, że [by] spełnione [przestrzegane] są [były] następujące zasady:

- a) wszyscy posiadacze tego samego rodzaju papierów wartościowych spółki będącej przedmiotem oferty muszą być traktowani jednakowo; co więcej, jeżeli osoba przejmie kontrolę nad spółką, inni posiadacze papierów wartościowych muszą być chronieni;

[...]

2. W celu zapewnienia zgodności z zasadami ustanowionymi w ust. 1 państwa członkowskie:

- a) zapewniają, że [by] minimalne wymagania wymienione w niniejszej dyrektywie są [były] przestrzegane;
- b) mogą w stosunku do ofert przejęcia ustanowić dodatkowe warunki i przepisy surowsze niż te zawarte w niniejszej dyrektywie”.

5 Zgodnie z art. 4 ust. 6 wspomnianej dyrektywy:

„Niniejsza dyrektywa nie ma wpływu na prawo państw członkowskich do wyznaczenia organów sądowych lub innych jako odpowiedzialnych za rozstrzyganie sporów i za podejmowanie decyzji w sprawie nieprawidłowości zaistniałych w toku oferty ani na prawo państw członkowskich do regulowania, czy i w jakich okolicznościach strony oferty są uprawnione do wszczęcia postępowania administracyjnego lub sądowego. W szczególności niniejsza dyrektywa nie ma wpływu na uprawnienie, które może przysługiwać sądom w państwie członkowskim, do odmowy rozpatrzenia sprawy oraz podjęcia decyzji, czy takie postępowanie sądowe ma wpływ na wynik złożonej oferty. Niniejsza dyrektywa nie ma wpływu na prawo państw członkowskich do określenia właściwymi przepisami zasad odpowiedzialności organu nadzoru ani też zasad dotyczących rozstrzygania sporów pomiędzy stronami oferty”.

6 Artykuł 5 tejże dyrektywy stanowi:

„1. W sytuacji, gdy osoba fizyczna lub prawna, w wyniku nabycia przez nią lub przez osoby działające z nią w porozumieniu, posiada papiery wartościowe spółki w rozumieniu art. 1 ust. 1, które dodane do posiadanych przez nią papierów wartościowych i do papierów wartościowych posiadanych przez osoby działające z nią w porozumieniu, dają jej bezpośrednio lub pośrednio określony udział w ogólnej liczbie głosów w tej spółce, dający jej kontrolę nad tą spółką, państwa członkowskie zapewniają, że [by] od takiej osoby wymaga się [wymagano] złożenia oferty jako środka ochrony mniejszościowych akcjonariuszy tej spółki. Taka oferta jest kierowana w najwcześniejszym możliwym terminie do wszystkich posiadaczy tych papierów wartościowych i obejmuje wszystkie posiadane przez nich papiery wartościowe po godziwej [uczciwej] cenie, jak to określono w ust. 4.

[...]

4. Najwyższa cena zapłacona przez oferenta za te same papiery wartościowe lub przez osoby działające z nim w porozumieniu, w okresie, jaki ma być ustalony przez państwa członkowskie, lecz nie krótszym niż sześć i nie dłuższym niż 12 miesięcy przed rozpoczęciem oferty, o której mowa w ust. 1, jest uważana za godziwą [uczciwą] cenę. Jeżeli po podaniu oferty do publicznej wiadomości i przed zamknięciem oferty oferent lub jakakolwiek osoba działająca z nim w porozumieniu zakupuje [nabywa] papiery wartościowe po cenie wyższej niż cena ofertowa, oferent zwiększa cenę w swojej ofercie tak, aby nie była ona niższa niż najwyższa cena zapłacona za tak nabyte papiery wartościowe.

Pod warunkiem że są przestrzegane zasady ogólne ustanowione w art. 3 ust. 1, państwa członkowskie mogą upoważnić swoje organy nadzoru do dostosowania ceny wskazanej w pierwszym akapicie w okolicznościach i zgodnie z kryteriami, które są jasno ustalone [w jasno określonych okolicznościach i na podstawie jasno określonych kryteriów]. W tym celu mogą one sporządzić wykaz okoliczności, w których najwyższa cena może być dostosowana w górę albo w dół, na przykład gdy najwyższa cena została ustalona w umowie między podmiotem kupującym i sprzedającym, gdy cena rynkowa tych papierów wartościowych była manipulowana, gdy ceny rynkowe ogólnie lub niektóre ceny rynkowe w szczególności zostały dotknięte przez wyjątkowe zdarzenia, lub w celu umożliwienia ratowania spółki znajdującej się w trudnej sytuacji. Mogą one również ustalać kryteria, jakie mają być stosowane

w takich przypadkach, na przykład średnią wartość rynkową w określonym [danym] okresie, wartość likwidacyjną przedsiębiorstwa lub inne obiektywne kryteria wyceny powszechnie używane w analizie finansowej.

[...]”.

Rozporządzenie (UE) nr 1254/2012

- 7 Artykuł 1 ust. 1 lit. a) rozporządzenia Komisji (UE) nr 1254/2012 z dnia 11 grudnia 2012 r. zmieniającego rozporządzenie (WE) nr 1126/2008 przyjmujące określone międzynarodowe standardy rachunkowości zgodnie z rozporządzeniem (WE) nr 1606/2002 Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do Międzynarodowego Standardu Sprawozdawczości Finansowej 10, Międzynarodowego Standardu Sprawozdawczości Finansowej 11, Międzynarodowego Standardu Sprawozdawczości Finansowej 12, Międzynarodowego Standardu Rachunkowości 27 (z 2011 r.) oraz Międzynarodowego Standardu Rachunkowości 28 (z 2011 r.) (Dz.U. 2012, L 360, s. 1) włączył zawarty w załączniku do owego rozporządzenia Międzynarodowy Standard Sprawozdawczości Finansowej 10 o nazwie „Skonsolidowane sprawozdania finansowe” (zwany dalej „MSSF 10”) do rozporządzenia Komisji (WE) nr 1126/2008 z dnia 3 listopada 2008 r. (Dz.U. 2008, L 320, s. 1).
- 8 Punkt 22 części załącznika do rozporządzenia nr 1254/2012, która odnosi się do MSSF 10, przewiduje:
„W swoim skonsolidowanym sprawozdaniu z sytuacji finansowej jednostka dominująca przedstawia udziały niekontrolujące w kapitale własnym, oddzielnie od kapitału własnego właścicieli jednostki dominującej”.
- 9 W załączniku A objętym częścią załącznika do rozporządzenia nr 1254/2012, która dotyczy MSSF 10, pojęcie „udziału niekontrolującego” zdefiniowano jako „[k]apitał własny jednostki zależnej, którego nie można przyporządkować, bezpośrednio lub pośrednio, jednostce dominującej”.

Prawo łotewskie

- 10 Artykuł 5 Finanšu instrumentu tirgus likums (ustawy o rynkach instrumentów finansowych) (*Latvijas Vēstnesis* 2003, nr 175), w brzmieniu mającym zastosowanie do sporu w postępowaniu głównym (zwanej dalej „FITL”), stanowi:
„Komisja [ds. rynków finansowych], jej pracownicy i przedstawiciele nie ponoszą odpowiedzialności za szkody wynikłe dla uczestników rynku instrumentów finansowych lub osób trzecich i nie odpowiadają za działania, które podjęli – w sposób zgodny z prawem, prawidłowy, uzasadniony oraz w dobrej wierze – w ramach należytego wykonywania funkcji nadzorczych w trybie przewidzianym w ustawie i przepisach wykonawczych”.
- 11 Artykuł 74 ust. 1 FITL ma następujące brzmienie:
„W ramach obowiązkowej oferty wykupu akcji cena za akcję nie może być niższa niż:
1) cena, w której akcje spółki będącej przedmiotem oferty zostały nabyte przez oferenta lub osoby działające z nim w porozumieniu w okresie ostatnich dwunastu miesięcy. W przypadku nabycia owych akcji w różnych cenach cenę wykupu stanowi najwyższa cena, w której nabyto akcje w okresie ostatnich dwunastu miesięcy poprzedzających zaistnienie okoliczności, o których mowa w art. 66 ust. 1 niniejszej ustawy;

- 2) średnia ważona cena akcji na rynku regulowanym lub w ramach wielostronnych platform obrotu o największej liczbie transakcji danymi akcjami w okresie ostatnich dwunastu miesięcy. Średnią ważoną cenę akcji oblicza się na podstawie ostatnich dwunastu miesięcy poprzedzających zaistnienie okoliczności, o których mowa w art. 66 ust. 1 niniejszej ustawy;
- 3) wartość akcji obliczona poprzez podzielenie aktywów netto spółki będącej przedmiotem oferty przez liczbę wyemitowanych akcji. Aktywa netto oblicza się poprzez odjęcie akcji własnych i zobowiązań spółki będącej przedmiotem oferty od łącznej kwoty aktywów. Jeżeli spółka będąca przedmiotem oferty posiada akcje o różnych wartościach nominalnych, aktywa netto należy rozdzielić proporcjonalnie do wartości nominalnej akcji w kapitale zakładowym tejże spółki”.

12 Zgodnie z art. 74 ust. 2 FITL:

„Obliczenia wartości akcji wykupywanej zgodnie z ust. 1 pkt 3 niniejszego artykułu dokonuje się na podstawie danych wynikających z zatwierdzonego przez zgromadzenie akcjonariuszy ostatniego rocznego sprawozdania finansowego spółki będącej przedmiotem oferty, w odniesieniu do którego sporządzono sprawozdanie z audytu. Okres między ostatnim dniem roku obrachunkowego będącego przedmiotem rocznego sprawozdania finansowego a dniem, w którym oferta jest przedkładana komisji [ds. rynków finansowych], nie może przekraczać szesnastu miesięcy. Jeżeli zgodnie z mającymi zastosowanie przepisami spółka będąca przedmiotem oferty sporządza roczne sprawozdanie finansowe najpóźniej siedem miesięcy po zakończeniu roku odniesienia, okres między ostatnim dniem roku obrachunkowego, w odniesieniu do którego sporządzane jest roczne sprawozdanie finansowe, a dniem, w którym oferta jest przedkładana komisji [ds. rynków finansowych], nie może przekraczać dwiętnastu miesięcy. Obliczenia wartości akcji dokonuje się na podstawie danych wynikających z ostatniego kwartalnego sprawozdania finansowego spółki będącej przedmiotem oferty, jeżeli wartość akcji obliczona na podstawie tych danych jest o co najmniej 10% wyższa niż wartość uzyskana w oparciu o dane z rocznego sprawozdania finansowego. Jeżeli spółka będąca przedmiotem oferty sporządza również skonsolidowane roczne sprawozdanie finansowe, w celu ustalenia wartości wykupywanej akcji wykorzystuje ona dane wynikające z owego sprawozdania. Jeżeli spółka będąca przedmiotem oferty sporządza roczne sprawozdanie finansowe zarówno na podstawie ustawodawstwa państwa, w którym ma siedzibę, jak i na podstawie międzynarodowych standardów sprawozdawczości finansowej, wykorzystuje dane wynikające ze sprawozdania finansowego sporządzonego zgodnie z międzynarodowymi standardami sprawozdawczości finansowej”.

13 Artykuł 13 Valsts pārvaldes iestāžu nodarīto zaudējumu atlīdzināšanas likums (ustawy o naprawianiu szkód wyrządzonych przez organy publiczne) (*Latvijas Vēstnesis* 2005, nr 96), w brzmieniu mającym zastosowanie do sporu w postępowaniu głównym (zwanej dalej „ustawą o naprawianiu szkód”), zatytułowany „Ustalenie wysokości roszczenia o odszkodowanie za szkodę majątkową”, przewiduje:

„1. W celu ustalenia adekwatnej wysokości kwoty, jaka ma być przyznana z tytułu odszkodowania za szkodę wyrządzoną przez dany organ, uwzględnia się uzasadnienie faktyczne i prawne aktów owego organu, a także działania poszkodowanego.

2. W celu ustalenia adekwatnej wysokości kwoty, jaka ma być przyznana z tytułu odszkodowania za szkodę wyrządzoną przez dany organ, uwzględnia się również inne istotne okoliczności danego przypadku, o ile możliwe jest ich obiektywne wykazanie.

3. Wysokość roszczenia o odszkodowanie za szkodę majątkową jest co do zasady określana na podstawie kwoty obliczonej zgodnie z art. 12 niniejszej ustawy według następującej skali:

- 1) jeżeli owa kwota nie przekracza 142 288 EUR, adekwatne odszkodowanie jest równe 100% tejże kwoty;

- 2) jeżeli owa kwota wynosi od 142 289 EUR do 1 422 872 EUR, adekwatne odszkodowanie może zostać ustalone w wysokości 50–100% tejże kwoty;
 - 3) jeżeli owa kwota jest wyższa niż 1 422 872 EUR, adekwatne odszkodowanie może być niższe niż 50% tejże kwoty.
 4. Zamiast zapłaty odszkodowania organ może z urzędu naprawić szkodę majątkową poniesioną przez poszkodowanego poprzez przywrócenie stanu, w którym ten ostatni znajdował się przed powstaniem szkody w jego majątku”.
- 14 Artykuł 14 ust. 1 Konsolidēto gada pārskatu likums (ustawy o skonsolidowanych rocznych sprawozdaniach finansowych) (*Latvijas Vēstnesis* 2006, nr 178), w brzmieniu mającym zastosowanie do sporu w postępowaniu głównym (zwanej dalej „ustawą o skonsolidowanych rocznych sprawozdaniach finansowych”), zatytułowany „Zasady konsolidacji rocznych sprawozdań finansowych spółek”, stanowi:
- „Skonsolidowane roczne sprawozdania finansowe stanowią wynik zestawienia rocznych sprawozdań finansowych spółki dominującej grupy kapitałowej z rocznymi sprawozdaniami finansowymi jej spółek zależnych w odniesieniu do wskazanych w ich odpowiednich rocznych sprawozdaniach finansowych wartości aktywów, pasywów, kapitału własnego, dochodów i kosztów (wydatków). Aktywa i pasywa w bilansach spółek objętych konsolidacją są w całości ujmowane w bilansie skonsolidowanym. Zyski lub straty tychże spółek są w całości uwzględniane przy obliczaniu zysków i strat skonsolidowanych”.
- 15 Zgodnie z art. 21 owej ustawy, zatytułowanym „Sposób ujęcia udziałów akcjonariuszy mniejszościowych”:
- „1. Część kapitału własnego objętych konsolidacją spółek zależnych, odpowiadającą akcjom i udziałom posiadanym przez akcjonariuszy mniejszościowych, ujmuje się w oddzielnej pozycji kapitału własnego, zatytułowanej »Udziały akcjonariuszy mniejszościowych«.
2. Wskazane w sprawozdaniach finansowych spółek zależnych objętych konsolidacją zyski i straty w danym roku, odpowiadające akcjom i udziałom posiadanym przez akcjonariuszy mniejszościowych, ujmuje się w oddzielnej pozycji skonsolidowanej dotyczącej obliczania zysków i strat, zatytułowanej »Udział akcjonariuszy mniejszościowych w zyskach i stratach«”.

Postępowanie główne i pytania prejudycjalne

- 16 Wskutek nabycia 93,24% akcji z prawem głosu w spółce Ventspils nafta skarżąca w postępowaniu głównym, zgodnie z FITL, była zobowiązana do złożenia obowiązkowej oferty wykupu akcji owej spółki. W tym celu przedłożyła ona komisji ds. rynków finansowych „prospekt” przedstawiający jej ofertę wykupu, w którym wskazała, że cena wykupu wynosi 3,12 EUR za akcję rzeczzonej spółki.
- 17 Na podstawie art. 74 ust. 1 pkt 3 FITL komisja ds. rynków finansowych odrzuciła w dniu 6 października 2015 r. obliczenia dokonane przez skarżącą w postępowaniu głównym. Następnie w spornej decyzji zezwoliła jej na złożenie obowiązkowej oferty wykupu po cenie 4,56 EUR za akcję owej spółki.
- 18 Skarżąca w postępowaniu głównym wniosła do Administratīvā apgabaltiesa (regionalnego sądu administracyjnego, Łotwa) skargę o stwierdzenie niezgodności z prawem tej decyzji oraz o odszkodowanie za szkodę, jaką poniosła w jej następstwie.

- 19 Skarżąca w postępowaniu głównym podniosła, że celem art. 74 FITL jest ustalenie metody obliczania ceny wykupu akcji w taki sposób, aby metoda ta była sprawiedliwa i odpowiadała sytuacji na danym rynku. W tym celu należy uwzględnić łączną kwotę rzeczywistych aktywów Ventspils nafta, nie zaś kwotę aktywów wskazanych w skonsolidowanym rocznym sprawozdaniu finansowym dotyczącym owej spółki, które obejmuje aktywa i pasywa wszystkich jej spółek zależnych, w tym niestanowiące aktywów ani zobowiązań rzeczowej spółki udziały posiadane w owych spółkach zależnych przez akcjonariuszy mniejszościowych. Skarżąca w postępowaniu głównym stwierdziła, że w spornej decyzji komisja ds. rynków finansowych w sposób nieuzasadniony podwyższyła cenę akcji Ventspils nafta, uwzględniając aktywa, które do tej ostatniej nie należą.
- 20 Komisja ds. rynków finansowych wskazała, że oparła się na MSSF 10, przyjętym w rozporządzeniu nr 1254/2012, który ustanawia zasady sporządzania skonsolidowanych rocznych sprawozdań finansowych w odniesieniu do sytuacji, gdy dana jednostka kontroluje inną jednostkę lub większą ich liczbę, i który w pkt 22 przewiduje, że udział niekontrolujący należy ująć w skonsolidowanym sprawozdaniu finansowym jako element „kapita[łu] własn[ego]”. Wyjaśniła ona, że kwota aktywów wskazana w tym sprawozdaniu finansowym nie pozwala na ustalenie, jaka część aktywów przypada na akcjonariuszy większościowych, a jaka – na akcjonariuszy mniejszościowych. Na tej podstawie komisja ds. rynków finansowych doszła do wniosku, że odliczenie udziałów niekontrolujących od aktywów Ventspils nafta byłoby sprzeczne z celem art. 74 FITL, ponieważ określenie ceny za akcję z uwzględnieniem łącznej wartości aktywów owej spółki umożliwia ustalenie tej ceny na poziomie najbardziej zbliżonym do rzeczywistej wartości tej akcji.
- 21 Wyrokiem z dnia 10 marca 2017 r. Administratīvā apgabaltiesa (regionalny sąd administracyjny) w części uwzględnił żądanie skarżącej w postępowaniu głównym, orzekając o niezgodności spornej decyzji z prawem i zasądzając od komisji ds. rynków finansowych na rzecz skarżącej w postępowaniu głównym odszkodowanie w wysokości 50% szkody poniesionej w następstwie owej decyzji.
- 22 Administratīvā apgabaltiesa (regionalny sąd administracyjny) wskazał, że art. 74 ust. 1 pkt 3 FITL nie zawiera żadnego doprecyzowania w odniesieniu do pojęć „łącznej kwoty aktywów” i „aktywów netto”, którymi się posługuje. Podkreślił on, że nie było to przedmiotem dyskusji, gdy w 2006 r. ustawodawca łotewski ustanawiał związany z tym przepisem obowiązek wykorzystywania danych wynikających ze skonsolidowanego rocznego sprawozdania finansowego przy ustaleniu ceny akcji. Sąd ten zauważył, że choć ze sposobu zredagowania art. 74 ust. 1 FITL nie wynika, że metody, o których mowa w pkt 2 i 3 tego ustępu, mogą być stosowane jedynie w wyjątkowych okolicznościach, to tego rodzaju ich stosowanie może wiązać się z faktem, że łotewski rynek akcji jest niezwykle ograniczony.
- 23 Stwierdził on, że w celu obliczenia ceny akcji należy oprzeć się na obiektywnych kryteriach wyceny i że art. 74 ust. 1 pkt 3 FITL należy interpretować w ten sposób, iż pojęcie „aktywów netto” nie obejmuje udziałów mniejszościowych.
- 24 Ponadto Administratīvā apgabaltiesa (regionalny sąd administracyjny) uznał, że – zgodnie z art. 13 ust. 3 ustawy o naprawianiu szkód – zachodzą okoliczności uzasadniające obniżenie obliczonego odszkodowania, przy czym obniżenie to nie może przekroczyć 50% żądanej kwoty.
- 25 Komisja ds. rynków finansowych i skarżąca w postępowaniu głównym wniosły skargi kasacyjne od wyroku Administratīvā apgabaltiesa (regionalnego sądu administracyjnego) z dnia 10 marca 2017 r. do Augstākā tiesa (Senāts) (sądu najwyższego, Łotwa).
- 26 Komisja ds. rynków finansowych uważa, że Administratīvā apgabaltiesa (regionalny sąd administracyjny) nie wziął pod uwagę szeregu okoliczności, które wykluczały przyjętą przez ów sąd wykładnię art. 74 ust. 1 pkt 3 FITL. I tak obowiązek uwzględnienia danych wynikających ze skonsolidowanego rocznego sprawozdania finansowego przy obliczaniu ceny wykupu przypadającej na akcję jest jedną ze zmian FITL, które przyjęto w celu transpozycji dyrektywy 2004/25 do prawa łotewskiego.

- 27 Komisja ds. rynków finansowych twierdzi, że Administratīvā apgabaltiesa (regionalny sąd administracyjny) dokonał wykładni art. 74 ust. 1 pkt 3 FITL w sposób sprzeczny z głównym celem dyrektywy 2004/25, jakim jest ochrona interesów akcjonariuszy mniejszościowych w procesie ustalania ceny wykupywanych akcji. Komisja ta wyjaśnia, że – poprzez uwzględnienie przy obliczaniu ceny wykupu akcji Ventspils nafta udziałów akcjonariuszy mniejszościowych tej spółki w kapitale spółek zależnych tej ostatniej – wypełniła ona cel dyrektywy 2004/25, obliczając ową cenę zgodnie z art. 5 ust. 4 akapit drugi tej dyrektywy, mianowicie na podstawie „obiektywn[ych] kryteri[ów] wyceny powszechnie używan[ych] w analizie finansowej”.
- 28 Skarżąca w postępowaniu głównym wnosi o uchylenie wyroku Administratīvā apgabaltiesa (regionalnego sądu administracyjnego) w zakresie, w jakim sąd ten w części oddalił jej żądanie odszkodowania za szkodę poniesioną w następstwie spornej decyzji. Podnosi ona, że art. 13 ust. 3 pkt 3 ustawy o naprawianiu szkód pozwala na pełne naprawienie poniesionej szkody oraz że dopuszczenie, w braku szczególnych okoliczności, mogącego sięgać 50% wysokości owej szkody obniżenia odszkodowania może prowadzić do sytuacji, w których organy publiczne będą podchodziły do złożonych kwestii wykładni prawa z mniejszą skrupulatnością.
- 29 Sąd odsyłający podkreśla, że aby dokonać prawidłowej wykładni art. 74 ust. 1 pkt 3 FITL, konieczne jest ustalenie, czy przewidziana w tym przepisie metoda obliczania ceny za akcję jest uczciwą metodą ustalania ceny w rozumieniu dyrektywy 2004/25.
- 30 Sąd ten zastanawia się, czy uwzględnienie mniejszościowego udziału w aktywach netto, które stanowią podstawę obliczenia ceny wykupu przypadającej na akcję, prowadzi do ustalenia ceny uczciwej w rozumieniu owej dyrektywy i czy w rezultacie jest ono zgodne z jej celami.
- 31 Przypomina on, że Trybunał orzekł, iż państwa członkowskie dysponują zakresem uznania przy ustalaniu okoliczności, w jakich ich organy nadzoru mogą dostosować cenę wykupu przypadającą na akcję, pod tym jednak warunkiem, że okoliczności te są jasno określone. Otóż sąd ten zastanawia się, czy metoda obliczania aktywów netto wskazana w art. 74 ust. 1 pkt 3 FITL spełnia ten warunek, zauważając, że pojęć „łącznej kwoty aktywów” i „aktywów netto” nie wyjaśniono ani w rzeczonym przepisie, ani w żadnym innym przepisie owej ustawy.
- 32 Sąd odsyłający ma wątpliwości, czy art. 74 ust. 1 pkt 3 i art. 74 ust. 2 FITL, które nie wskazują wprost, czy do celów obliczenia ceny wykupu przypadającej na akcję aktywa netto powinny uwzględniać także udział mniejszościowy, są zgodne z art. 5 ust. 4 akapit drugi dyrektywy 2004/25.
- 33 Sąd odsyłający zastanawia się wreszcie nad zgodnością art. 13 ust. 3 ustawy o naprawianiu szkód z podstawowymi zasadami prawa Unii, a w szczególności z zasadą skuteczności, ze względu na to, że na podstawie wspomnianego przepisu kwota odszkodowania może zostać w sposób nieograniczony obniżona, jeżeli wysokość poniesionej szkody przekracza 1 422 872 EUR. Sąd ten zastanawia się również, czy spełnione są wszystkie przesłanki powstania odpowiedzialności państwa, w szczególności czy mające zastosowanie przepisy dyrektywy 2004/25 przyznają prawa jednostkom.
- 34 W tych okolicznościach Augstākā tiesa (Senāts) (sąd najwyższy) postanowił zawiesić postępowanie i zwrócić się do Trybunału z następującymi pytaniami prejudycjalnymi:
- „1) Czy art. 5 dyrektywy 2004/25[...] stoi na przeszkodzie przepisowi krajowemu, który przewiduje, że cena akcji w przypadku przymusowej oferty wykupu jest obliczana poprzez podzielenie aktywów netto spółki będącej przedmiotem oferty (w tym udziałów niekontrolujących – mniejszościowych) przez liczbę wyemitowanych akcji?

- 2) W przypadku udzielenia odpowiedzi przeczącej na pytanie pierwsze, to znaczy w przypadku, gdy aktywa netto spółki będącej przedmiotem oferty nie muszą obejmować udziałów niekontrolujących lub mniejszościowych, czy za jasno ustalony [określony] w rozumieniu art. 5 ust. 4 akapit drugi dyrektywy 2004/25[...] można uznać taki sposób ustalania ceny akcji, którego zrozumienie wymaga zastosowania jednej z metod rozwijania prawa przez sądy – redukcji teleologicznej?
- 3) Czy zgodne z art. 5 ust. 4 dyrektywy 2004/25[...], tj. z zasadą ustalania ceny uczciwej, jest uregulowanie, które przewiduje, że należy wybrać najwyższą cenę spośród trzech możliwych wariantów wskazanych poniżej:
 - a) cena, w której akcje spółki będącej przedmiotem oferty zostały nabyte przez oferenta lub osoby działające z nim w porozumieniu w okresie ostatnich dwunastu miesięcy. W przypadku nabycia akcji po różnych cenach, cenę wykupu stanowi najwyższa cena, w której nabyto akcje w okresie ostatnich dwunastu miesięcy poprzedzających powstanie ustawowego obowiązku złożenia oferty wykupu;
 - b) średnia ważona cena akcji na rynku regulowanym lub w ramach wielostronnych platform obrotu o największej liczbie transakcji danymi akcjami w okresie ostatnich dwunastu miesięcy. Średnią ważoną cenę akcji oblicza się na podstawie ostatnich dwunastu miesięcy poprzedzających powstanie ustawowego obowiązku złożenia oferty wykupu;
 - c) wartość akcji obliczona poprzez podzielenie aktywów netto spółki będącej przedmiotem oferty przez liczbę wyemitowanych akcji. Aktywa netto oblicza się poprzez odjęcie akcji własnych i zobowiązań spółki będącej przedmiotem oferty od łącznej kwoty aktywów. Jeżeli spółka będąca przedmiotem oferty posiada akcje o różnych wartościach nominalnych, w celu obliczenia wartości akcji aktywa netto należy rozdzielić proporcjonalnie do procentu reprezentowanego przez każdą wartość nominalną akcji w kapitale zakładowym?
- 4) Czy wybór najwyższej ceny jest zawsze zgodny z celem dyrektywy, jeżeli sposób obliczania ustanowiony w prawie krajowym przy wykorzystaniu swobody uznania przyznanej państwom członkowskim w art. 5 ust. 4 akapit drugi dyrektywy 2004/25[...] prowadzi do uzyskania ceny wyższej niż ta określona w art. 5 ust. 4 akapit pierwszy tej dyrektywy?
- 5) Czy w przypadku wyrządzenia jednostce szkody w wyniku niewłaściwego stosowania prawa Unii prawo krajowe może przewidywać ograniczenie wysokości odszkodowania za tę szkodę, jeżeli ograniczenie to stosuje się do szkody poniesionej w wyniku niewłaściwego stosowania zarówno prawa krajowego, jak i prawa Unii?
- 6) Czy mające zastosowanie w niniejszej sprawie przepisy dyrektywy 2004/25[...] przyznają prawa jednostkom, tzn. czy spełniona jest powiązana z tym przesłanka powstania odpowiedzialności państwa?”.

W przedmiocie pytań prejudycjalnych

- 35 Zdaniem sądu odsyłającego rozstrzygnięcie sporu w postępowaniu głównym zależy w istocie od tego, czy, po pierwsze, art. 5 ust. 4 dyrektywy 2004/25 sprzeciwia się metodzie ustalania ceny uczciwej przewidzianej w uregulowaniu krajowym, które stanowi, że do celów oferty przejęcia wartość akcji oblicza się poprzez podzielenie aktywów netto spółki będącej przedmiotem oferty, w tym udziałów akcjonariuszy mniejszościowych, a zatem udziałów niekontrolujących, przez liczbę wyemitowanych akcji. Po drugie, sąd ten uważa, że konieczne jest uzyskanie odpowiedzi na pytanie, czy dyrektywa ta przyznaje prawa jednostkom i czy prawo Unii stoi na przeszkodzie uregulowaniu krajowemu ograniczającemu naprawienie szkody poniesionej w wyniku błędnego zastosowania tego prawa.
- 36 Ze względu na to, że poszczególne pytania prejudycjalne pokrywają się na wielu płaszczyznach, należy je pogrupować, tak aby udzielić sądowi odsyłającemu jak najbardziej precyzyjnych odpowiedzi.

W przedmiocie pytań trzeciego i czwartego

- 37 Poprzez pytania trzecie i czwarte, które należy rozpatrzyć łącznie, sąd odsyłający dąży do ustalenia, czy art. 5 ust. 4 dyrektywy 2004/25 stoi na przeszkodzie uregulowaniu krajowemu przewidującemu trzy metody ustalania ceny uczciwej, w której oferent powinien wykupić akcje spółki, w tym metodę wynikającą z wdrożenia art. 5 ust. 4 akapit pierwszy owej dyrektywy, i wymagającemu, by każdorazowo przyjmować tę metodę, której zastosowanie prowadzi do otrzymania najwyższej ceny.
- 38 Jak wynika w szczególności z motywu 9 dyrektywy 2004/25, celem tego aktu jest zabezpieczenie interesów posiadaczy papierów wartościowych spółek, w których kontrolę przejęła osoba fizyczna lub prawna, a także, w tym względzie, zapewnienie jasności i przejrzystości przepisów w zakresie oferty przejęcia (wyrok z dnia 20 lipca 2017 r., Marco Tronchetti Provera i in., C-206/16, EU:C:2017:572, pkt 24).
- 39 W tym celu dyrektywa ta, zgodnie z jej art. 1 ust. 1, przewiduje środki koordynujące przepisy prawa państw członkowskich dotyczące ofert przejęcia papierów wartościowych spółek podlegających prawu jednego z tych państw członkowskich, gdy całość lub część tych papierów wartościowych jest dopuszczona do obrotu na rynku regulowanym (wyrok z dnia 20 lipca 2017 r., Marco Tronchetti Provera i in., C-206/16, EU:C:2017:572, pkt 25).
- 40 Artykuł 3 ust. 1 wspomnianej dyrektywy ustanawia zasady przewodnie – zaliczając je do zasad ogólnych – których to zasad należy przestrzegać przy stosowaniu tej dyrektywy, w tym zasadę, zgodnie z którą w sytuacji gdy ktoś przejmie kontrolę nad spółką, posiadacze papierów wartościowych muszą być chronieni (wyrok z dnia 20 lipca 2017 r., Marco Tronchetti Provera i in., C-206/16, EU:C:2017:572, pkt 26).
- 41 Dla zapewnienia przestrzegania wskazanych zasad art. 3 ust. 2 lit. a) i b) dyrektywy 2004/25 stanowi, że państwa członkowskie, po pierwsze, zapewniają, by minimalne wymagania wymienione w owej dyrektywie były przestrzegane, oraz po drugie, mogą w stosunku do ofert przejęcia ustanowić dodatkowe warunki i przepisy surowsze niż te zawarte we wskazanej dyrektywie (wyrok z dnia 20 lipca 2017 r., Marco Tronchetti Provera i in., C-206/16, EU:C:2017:572, pkt 27).
- 42 Artykuł 5 owej dyrektywy, zatytułowany „Ochrona akcjonariuszy mniejszościowych, obowiązkowa oferta i uczciwa cena”, przewiduje na potrzeby ochrony interesów posiadaczy papierów wartościowych spółek zasadniczo dwie zasady obowiązujące państwa członkowskie i jedną zasadę, którą państwa te mogą zastosować fakultatywnie (wyrok z dnia 20 lipca 2017 r., Marco Tronchetti Provera i in., C-206/16, EU:C:2017:572, pkt 28).
- 43 Po pierwsze, art. 5 ust. 1 dyrektywy 2004/25 ustanawia zasadę obowiązkowej oferty nabycia udziałów lub akcji danej spółki. Przewiduje także, że w sytuacji gdy osoba fizyczna lub prawna, w wyniku nabycia dokonanego przez nią lub przez osoby działające z nią w porozumieniu, posiada papiery wartościowe spółki objętej zakresem stosowania tej dyrektywy, które – dodane do udziałów lub akcji posiadanych już przez nią i przez osoby działające z nią w porozumieniu – dają jej bezpośrednio lub pośrednio określony udział w ogólnej liczbie głosów w tej spółce, przyznający jej kontrolę nad tą spółką, państwa członkowskie zapewniają, by osoba ta była zobowiązana do złożenia oferty jako środka ochrony mniejszościowych akcjonariuszy tej spółki, przy czym oferta ta musi dotyczyć wszystkich akcji tych akcjonariuszy w uczciwej cenie określonej w art. 5 ust. 4 rzeczony dyrektywy (wyrok z dnia 20 lipca 2017 r., Marco Tronchetti Provera i in., C-206/16, EU:C:2017:572, pkt 29).
- 44 Następnie, również w celu zapewnienia ochrony akcjonariuszy mniejszościowych spółki, której dotyczy oferta przejęcia, art. 5 ust. 4 akapit pierwszy dyrektywy 2004/25 za cenę uczciwą uznaje najwyższą cenę zapłaconą za te same papiery wartościowe przez oferenta lub przez osoby działające z nim w porozumieniu w okresie ustalonym przez państwa członkowskie, lecz nie krótszym niż sześć i nie

dłuższym niż dwanaście miesięcy poprzedzających złożenie oferty, o której mowa w art. 5 ust. 1 owej dyrektywy (wyrok z dnia 20 lipca 2017 r., Marco Tronchetti Provera i in., C-206/16, EU:C:2017:572, pkt 30).

- 45 Wreszcie, art. 5 ust. 4 akapit drugi dyrektywy 2004/25 przewiduje, iż pod warunkiem że przestrzegane są zasady ustanowione w art. 3 ust. 1 tej dyrektywy, państwa członkowskie mogą upoważnić swoje organy nadzoru wskazane w art. 4 wspomnianej dyrektywy do dostosowania uczciwej ceny w jasno określonych okolicznościach i na podstawie jasno określonych kryteriów. W tym celu państwa członkowskie mogą, po pierwsze, sporządzić wykaz okoliczności, w których uczciwa cena może być dostosowana w górę albo w dół, oraz po drugie, ustalić kryteria mające zastosowanie w tych przypadkach, przy czym owe okoliczności i kryteria muszą być jasno określone. Przykłady takich okoliczności i kryteriów są wymienione w art. 5 ust. 4 akapit drugi rzeczony dyrektywy (wyrok z dnia 20 lipca 2017 r., Marco Tronchetti Provera i in., C-206/16, EU:C:2017:572, pkt 31).
- 46 I tak, w celu ustalenia uczciwej ceny papierów wartościowych stanowiących przedmiot oferty przejęcia, art. 5 ust. 4 akapit pierwszy dyrektywy 2004/25 ustanawia metodę, która zgodnie z motywem 9 tej dyrektywy jest objęta wspólną definicją w ramach Unii Europejskiej.
- 47 W tym zakresie ze struktury art. 5 ust. 4 owej dyrektywy wynika, że ta metoda ustalania ceny uczciwej stanowi jedyną dopuszczoną w tym względzie metodę. Artykuł 5 ust. 4 akapit drugi rzeczony dyrektywy przewiduje bowiem, że – w przypadku gdy państwa członkowskie dokonały takiego wyboru – możliwe jest dostosowanie ceny uczciwej, o której mowa w art. 5 ust. 4 akapit pierwszy tej dyrektywy.
- 48 Jedynie zatem w ramach owego uprawnienia do dostosowania uczciwej ceny papierów wartościowych stanowiących przedmiot oferty przejęcia państwa członkowskie mogą upoważnić swoje organy nadzoru do ustalenia ceny, po której owe papiery wartościowe mają być sprzedane, przy zastosowaniu metod odmiennych od metody przewidzianej w art. 5 ust. 4 akapit pierwszy dyrektywy 2004/25.
- 49 Jeżeli jednak uregulowanie krajowe przewiduje, że uczciwą cenę ustala się przy zastosowaniu kilku metod, z których jedna odpowiada metodzie, o której mowa w art. 5 ust. 4 akapit pierwszy owej dyrektywy, można – pod pewnymi warunkami – przyjąć, że pozostałe przewidziane metody odpowiadają uprawnieniu do dostosowania ceny uczciwej, o którym mowa w art. 5 ust. 4 akapit drugi wspomnianej dyrektywy.
- 50 Warunki, które muszą być w tym względzie spełnione, wynikają z samego brzmienia tego ostatniego przepisu.
- 51 Po pierwsze, metody ustalania ceny uczciwej odmienne od metody przewidzianej w art. 5 ust. 4 akapit pierwszy dyrektywy 2004/25 powinny być stosowane przez organy nadzoru ustanowione przez państwa członkowskie oraz z poszanowaniem zasad ogólnych wskazanych w art. 3 ust. 1 owej dyrektywy. Po drugie, metody te powinny być stosowane „w okolicznościach i zgodnie z kryteriami, które są jasno ustalone [w jasno określonych okolicznościach i na podstawie jasno określonych kryteriów]”.
- 52 W tym względzie należy przypomnieć orzecznictwo, zgodnie z którym zarówno przestrzeganie zasady pewności prawa, jak i konieczność zagwarantowania pełnego stosowania dyrektyw pod względem prawnym, a nie tylko faktycznym, wymagają, by postanowienia dyrektywy 2004/25 były przyswojone w jasnych, dokładnych i przejrzystych ramach prawnych przewidujących wiążące przepisy w dziedzinie, której ta dyrektywa dotyczy (zob. podobnie wyrok z dnia 20 lipca 2017 r., Marco Tronchetti Provera i in., C-206/16, EU:C:2017:572, pkt 41).

- 53 W związku z tym państwa członkowskie mają obowiązek zapewnić – za pomocą instrumentu prawnego, jaki wybiorą – by okoliczności i kryteria, na podstawie których dokonuje się dostosowania uczciwej ceny, były „jasno ustalone [określone]” w rozumieniu art. 5 ust. 4 akapit drugi dyrektywy 2004/25.
- 54 Do sądu odsyłającego należy zbadanie, czy ustawa FITL, w razie potrzeby interpretowana w świetle jej uzasadnienia, spełnia takie wymogi.
- 55 Wreszcie, nie można wykluczyć, że w określonej, szczególnej okoliczności dostosowanie ceny uczciwej każdorazowo prowadzi do ustalenia ceny wyższej niż cena wynikająca z zastosowania art. 5 ust. 4 akapit pierwszy dyrektywy 2004/25.
- 56 Hipoteza ta znajduje zresztą potwierdzenie w art. 5 ust. 4 akapit drugi wspomnianej dyrektywy, który przewiduje, że w świetle wykazu określonych okoliczności – w razie jego sporządzenia przez dane państwo członkowskie – najwyższa cena może być dostosowana w górę albo w dół. Określona okoliczność w rozumieniu tego przepisu może zatem każdorazowo prowadzić do ustalenia ceny wyższej niż cena uczciwa, o czym świadczą podane w tym przepisie przykłady, w szczególności gdy cenę uczciwą, o której mowa w art. 5 ust. 4 akapit pierwszy tej dyrektywy, ustalono w umowie zawartej pomiędzy kupującym a sprzedawcą.
- 57 W konsekwencji na pytania trzecie i czwarte trzeba odpowiedzieć, że art. 5 ust. 4 dyrektywy 2004/25 należy interpretować w ten sposób, iż nie stoi on na przeszkodzie uregulowaniu krajowemu przewidującemu trzy metody ustalania ceny uczciwej, w której oferent powinien wykupić akcje spółki, w tym metodę wynikającą z wdrożenia art. 5 ust. 4 akapit pierwszy owej dyrektywy, i wymagającemu, by każdorazowo przyjmować tę metodę, której zastosowanie prowadzi do otrzymania najwyższej ceny, pod warunkiem że metody ustalania ceny uczciwej odmienne od metody wynikającej z wdrożenia owego art. 5 ust. 4 akapit pierwszy są stosowane przez organy nadzoru, z poszanowaniem zasad ogólnych wskazanych w art. 3 ust. 1 wspomnianej dyrektywy, w okolicznościach i na podstawie kryteriów określonych w jasnych, dokładnych i przejrzystych ramach prawnych.

W przedmiocie pytań pierwszego i drugiego

- 58 Poprzez pytania pierwsze i drugie, które należy rozpatrzyć łącznie, sąd odsyłający dąży do ustalenia, czy art. 5 ust. 4 akapit drugi dyrektywy 2004/25 stoi na przeszkodzie uregulowaniu krajowemu, które przewiduje, że do celów oferty przejęcia wartość akcji oblicza się poprzez podzielenie aktywów netto spółki będącej przedmiotem oferty, w tym udziałów akcjonariuszy mniejszościowych, a zatem udziałów niekontrolujących, przez liczbę wyemitowanych akcji, w zakresie, w jakim można uznać, że taka metoda ustalania ceny akcji nie odpowiada „jasno ustalonym [określonym]” kryteriom w rozumieniu owego przepisu.
- 59 W pierwszej kolejności należy zauważyć, że w spornej decyzji komisja ds. rynków finansowych zezwoliła skarżącej w postępowaniu głównym na złożenie obowiązkowej oferty wykupu akcji spółki będącej przedmiotem oferty w oparciu o metodę ustalania ceny akcji przewidzianą w art. 74 ust. 1 pkt 3 FITL, który stanowi, że wartość akcji jest obliczana poprzez podzielenie aktywów netto owej spółki przez liczbę wyemitowanych akcji. Zgodnie z art. 74 ust. 2 FITL dane, jakie należy w tym celu wykorzystać w przypadku, gdy spółka będąca przedmiotem oferty sporządza skonsolidowane roczne sprawozdanie finansowe, to dane wynikające z owego sprawozdania.
- 60 Należy również wskazać, po pierwsze, że art. 14 ust. 1 ustawy o skonsolidowanych rocznych sprawozdaniach finansowych przewiduje, że skonsolidowane roczne sprawozdania finansowe stanowią wynik zestawienia rocznych sprawozdań finansowych spółki dominującej grupy kapitałowej z rocznymi sprawozdaniami finansowymi jej spółek zależnych, oraz po drugie, że art. 21 wspomnianej ustawy

precyzuje, iż część kapitału własnego objętych konsolidacją spółek zależnych, odpowiadającą akcjom i udziałom posiadanym przez akcjonariuszy mniejszościowych, ujmuje się w oddzielnej pozycji kapitału własnego, zatytułowanej „Udziały akcjonariuszy mniejszościowych”.

- 61 W celu ustalenia ceny akcji spółki będącej przedmiotem oferty komisja ds. rynków finansowych w spornej decyzji uwzględniła więc w aktywach netto owej spółki udziały posiadane przez akcjonariuszy mniejszościowych w jej spółkach zależnych, to znaczy udziały, których wspomniana spółka nie jest właścicielem.
- 62 W drugiej kolejności, jak wynika z uwag przedstawionych w pkt 45 niniejszego wyroku, należy przypomnieć, że art. 5 ust. 4 akapit drugi dyrektywy 2004/25 przewiduje, iż pod warunkiem że przestrzegane są zasady ustanowione w art. 3 ust. 1, państwa członkowskie mogą upoważnić swoje organy nadzoru wskazane w art. 4 tej dyrektywy do dostosowania ceny uczciwej w jasno określonych okolicznościach i na podstawie jasno określonych kryteriów (wyrok z dnia 20 lipca 2017 r., Marco Tronchetti Provera i in., C-206/16, EU:C:2017:572, pkt 31).
- 63 Artykuł 5 ust. 4 akapit drugi dyrektywy 2004/25 stanowi ponadto, że jeżeli państwa członkowskie wprowadzają możliwość dostosowania ceny uczciwej przez ich organy nadzoru, mogą one ustalić kryteria, jakie mają być w tym celu stosowane; przepis ten wymienia tytułem przykładu średnią wartość rynkową w danym okresie, wartość likwidacyjną przedsiębiorstwa oraz inne obiektywne kryteria wyceny powszechnie używane w analizie finansowej.
- 64 W trzeciej kolejności należy przypomnieć, że zarówno przestrzeganie zasady pewności prawa, jak i konieczność zagwarantowania pełnej skuteczności dyrektyw wymagają, by postanowienia dyrektywy 2004/25 były przyswojone – jak zauważono w pkt 52 niniejszego wyroku – w jasnych, dokładnych i przejrzystych ramach prawnych przewidujących wiążące przepisy w dziedzinie, której ta dyrektywa dotyczy (zob. podobnie wyrok z dnia 20 lipca 2017 r., Marco Tronchetti Provera i in., C-206/16, EU:C:2017:572, pkt 41).
- 65 To w świetle tych zasad należy ocenić, czy metoda ustalania ceny, zgodnie z którą w aktywach netto spółki będącej przedmiotem oferty przejęcia uwzględnia się udziały posiadane przez akcjonariuszy mniejszościowych w jej spółkach zależnych, opiera się na „jasno ustalonych [określonych]” kryteriach w rozumieniu art. 5 ust. 4 akapit drugi dyrektywy 2004/25.
- 66 Po pierwsze, jak podkreśliła rzecznik generalna w pkt 69 opinii, należy zauważyć, że zakres uznania, jaki przepis ten przyznaje państwom członkowskim przy ustalaniu – w razie dostosowywania ceny uczciwej – kryteriów określania ceny papierów wartościowych będących przedmiotem obowiązkowej oferty nabycia, jest ograniczony celem art. 5 ust. 4 dyrektywy 2004/25 ujmowanego jako całość, polegającym na dążeniu do określenia uczciwej ceny tych papierów wartościowych.
- 67 W tym celu, jak zauważyła rzecznik generalna w pkt 71 opinii, państwa członkowskie mogą przewidzieć wszelkie uznane w analizie finansowej kryteria wyceny, za pomocą których można ustalić rzeczywistą wartość ekonomiczną udziału w spółce będącej przedmiotem oferty.
- 68 Co się tyczy tego ostatniego aspektu, MSSF 10, przyjęty w prawie Unii w rozporządzeniu nr 1254/2012, bierze pod uwagę całość majątku jednostki dominującej grupy kapitałowej i majątków jej jednostek zależnych, niezależnie od poziomu udziału tej jednostki dominującej w owych jednostkach zależnych. Wynika stąd, że aktywa netto takiej jednostki dominującej ustala się z uwzględnieniem udziałów posiadanych przez akcjonariuszy mniejszościowych w jej jednostkach zależnych, które to udziały zdefiniowano w załączniku A objętym częścią załącznika do rozporządzenia nr 1254/2012, która dotyczy MSSF 10, pod nazwą „udziały niekontrolujące”, jako „[k]apitał własny jednostki zależnej, którego nie można przyporządkować, bezpośrednio lub pośrednio, jednostce dominującej”.

- 69 Otóż międzynarodowe standardy sprawozdawczości finansowej, których dotyczy rozporządzenie nr 1254/2012, mają wartość informacyjną, bowiem zgodnie z pkt 1 części załącznika do rzeczzonego rozporządzenia, która odnosi się do MSSF 10, celem tego ostatniego jest „ustanowienie zasad prezentacji i sporządzania skonsolidowanych sprawozdań finansowych w przypadku, gdy dana jednostka kontroluje jedną jednostkę lub większą ich liczbę”. W tym względzie ujawnienie udziałów niekontrolujących pozwala zapewnić, by osoby trzecie były w pełni poinformowane o składzie grupy kapitałowej i o zakresie kontroli sprawowanej przez spółkę dominującą nad jej spółkami zależnymi.
- 70 Zidentyfikowanie udziałów, jakie w kapitale spółek zależnych spółki dominującej w ramach grupy kapitałowej posiadają akcjonariusze mniejszościowi, a także poziom tychże udziałów, mogą zatem stanowić użyteczną informację w zakresie analizy finansowej.
- 71 Przy ustalaniu wartości udziałów spółki dominującej sąd odsyłający w celu stwierdzenia, czy taka metoda wyceny stanowi obiektywne kryterium wyceny powszechnie używane w analizie finansowej, powinien zwrócić szczególną uwagę na okoliczność, że – jak wynika z pkt 68 i 69 niniejszego wyroku – metoda ta wiąże się z koniecznością uwzględnienia udziałów w spółkach zależnych spółki dominującej, których ta ostatnia nie jest właścicielem.
- 72 Po drugie, każda metoda ustalania ceny uczciwej wynikająca z uprawnienia do dostosowania przewidzianego w art. 5 ust. 4 akapit drugi dyrektywy 2004/25 musi dać się wyprowadzić w sposób wystarczająco jasny, dokładny i przewidywalny z ram prawnych, w których tę metodę ustanowiono i które również muszą być jasne, dokładne i przejrzyste (zob. podobnie wyrok z dnia 20 lipca 2017 r., Marco Tronchetti Provera i in., C-206/16, EU:C:2017:572, pkt 41).
- 73 W tym względzie należy zauważyć, że z akt sprawy, którymi dysponuje Trybunał, wynika, primo, że art. 74 ust. 1 pkt 3 FITL nie definiuje pojęcia „aktywów netto”, którym posługuje się jako parametrem przewidzianej w tym przepisie metody ustalania ceny uczciwej, oraz secundo, że choć art. 21 ustawy o skonsolidowanych rocznych sprawozdaniach finansowych stanowi, że część kapitału własnego objętych konsolidacją spółek zależnych, odpowiadającą akcjom i udziałom posiadanym przez akcjonariuszy mniejszościowych, ujmuje się w oddzielnej pozycji kapitału własnego, zatytułowanej „Udziały akcjonariuszy mniejszościowych”, artykuł ten nie zawiera odesłania do aktywów netto spółki dominującej grupy kapitałowej.
- 74 W związku z tym do sądu odsyłającego należy zbadanie, czy art. 74 ust. 1 pkt 3 FITL należy interpretować w ten sposób, że pojęcie „aktywów netto” może być w sposób wystarczająco jasny, dokładny i przewidywalny rozumiane – w przypadku spółki dominującej grupy kapitałowej, sporządzającej skonsolidowane roczne sprawozdanie finansowe – jako obejmujące udziały posiadane przez akcjonariuszy mniejszościowych w spółkach zależnych owej spółki dominującej.
- 75 Ponadto należy przypomnieć, że zasada wykładni zgodnej z prawem Unii wymaga od sądu odsyłającego nie tylko uwzględnienia całości norm prawa krajowego, lecz także zastosowania uznanych w tym prawie metod wykładni w celu dokonania jego interpretacji – tak dalece, jak to możliwe – w świetle treści i celów rozpatrywanej dyrektywy, tak by doprowadzić do osiągnięcia zamierzonego przez nią skutku, a tym samym zapewnić realizację normy ustanowionej w art. 288 akapit trzeci TFUE (zob. podobnie wyrok z dnia 19 stycznia 2010 r., Küçükdeveci, C-555/07, EU:C:2010:21, pkt 48).
- 76 To w świetle tych zasad sąd odsyłający powinien ustalić, czy może przyjąć wykładnię art. 74 ust. 1 pkt 3 FITL, o której mowa w pkt 74 niniejszego wyroku, czy też – jak wynika z wniosku o wydanie orzeczenia w trybie prejudycjalnym – powinien przyjąć zawężającą wykładnię celowościową tego przepisu, nie uwzględniając udziałów posiadanych przez akcjonariuszy mniejszościowych jako aktywów netto spółki będącej przedmiotem oferty przejęcia przy ustalaniu ceny akcji tejże spółki.

- 77 W konsekwencji na pytania pierwsze i drugie trzeba odpowiedzieć, że art. 5 ust. 4 akapit drugi dyrektywy 2004/25 należy interpretować w ten sposób, iż stoi on na przeszkodzie uregulowaniu krajowemu, które przewiduje, że do celów oferty przejęcia wartość akcji oblicza się poprzez podzielenie aktywów netto spółki będącej przedmiotem oferty, w tym udziałów akcjonariuszy mniejszościowych, a zatem udziałów niekontrolujących, przez liczbę wyemitowanych akcji, chyba że taka metoda ustalania ceny akcji jest oparta na obiektywnym kryterium wyceny powszechnie używanym w analizie finansowej, które można uznać za „jasno ustalone [określone]” w rozumieniu owego przepisu, czego zbadanie należy do sądu odsyłającego.

W przedmiocie pytania szóstego

- 78 Poprzez pytanie szóste sąd odsyłający dąży do ustalenia, czy dyrektywa 2004/25 przyznaje oferentowi – w ramach postępowania w sprawie oferty przejęcia – prawa, które mogą być wykonywane w ramach powództwa odszkodowawczego przeciwko państwu.
- 79 Należy przypomnieć, iż w odniesieniu do przesłanek powstania odpowiedzialności państwa za szkody wyrządzone jednostkom wskutek naruszenia prawa Unii, które można mu przypisać, Trybunał wielokrotnie orzekał, że poszkodowane jednostki mają prawo do odszkodowania, jeśli spełnione są trzy przesłanki, a mianowicie: naruszony przepis prawa Unii przyznaje prawa jednostkom, naruszenie jest wystarczająco istotne oraz istnieje bezpośredni związek przyczynowy między tym naruszeniem a szkodą poniesioną przez te jednostki (wyrok z dnia 28 lipca 2016 r., Tomášová, C-168/15, EU:C:2016:602, pkt 22 i przytoczone tam orzecznictwo).
- 80 Z utrwalonego orzecznictwa wynika również, że zastosowaniem tych przesłanek pozwalających ustalić odpowiedzialność państw członkowskich za szkody wyrządzone jednostkom w wyniku naruszenia prawa Unii powinny co do zasady zajmować się sądy krajowe, zgodnie z udzielonymi przez Trybunał wytycznymi dotyczącymi tego stosowania (wyrok z dnia 4 października 2018 r., Kantarev, C-571/16, EU:C:2018:807, pkt 95 i przytoczone tam orzecznictwo).
- 81 Po pierwsze, co się tyczy bezpośredniej skuteczności art. 5 ust. 4 dyrektywy 2004/25, należy podkreślić, że przesłanka ta nie jest w orzecznictwie wymagana do powstania odpowiedzialności państwa członkowskiego z tytułu naruszenia prawa Unii; przesłanka, jakiej orzecznictwo w tym względzie wymaga, polega na tym, że dany przepis powinien przyznawać prawa jednostkom (zob. podobnie wyrok z dnia 4 października 2018 r., Kantarev, C-571/16, EU:C:2018:807, pkt 97, 104 i przytoczone tam orzecznictwo).
- 82 Po drugie, prawdą jest, iż art. 4 ust. 6 dyrektywy 2004/25 stanowi między innymi, że dyrektywa ta nie ma wpływu na prawo państw członkowskich do regulowania, czy i w jakich okolicznościach strony oferty są uprawnione do wszczęcia postępowania administracyjnego lub sądowego – w szczególności na uprawnienie, które może przysługiwać sądom państwa członkowskiego, do odmowy rozpatrzenia sprawy oraz podjęcia decyzji, czy takie postępowanie sądowe ma wpływ na wynik złożonej oferty – ani na prawo państw członkowskich do określenia norm prawnych dotyczących odpowiedzialności organów nadzoru i rozstrzygania sporów pomiędzy stronami oferty.
- 83 Jednakże zdanie trzecie art. 4 ust. 6 dyrektywy 2004/25, które odnosi się do norm prawnych dotyczących odpowiedzialności organów nadzoru, nie oznacza, że państwa członkowskie mogą przyjąć przepisy zakazujące stronom oferty przejęcia wytoczenia powództwa odszkodowawczego przeciwko państwu z powodu istotnego naruszenia prawa Unii w związku z taką ofertą – a to z dwóch powodów.

- 84 Primo, owo zdanie trzecie wskazuje jedynie, że dyrektywa 2004/25 nie ma wpływu na prawo państw członkowskich do określenia norm prawnych dotyczących odpowiedzialności organów nadzoru, w żadnym razie nie pozwalając jednak państwom członkowskim – jak czyni to zdanie pierwsze art. 4 ust. 6 tej dyrektywy – na uniemożliwienie stronom oferty przejęcia wszczynania postępowań administracyjnych lub sądowych.
- 85 Secundo, należy przypomnieć, że pełną skuteczność prawa Unii oraz skuteczną ochronę praw, jakie wywodzą z niego jednostki, może, w stosownym przypadku, zagwarantować zasada odpowiedzialności państwa za szkody wyrządzone jednostkom w wyniku naruszenia prawa Unii, które można temu państwu przypisać, bowiem zasada ta jest nieodłączną częścią systemu traktatów, na których opiera się Unia, i dotyczy każdego przypadku naruszenia prawa Unii przez państwo członkowskie, niezależnie od tego, który organ publiczny się go dopuścił (wyrok z dnia 19 grudnia 2019 r., Deutsche Umwelthilfe, C-752/18, EU:C:2019:1114, pkt 54, 55 i przytoczone tam orzecznictwo).
- 86 Po trzecie, prawdą jest, że głównym celem dyrektywy 2004/25 jest ochrona akcjonariuszy mniejszościowych spółki będącej przedmiotem oferty przejęcia.
- 87 W tym względzie, primo, art. 5 ust. 1 dyrektywy 2004/25 przewiduje, że osoba posiadająca papiery wartościowe spółki, które – dodane do już posiadanych przez nią papierów wartościowych i do papierów wartościowych posiadanych przez osoby działające z nią w porozumieniu – dają jej bezpośrednio lub pośrednio określony udział w ogólnej liczbie głosów w tej spółce, przyznający jej kontrolę nad tą spółką, jest, w celu zapewnienia ochrony akcjonariuszom mniejszościowym wspomnianej spółki, zobowiązana do złożenia oferty. Secundo, art. 5 ust. 4 akapit pierwszy owej dyrektywy wskazuje, że osoba, która jest w ten sposób zobowiązana do złożenia oferty nabycia papierów wartościowych akcjonariuszy mniejszościowych, musi zaproponować uczciwą cenę odpowiadającą najwyższej cenie zapłaconej za te same papiery wartościowe przez nią lub przez osoby działające z nią w porozumieniu w okresie poprzedzającym złożenie oferty, ustalany przez państwa członkowskie, nie krótszym niż sześć i nie dłuższym niż dwanaście miesięcy.
- 88 Niemniej zasada ustalania ceny uczciwej, o której mowa w art. 5 ust. 4 dyrektywy 2004/25, w równym stopniu ma na celu ochronę oferenta, ponieważ pozwala ona na określenie maksymalnej ceny, jaką będzie on musiał zapłacić akcjonariuszom mniejszościowym w ramach oferty przejęcia, która to cena – jak zauważyła rzecznik generalna w pkt 38 opinii – odpowiada kwocie, jaką ów oferent był gotów zapłacić w okresie poprzedzającym złożenie tej oferty.
- 89 Ponadto uprawnienie do dostosowania ceny uczciwej, o którym mowa w art. 5 ust. 4 akapit drugi owej dyrektywy, również może wiązać się z ochroną interesów oferenta, gdyż przepis ten przewiduje możliwość dostosowania ceny uczciwej w dół w pewnych, określonych przez państwa członkowskie okolicznościach.
- 90 Artykuł 5 ust. 4 akapity pierwszy i drugi dyrektywy 2004/25, wywierając bezpośredni wpływ na sytuację prawną osoby zobowiązanej do złożenia oferty przejęcia papierów wartościowych akcjonariuszy mniejszościowych spółki będącej przedmiotem oferty, jest zatem przepisem prawa Unii mającym na celu przyznanie praw jednostkom – w tym przypadku oferentowi.
- 91 W konsekwencji na pytanie szóste trzeba odpowiedzieć, że dyrektywę 2004/25 należy interpretować w ten sposób, iż przyznaje ona oferentowi – w ramach postępowania w sprawie oferty przejęcia – prawa, które mogą być wykonywane w ramach powództwa odszkodowawczego przeciwko państwu.

W przedmiocie pytania piątego

- 92 Poprzez pytanie piąte sąd odsyłający dąży do ustalenia, czy prawo Unii należy interpretować w ten sposób, że stoi ono na przeszkodzie uregulowaniu krajowemu, które przewiduje, że w przypadku powstania odpowiedzialności państwa członkowskiego za szkody wyrządzone w wyniku naruszenia przepisu prawa Unii przez decyzję organu administracyjnego tego państwa odszkodowanie za wynikłą stąd szkodę majątkową może zostać ograniczone do 50% jej wysokości.
- 93 Artykuł 13 ustawy o naprawianiu szkód stanowi, że: jeżeli kwota obliczona zgodnie z art. 12 tej ustawy nie przekracza 142 288 EUR, adekwatne odszkodowanie za szkodę majątkową wyrządzoną przez organ publiczny jest równe 100% tejże kwoty; jeżeli kwota ta zawiera się w przedziale od 142 289 EUR do 1 422 872 EUR, odszkodowanie to może zostać ustalone w wysokości 50–100% owej kwoty; jeżeli zaś rzeczona kwota jest wyższa niż 1 422 872 EUR, wspomniane odszkodowanie może być niższe niż 50% tejże kwoty.
- 94 Na podstawie tego przepisu Administratīvā apgabaltiesa (regionalny sąd administracyjny) ograniczył odszkodowanie za wynoszącą ponad 1 422 872 EUR szkodę poniesioną przez skarżącą w postępowaniu głównym do wysokości 50% tej szkody.
- 95 Choć, jak wynika z pkt 82 niniejszego wyroku, art. 4 ust. 6 dyrektywy 2004/25 wskazuje, że dyrektywa ta nie ma wpływu na prawo państw członkowskich do określenia norm prawnych dotyczących odpowiedzialności organów nadzoru i rozstrzygania sporów pomiędzy stronami oferty, należy podkreślić, że warunki ustalone w prawie krajowym w odniesieniu do naprawienia szkody nie mogą być mniej korzystne niż warunki dotyczące podobnych krajowych środków prawnych (zasada równoważności) ani nie mogą być tak skonstruowane, by w praktyce uniemożliwiały lub nadmiernie utrudniały uzyskanie naprawienia szkody (zasada skuteczności) (wyrok z dnia 29 lipca 2019 r., Hochtief Solutions Magyarországi Fióktelepe, C-620/17, EU:C:2019:630, pkt 45 i przytoczone tam orzecznictwo).
- 96 Co się tyczy zasady równoważności, z wniosku o wydanie orzeczenia w trybie prejudycjalnym wynika, że możliwość ograniczenia kwoty odszkodowania za szkodę majątkową dotyczy zarówno naruszenia prawa łotewskiego, jak i naruszenia prawa Unii.
- 97 Co się tyczy zasady skuteczności, z orzecznictwa Trybunału wynika, że naprawienie szkody wyrządzonej jednostkom wskutek naruszenia prawa Unii musi być adekwatne do poniesionej przez nie szkody, tak aby zapewnić skuteczną ochronę ich praw (zob. podobnie wyrok z dnia 29 lipca 2019 r., Hochtief Solutions Magyarországi Fióktelepe, C-620/17, EU:C:2019:630, pkt 46 i przytoczone tam orzecznictwo).
- 98 Tymczasem, jak podkreśliła w istocie rzecznik generalna w pkt 104 opinii, nie spełnia wymogu adekwatnego odszkodowania przepis prawa krajowego, zgodnie z którym możliwe jest – w przypadku powstania odpowiedzialności państwa członkowskiego za szkody wyrządzone w wyniku naruszenia przepisu prawa Unii przez decyzję organu administracyjnego tego państwa – ograniczenie odszkodowania za wynikłą stąd szkodę majątkową, której wielkość można dokładnie ustalić, do wysokości 50% tejże szkody.
- 99 Wynika z tego, że taki przepis prawa krajowego narusza zasadę skuteczności.
- 100 W konsekwencji na pytanie piąte trzeba odpowiedzieć, że prawo Unii należy interpretować w ten sposób, iż stoi ono na przeszkodzie uregulowaniu krajowemu, które przewiduje, że w przypadku powstania odpowiedzialności państwa członkowskiego za szkody wyrządzone w wyniku naruszenia przepisu prawa Unii przez decyzję organu administracyjnego tego państwa odszkodowanie za wynikłą stąd szkodę majątkową może zostać ograniczone do 50% jej wysokości.

W przedmiocie kosztów

¹⁰¹ Dla stron w postępowaniu głównym niniejsze postępowanie ma charakter incydentalny, dotyczy bowiem kwestii podniesionej przed sądem odsyłającym, do niego zatem należy rozstrzygnięcie o kosztach. Koszty poniesione w związku z przedstawieniem uwag Trybunałowi, inne niż koszty stron w postępowaniu głównym, nie podlegają zwrotowi.

Z powyższych względów Trybunał (czwarta izba) orzeka, co następuje:

- 1) Artykuł 5 ust. 4 dyrektywy 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia należy interpretować w ten sposób, iż nie stoi on na przeszkodzie uregulowaniu krajowemu przewidującemu trzy metody ustalania ceny uczciwej, w której oferent powinien wykupić akcje spółki, w tym metodę wynikającą z wdrożenia art. 5 ust. 4 akapit pierwszy owej dyrektywy, i wymagającemu, by każdorazowo przyjmować tę metodę, której zastosowanie prowadzi do otrzymania najwyższej ceny, pod warunkiem że metody ustalania ceny uczciwej odmienne od metody wynikającej z wdrożenia owego art. 5 ust. 4 akapit pierwszy są stosowane przez organy nadzoru, z poszanowaniem zasad ogólnych wskazanych w art. 3 ust. 1 wspomnianej dyrektywy, w okolicznościach i na podstawie kryteriów określonych w jasnych, dokładnych i przejrzystych ramach prawnych.
- 2) Artykuł 5 ust. 4 akapit drugi dyrektywy 2004/25 należy interpretować w ten sposób, iż stoi on na przeszkodzie uregulowaniu krajowemu, które przewiduje, że do celów oferty przejęcia wartość akcji oblicza się poprzez podzielenie aktywów netto spółki będącej przedmiotem oferty, w tym udziałów akcjonariuszy mniejszościowych, a zatem udziałów niekontrolujących, przez liczbę wyemitowanych akcji, chyba że taka metoda ustalania ceny akcji jest oparta na obiektywnym kryterium wyceny powszechnie używanym w analizie finansowej, które można uznać za „jasno ustalone [określone]” w rozumieniu owego przepisu, czego zbadanie należy do sądu odsyłającego.
- 3) Dyrektywę 2004/25 należy interpretować w ten sposób, że przyznaje ona oferentowi – w ramach postępowania w sprawie oferty przejęcia – prawa, które mogą być wykonywane w ramach powództwa odszkodowawczego przeciwko państwu.
- 4) Prawo Unii należy interpretować w ten sposób, że stoi ono na przeszkodzie uregulowaniu krajowemu, które przewiduje, że w przypadku powstania odpowiedzialności państwa członkowskiego za szkody wyrządzone w wyniku naruszenia przepisu prawa Unii przez decyzję organu administracyjnego tego państwa odszkodowanie za wynikłą stąd szkodę majątkową może zostać ograniczone do 50% jej wysokości.

Podpisy